

## SOMMAIRE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Edito : Reprise économique : « attention à ne pas aller trop vite en besogne »...</b>  | <b>2</b>  |
| <b>Ce que le Service de la Recherche a publié cette semaine</b>   | <b>3</b>  |
| <b>La météo économique de la semaine écoulée</b>  | <b>4</b>  |
| <b>Que s'est-il passé cette semaine ?</b>   | <b>5</b>  |
| Les gouvernements et les marchés financiers trahis par le consommateur.   | 5         |
| Les marchés financiers confondent toujours une légère reprise de la croissance et la correction de la perte de niveau d'activité.       | 8         |
| <b>Images des économies en mouvement</b>  | <b>11</b> |
| <b>Nos prévisions pour les principales statistiques de la semaine prochaine</b>   | <b>12</b> |
| Nos prévisions « Etats-Unis »   | 13        |
| Nos prévisions « Europe »   | 14        |
| <b>Quid de l'évolution des marchés ?</b>  | <b>15</b> |
| Il est dangereux aujourd'hui de juger de la sur ou sous-évaluation des actions à partir de comparaisons historiques des niveaux de PER. | 15        |
| <b>Images des marchés en mouvement</b>  | <b>17</b> |
| <b>Résumé de notre cadrage économique et financier international</b>  | <b>18</b> |

## EDITO

## REPRISE ECONOMIQUE : « ATTENTION A NE PAS ALLER TROP VITE EN BESOIN »...

On a assisté, dans le courant de l'été, à une remontée spectaculaire de l'optimisme des acteurs économiques, financiers ou politiques. La période estivale et la météo ensoleillée qui l'a caractérisée sont de peu de poids pour expliquer ce changement radical, qui contraste avec le profond pessimisme observé au premier semestre. En fait, c'est plutôt l'accumulation de bonnes nouvelles, tant sur le plan financier que sur le plan économique, qui pourrait justifier ce changement de pied.

Sur le plan financier tout d'abord, on a enregistré une hausse spectaculaire des indices boursiers depuis le printemps. Par rapport à leurs points bas de début mars, les principaux indices actions des pays développés ont ainsi progressé de près de 50 % en moyenne. Dans le même temps, on a observé un repli de la volatilité vers les niveaux qui prévalaient avant la faillite de Lehman Brothers, ce qui a permis une amélioration significative sur plusieurs segments des marchés financiers (en particulier celui des CDS – contrats sur les risques de défaut, souverains ou entreprises –). Du côté des taux d'intérêt, la stabilité des taux longs à un faible niveau (aux environs de 3,50 %, tant pour les taux 10 ans américains qu'européens) et la poursuite de la baisse des taux interbancaires dans un contexte de liquidité abondante (avec, comme conséquence, une réduction significative de la prime de liquidité) apparaissent, bien entendu, comme des éléments très favorables.

Sur le plan économique ensuite, la situation s'est très nettement améliorée en France et en Allemagne au cours des derniers mois : hausse du PIB au deuxième trimestre (+ 0,3 % dans les deux cas) après un an de baisse ininterrompue ; progression en juin de la production manufacturière pour le deuxième mois consécutif (respectivement + 2,8 % en France et + 5,2 % en Allemagne sur les deux derniers mois) ; forte hausse des indices PMI du climat des affaires dans l'industrie et les services leur permettant de retrouver leurs niveaux de l'an dernier à la même époque ; ralentissement de la hausse du chômage au cours de l'été ; arrêt de la chute des exportations...

Ces dernières nouvelles alimentent le regain d'optimisme. Même si personne ne croit sérieusement à un retour à la croissance forte (supérieure à 2 % en Europe et à 3 % aux Etats-Unis) en 2010<sup>1</sup>, beaucoup parlent désormais d'une sortie prochaine de la crise, certains se risquant même à prédire un « scénario en V ». Une analyse rigoureuse des motifs de ce rebond nous conforte toutefois dans l'idée que, si le redressement économique devrait se poursuivre au cours du second semestre 2009 (comme nous l'annonçons depuis déjà plusieurs mois<sup>2</sup>), le début 2010 devrait être difficile.

D'une part, la vague désinflationniste (les prix à la consommation ont reculé de 0,7 % sur un an en Europe en juillet) soutient le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte de rigidité des salaires et d'efficacité des mécanismes d'accompagnement de la chute d'activité (*Kurzarbeit* en Allemagne par exemple) et explique la bonne résistance de la consommation. Toutefois, la remontée du prix des matières premières qu'on observe depuis plusieurs semaines<sup>3</sup> implique mécaniquement une remontée de l'inflation dès la fin de l'année 2009. Conjuguée à la poursuite de la dégradation des marchés de l'emploi et au comportement de précaution des ménages, cette remontée n'annonce rien de bon pour la consommation l'an prochain. D'autre part, si les plans de relance devraient porter pleinement leurs fruits au second semestre<sup>4</sup>, leurs effets devraient s'essouffler en début d'année 2010 (fin des primes à la casse, arrêt des mesures fiscales ponctuelles...). Au total, la reprise actuellement observée nous semble surtout « technique », s'appuyant plus sur des mécanismes de correction des reculs historiques passés et sur les impulsions des politiques économiques mises en place que sur un redémarrage auto-entretenu du secteur privé. En conséquence, le retour des frimas hivernaux devrait atténuer fortement l'optimisme des dernières semaines...

Alexandre Bourgeois

<sup>1</sup> Selon *Consensus Forecasts*, le consensus des économistes privés internationaux prévoit une hausse du PIB américain de 2,3 % en moyenne en 2010 (- 2,6 % en 2009) et une hausse du PIB de la zone euro de 0,6 % (- 4,3 % en 2009).

<sup>2</sup> Cf. Bourgeois A. (2009), « Edito : Croissance en zone euro : a-t-on touché le point bas ? », *Eco Hebdo* n°20, 15 mai.

<sup>3</sup> Sur la baisse de 38 % de l'indice CRB du prix des matières premières enregistrée entre le début de l'été 2008 et la fin 2008, presque la moitié a, depuis, été récupérée. Le prix du baril de Brent a, par exemple, plus que doublé par rapport à son point bas de la fin d'année dernière.

<sup>4</sup> Cf. Bourgeois A. (2009), « Edito : Mais où sont donc passés les plans de relance ? », *Eco Hebdo* n°22, 29 mai.

## CE QUE LE SERVICE DE LA RECHERCHE A PUBLIE CETTE SEMAINE

| PUBLICATIONS DE LA SEMAINE |  | DATE DE SORTIE |
|----------------------------|--|----------------|
| <b>Flash Economie</b>      |  |                |
| ➔ N° 2009-365              | D'où viendront les cycles dans le futur ?  | 25 août        |
| ➔ N° 2009-366              | S'il y a "déglobalisation", le salarié va devoir redevenir un consommateur   |                |
| ➔ N° 2009-367              | Qualité divergente des dettes publiques et des dettes privées : une réaction différente des investisseurs domestiques et des non résidents (des Banques Centrales) ? |                |
| ➔ N° 2009-368              | France / Allemagne : les cycles immobiliers sont-ils toujours décalés ?  |                |
| ➔ N° 2009-369              | Coopération Chine-Etats-Unis : simple propagande ou intérêt conjoint ?   |                |
| ➔ N° 2009-370              | A qui profitent les dévaluations ?   | 26 août        |
| ➔ N° 2009-371              | L'incapacité à contrôler la liquidité mondiale rend inefficaces tous les efforts de réglementation financière  |                |
| ➔ N° 2009-372              | Pourquoi la France résiste-t-elle mieux à la crise que les autres grands pays européens?   |                |
| ➔ N° 2009-373              | Lorsque les économies sont affectées par un choc massif négatif de demande, le rééquilibrage passe par une baisse des prix. Quelles conséquences ?                   | 27 août        |
| ➔ N° 2009-374              | Consommation ou profits ?  |                |
| ➔ N° 2009-376              | Disparition du « capitalisme financier » après la crise ?  | 28 août        |
| <b>Flash Marchés</b>       |  |                |
| ➔ N° 2009-375              | Le dollar faible quand l'économie mondiale va mieux : sera-ce encore le cas cette fois-ci ?  | 28 août        |
| <b>Special report</b>      |  |                |
| ➔ N° 2009-234              | Qu'aurait été, dans le passé, la croissance dans les phases de reprise économique s'il n'y avait pas eu de hausse du taux d'endettement du secteur privé ?           | 24 août        |
| ➔ N° 2009-238              | Comment investir en présence de bulles sur les prix d'actifs ? (de marchés financiers guidés par la liquidité)   | 28 août        |
| ➔ N° 2009-239              | Le problème n'est pas le trading mais la distribution d'actifs financiers trop complexes   |                |
| ➔ N° 2009-240              | Rien ne va être favorable au consommateur en 2010  |                |

Vous pouvez retrouver ces publications sur le site : <http://cib.natixis.com/activities/research/economic/publications.aspx>  
 Pour vous abonner au site, vous pouvez nous contacter à l'adresse suivante : [recherche-eco@natixis.fr](mailto:recherche-eco@natixis.fr)

## LA METEO ECONOMIQUE DE LA SEMAINE ECOULEE

| Pays               | Date de sortie                    | Indicateur   | Période concernée |               | Chiffres observés | Précédent      |
|--------------------|-----------------------------------|--|-------------------|---------------|-------------------|----------------|
| <b>Etats-Unis</b>  | 25-août                           | S&P Case Shiller composite 20                                    | Juin              | m/m / ga      | 1,4% / -15,4%     | 0,5% / -17,0%  |
|                    |                                   | S&P Case Shiller composite 20                                    | T2 09             | t/t / ga      | 2,9% / -14,9%     | -7,4% / -19,1% |
|                    |                                   | Confiance des ménages selon l'enquête du <i>Conference Board</i> | Août              |               | 54,1              | 47,4           |
|                    | 26-août                           | Commandes de biens durables                                      | Juillet           | m/m / ga      | 4,9% / -22,8%     | -1,3% / -25,9% |
|                    |                                   | Ventes de logement neufs   | Juillet           | M, annualisé  | 433               | 395            |
|                    | 27-août                           | PIB - annualisé  | T2 09             | t/t           | -1,0%             | -6,4%          |
|                    |                                   | Déflateur du PIB - annualisé                                     |                   | t/t           | 0,0%              | 1,9%           |
|                    | 28-août                           | Revenu des ménages   | Juillet           | m/m / ga      | 0,0% / -2,4%      | -1,1% / -3,2%  |
|                    |                                   | Consommation des ménages   |                   | m/m / ga      | 0,3% / -1,6%      | 0,6% / -1,9%   |
|                    |                                   | Déflateur de la consommation                                     |                   | m/m / ga      | 0,0% / -0,9%      | 0,5% / -0,4%   |
| Core PCE déflateur |                                   |  | m/m / ga          | 0,1% / 1,4%   | 0,2% / 1,5%       |                |
| <b>Japon</b>       | 28-août                           | Taux de chômage  | Juillet           |               | 5,7%              | 5,4%           |
|                    |                                   | Ratio (Offre/Demande) d'emploi                                   |                   |               | 0,42              | 0,43           |
|                    |                                   | Dépenses réelles des ménages                                     | Juillet           | m/m / ga      | 2,9% / -2,2%      | -2,7% / 0,1%   |
|                    |                                   | IPC Tokyo core   | Août              | m/m / ga      | -0,2% / -2,2%     | -0,2% / -2,1%  |
|                    |                                   | IPC National core  | Juillet           | m/m / ga      | -0,2% / -2,5%     | -0,1% / -1,9%  |
| <b>Zone euro</b>   | 27-août                           | Masse monétaire M3   | Juillet           | m/m / ga      | 0,2% / 3,0%       | 0,2% / 3,6%    |
|                    |                                   | M3 - Moyenne mobile 3 mois                                       |                   | m/m / ga      | 0,0% / 3,4%       | 0,2% / 4,1%    |
|                    |                                   | Crédits au secteur privé   |                   | m/m / ga      | -0,4% / 0,6%      | 0,2% / 1,5%    |
| <b>Allemagne</b>   | 25-août                           | PIB  | T2 09             | t/t / ga      | 0,3% / -5,9%      | -3,5% / -6,7%  |
|                    | 26-août                           | IFO - climat des affaires  | Août              |               | 90,5              | 87,4           |
|                    |                                   | IFO - situation courante   |                   |               | 86,1              | 84,4           |
|                    |                                   | IFO - perspectives   |                   |               | 95,0              | 90,4           |
|                    |                                   | Prix d'import  | Juillet           | m/m / ga      | -0,9% / -12,6%    | 0,4% / -11,3%  |
|                    | 27-août                           | IPC, prévisionnel  | Août              | m/m / ga      | 0,2% / 0,0%       | 0,0% / -0,5%   |
|                    |                                   | IPCH   |                   | m/m / ga      | 0,4% / 0,0%       | -0,1% / -0,7%  |
|                    | GFK - confiance des consommateurs | Septembre  |                   | 3,7           | 3,4               |                |
| <b>Italie</b>      | 27-août                           | Confiance des ménages  | Août              |               | 111,8             | 107,5          |
| <b>Espagne</b>     | 27-août                           | PIB  | T2 09             | t/t / ga      | -1,1% / -4,2%     | -1,6% / -3,2%  |
|                    | 28-août                           | Ventes au détail réelles   | Juillet           | m/m / ga,ncvs | 10,3% / -4,6%     | 3,0% / -2,6%   |
|                    |                                   | Ventes au détail réelles corrigées                               |                   | m/m / ga, cvs | 9,4% / -4,9%      | 0,0% / -4,0%   |
|                    | IPCH                              | Août   | m/m / ga          | 0,4% / -0,8%  | -0,8% / -1,4%     |                |

### Légende :

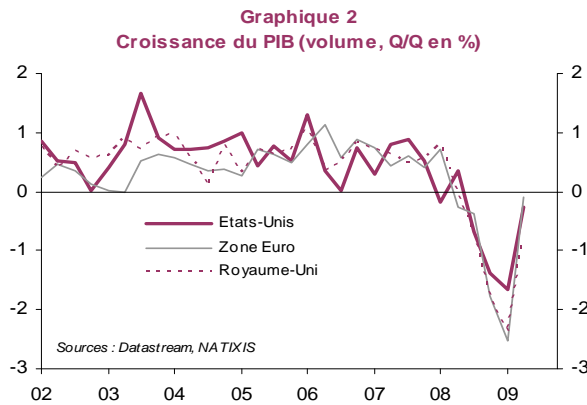
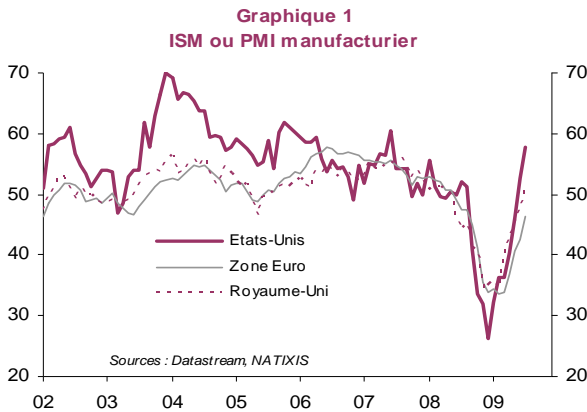
: Très bonne semaine  
 : Bonne semaine  
 : Semaine passable  
 : Semaine difficile  
 : Très mauvaise semaine

## QUE S'EST-IL PASSE CETTE SEMAINE ?

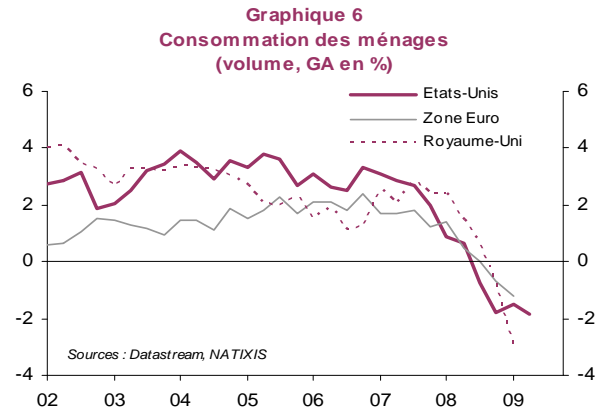
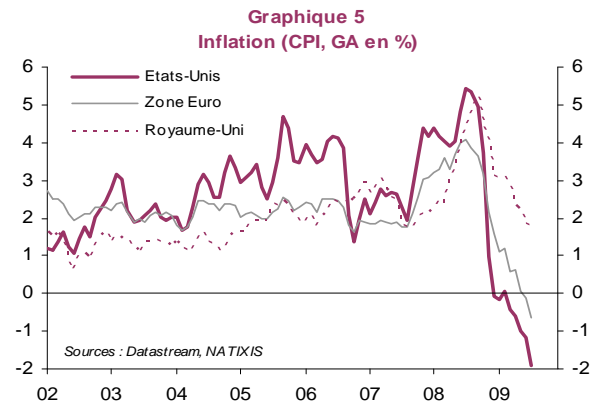
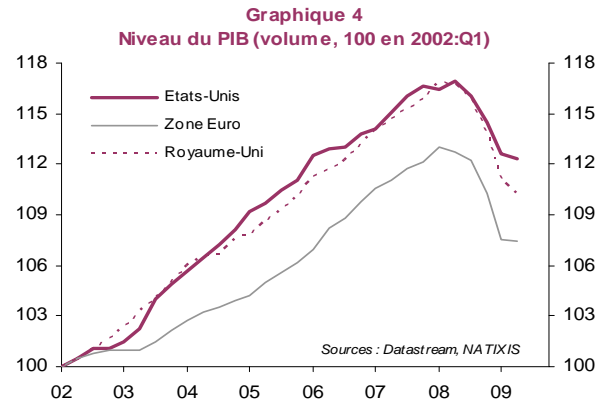
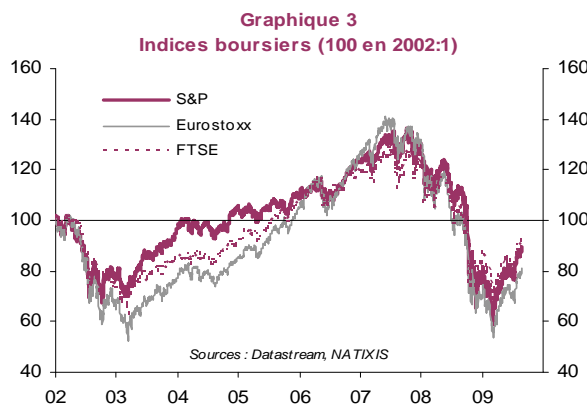
### LES GOUVERNEMENTS ET LES MARCHES FINANCIERS TRAHIS PAR LE CONSOMMATEUR.

#### LA STABILISATION DES ECONOMIES A LA MI-2009 FAIT REVENIR UN OPTIMISME GENERALISE

L'évolution des indicateurs conjoncturels (graphique 1) et les chiffres de croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre 2009 (graphique 2) ont fait apparaître des commentaires optimistes des gouvernements, des media...



Les marchés financiers réagissent avec "enthousiasme" à ces statistiques (graphique 3). Il est certain qu'il y a stabilisation du niveau d'activité (graphique 4), avec la baisse des prix (graphique 5), qui soutient la consommation (graphique 6), la stabilisation des exportations, les déficits publics.



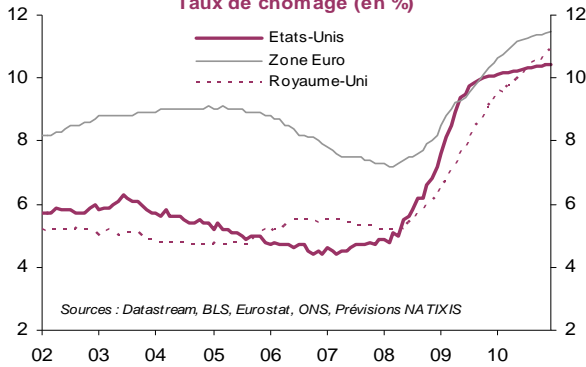
Nous voulons cependant rappeler que le risque majeur pour l'activité future vient du recul de la consommation.

#### POURQUOI IL EXISTE UN RISQUE MAJEUR DE RECU DE LA CONSOMMATION AUX ETATS-UNIS ET EN EUROPE

##### Argument # 1 : pertes d'emplois

Les taux de chômage ont déjà beaucoup augmenté (graphique 7), mais compte tenu du déficit de productivité du travail, particulièrement en Europe, les pertes d'emplois devraient se poursuivre.

**Graphique 7**  
Taux de chômage (en %)

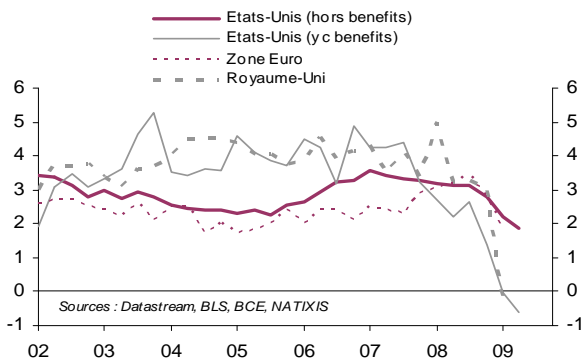


Regardant le niveau de la productivité du travail par rapport à sa tendance, on peut juger que **l'excès d'emploi** est de l'ordre de 2 % aux Etats-Unis, 6 % au Royaume-Uni et 5 % dans la zone euro.

**Argument # 2 : freinage des salaires nominaux**

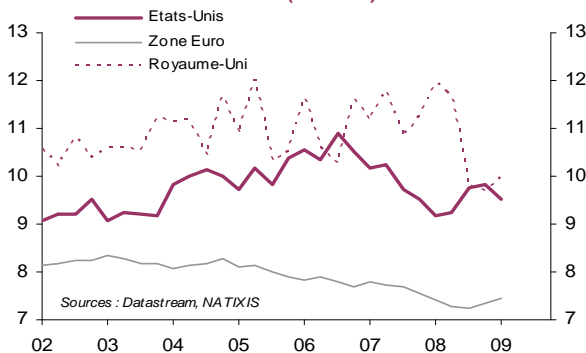
La hausse du chômage, qui devrait se poursuivre avec les pertes d'emplois à venir (graphique 7 plus haut) conduit à un freinage des salaires nominaux (graphique 8).

**Graphique 8**  
 Salaire nominal par tête (GA en %)



Il est probable que le freinage ou même le recul des salaires nominaux va se poursuivre avec la hausse du chômage et le besoin pour les entreprises de rétablir leur rentabilité (graphique 9) par rapport à celle du début de la crise.

**Graphique 9**  
 Profits (en %PIB)

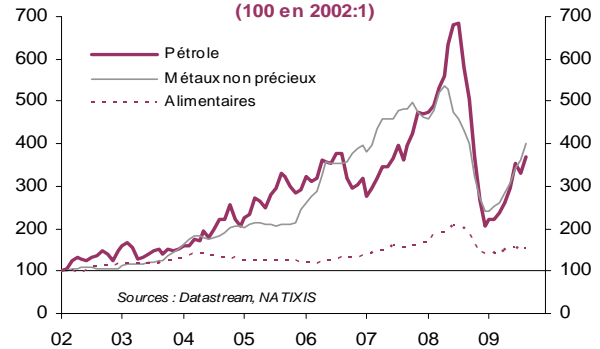


**Argument # 3 : remontée de l'inflation**

La consommation a été soutenue en particulier par le recul de l'inflation. Une partie du recul de l'inflation vient de **la baisse des prix des matières premières; une partie vient de la chute de la demande** qui entraîne la baisse des prix. **Ce facteur de soutien de la consommation pourrait disparaître pour deux raisons :**

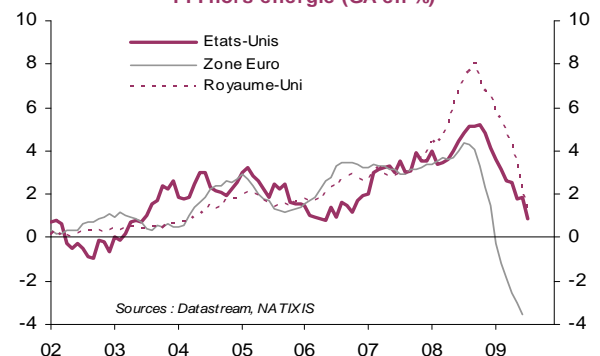
- la remontée des prix des matières premières (graphique 10) due essentiellement aujourd'hui aux positions spéculatives, puisque la demande de matières premières est encore faible ;

**Graphique 10**  
 Prix spot des matières premières en dollars (100 en 2002:1)



- **la nécessité pour les entreprises de redresser leur rentabilité**, ce qui passe soit par **des baisses de salaires** (voir plus haut), soit par des hausses de **prix de production**, qu'on est cependant loin d'observer aujourd'hui (graphique 11). Avec la dépression de la demande, **l'ajustement par les salaires est beaucoup plus probable.**

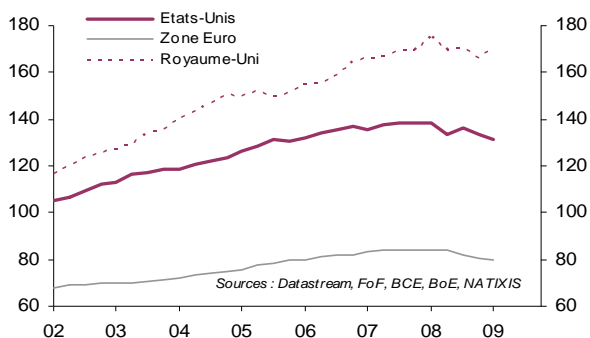
**Graphique 11**  
 PPI hors énergie (GA en %)



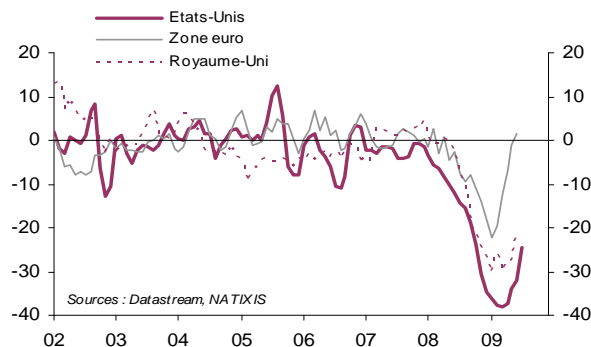
**Argument # 4 : poursuite du désendettement**

La crise est essentiellement liée à l'excès d'endettement des ménages (graphique 12 a), d'où la forte hausse des défauts et la correction de l'endettement (graphique 12 b), qui sera probablement un processus durable.

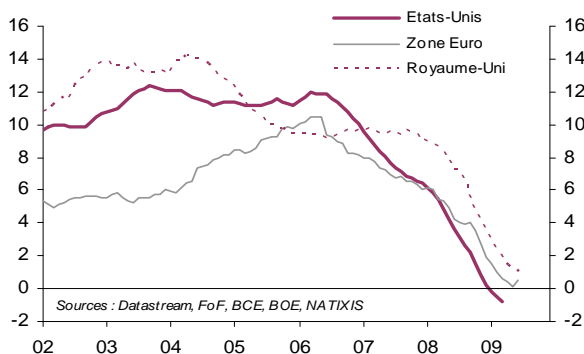
**Graphique 12 a**  
**Dettes des ménages (en % du RDB)**



**Graphique 14**  
**Vente de voitures (GA en %)**

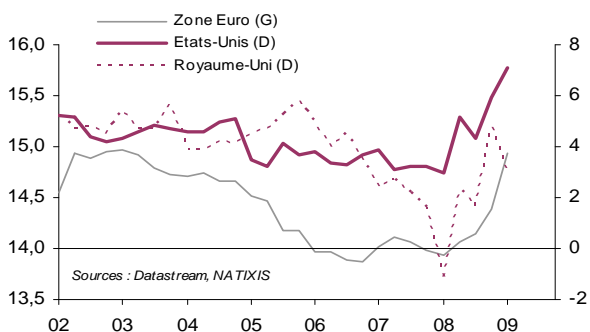


**Graphique 12 b**  
**Crédits bancaires aux ménages (GA en %)**



Si le taux d'endettement des ménages diminue, ou, de manière équivalente, si le **taux d'épargne des ménages continue à se redresser** (graphique 13), alors évidemment la consommation est affaiblie.

**Graphique 13**  
**Taux d'épargne brut des ménages (en % du RDB)**



**Argument # 5 : arrêt des mesures de soutien des achats d'automobiles**

**Les aides publiques à l'achat d'automobiles** (Etats-Unis, France, Allemagne, Espagne,...) ont permis le redressement des ventes (graphique 14) et, à un moindre degré avec les délocalisations, de la production de voitures.

**Ces aides sont une des explications essentielles du redressement de l'activité réelle au 1<sup>er</sup> semestre 2009.**

Si on inclut les industries liées, l'automobile pesait avant la crise 3 % du PIB dans la zone euro et 6 % aux Etats-Unis. Il est clair **que même si ces aides à l'achat d'automobiles sont prolongées ou réduites progressivement, elles ne peuvent qu'accroître transitoirement la production d'automobiles puis conduire au recul de cette production.**

**CONCLUSION : ATTENTION AU CONSOMMATEUR**

Il y a évidemment **reprise d'une croissance positive à l'été 2009** aux Etats-Unis et en Europe avec la baisse des prix, les déficits publics, la reprise en Asie.

**Mais il ne faut pas devenir trop optimistes en raison du risque de chute de la consommation avec, en particulier :**

- les pertes d'emplois
- la baisse des salaires
- la remontée de l'inflation
- la poursuite du désendettement des ménages
- l'arrêt des mesures d'aides publiques à l'achat de voitures.

La confiance des consommateurs pourtant s'améliore, mais sans doute au vu des évolutions de court terme (soutien du pouvoir d'achat par la désinflation).

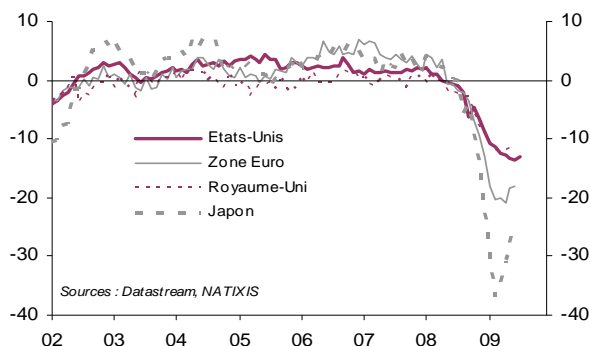
Patrick Artus

## LES MARCHES FINANCIERS CONFONDENT TOUJOURS UNE LEGERE REPRISE DE LA CROISSANCE ET LA CORRECTION DE LA PERTE DE NIVEAU D'ACTIVITE.

### RETOUR A UNE CROISSANCE LEGEREMENT POSITIVE

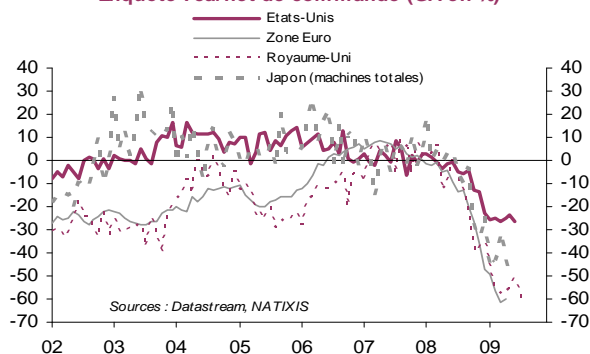
Tous les indicateurs montrent que **la croissance va redevenir légèrement positive** dans les pays de l'OCDE : hausse des perspectives d'activité, redressement de la production industrielle (graphique 1), stabilisation des exportations, amélioration des ventes au détail, stabilisation de la construction résidentielle, réduction des pertes d'emplois aux Etats-Unis.

Graphique 1  
Production manufacturière (GA en %)



Certains indicateurs restent cependant défavorables comme les carnets de commande (graphique 2), mais on a bien vu au second semestre une croissance très légèrement négative, seulement aux Etats-Unis et dans la zone euro.

Graphique 2  
Enquête : carnet de commande (GA en %)

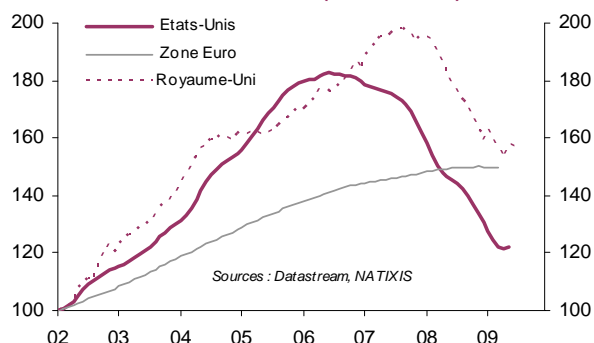


### CETTE EVOLUTION EST PARFAITEMENT NORMALE A CE STADE DU CYCLE

Il ne faut pas oublier que, dans une récession, à un certain stade :

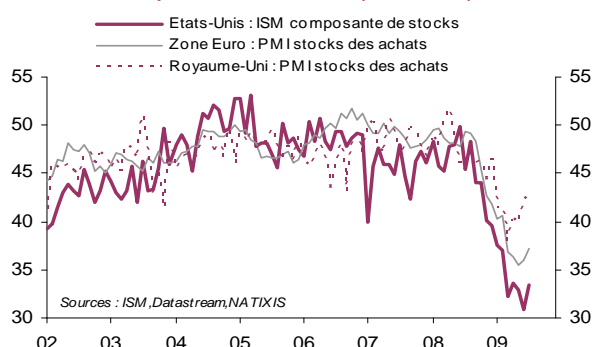
➤ **la baisse des prix de l'immobilier** (graphique 3) **relance les achats de logements**, d'autant plus que les taux d'intérêt des crédits hypothécaires sont très bas ;

Graphique 3  
Prix des maisons (100 en 2002:1)



➤ **le déstockage se ralentit**, ce qui amène une contribution positive des stocks à la croissance (graphique 4) ;

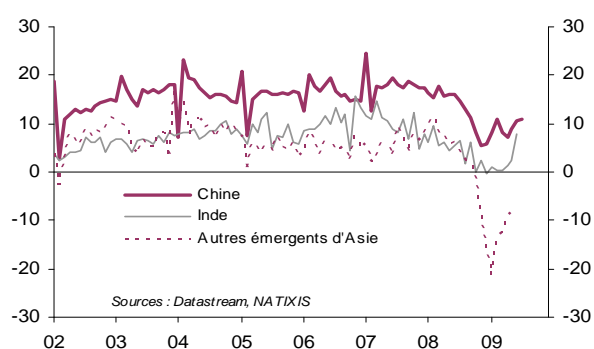
Graphique 4  
Enquête sur les stocks (ISM et PMI)



➤ **les déficits publics soutiennent la demande.** Dans ce cycle, les aides publiques à l'achat d'autres mobiles jouent un rôle important, mais transitoire, dans le redressement de l'activité industrielle (Etats-Unis, France, Allemagne, Espagne).

De plus, dans **les pays émergents d'Asie**, pas nettement dans les autres pays émergents, la reprise de l'activité est plus rapide (graphique 5), en particulier parce que, avec les taux d'endettement faibles, la politique monétaire est efficace.

Graphique 5  
Production manufacturière (GA en %)



Il ne faut donc pas s'étonner du retour à une croissance positive dans les pays de l'OCDE.

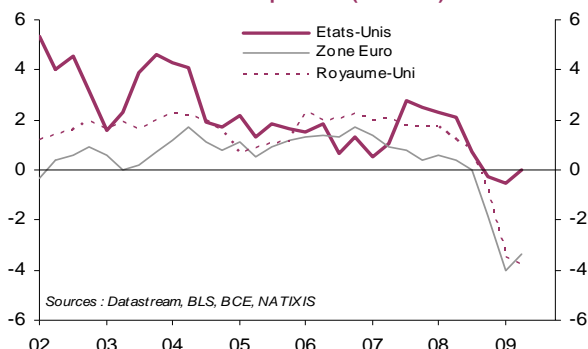
**MAIS L'OUTPUT GAP CONTINUE A S'OUVRIR**

L'output gap est l'écart entre la production (le PIB) potentielle et la production (le PIB) effective. **Tant que la croissance observée est inférieure à la croissance potentielle (de long terme) l'output gap s'élargit, c'est-à-dire que le déficit de niveau de production s'accroît.**

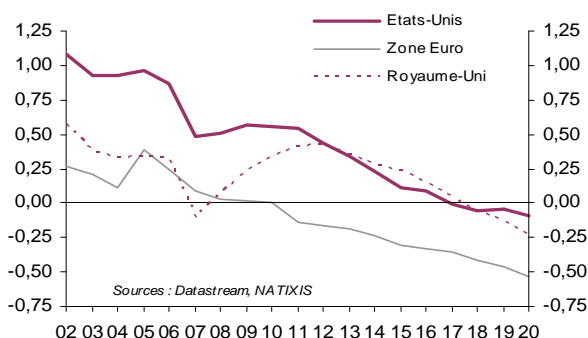
Compte tenu des gains tendanciels de productivité (graphique 6) et de la croissance de la population en âge de travailler (graphique 7), on peut estimer la croissance potentielle à :

- 2,25 % aux Etats-Unis
- 1,75 % au Royaume-Uni
- 1,25 % dans la zone euro

**Graphique 6**  
Productivité par tête (GA en %)

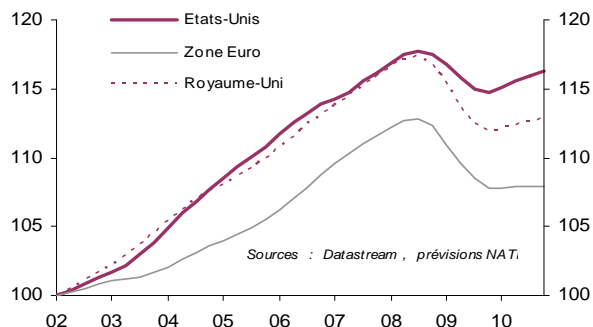


**Graphique 7**  
Population de 20 à 60 ans (en % par an)



**Tant que la croissance effective est inférieure à ce niveau, l'output gap (le déficit de niveau de production) s'accroît. Il y a donc augmentation du déficit de PIB même si la croissance redevient positive. Nous pensons que c'est ce qui va se produire en 2010 et même au-delà (graphique 8).**

**Graphique 8**  
Niveau du PIB (volume, 100 en 2002:1)



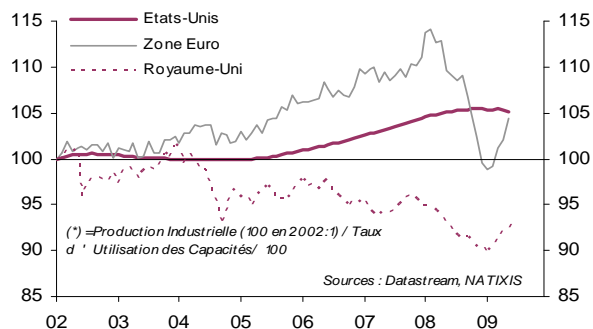
Les autres prévisions disponibles (tableau 1) montrent toutes une croissance inférieure à la croissance potentielle en 2010.

**POURQUOI S'ATTENDRE A UNE CROISSANCE AU MIEUX EGALE A LA CROISSANCE POTENTIELLE AU SECOND SEMESTRE 2009 ET EN 2010 ?**

Nous pensons que la croissance va rester dans les pays de l'OCDE inférieure et au mieux égale à la croissance potentielle pour plusieurs raisons :

- **poursuite du désendettement** des agents économiques privés qui affaiblit la demande et se transmet aux autres pays par le commerce extérieur (graphique 4 plus haut) ;
- **pertes d'emplois et freinage des salaires**, avec la hausse du chômage et la correction par les entreprises (surtout en Europe) de la perte de productivité qui est nécessaire pour rétablir leur rentabilité ;
- **accélération des délocalisations**, avec la croissance plus rapide dans les pays émergents, la recherche par les entreprises de coûts de production plus faibles. Ceci se voit à la perte de production, d'emplois, de capacités industrielles (graphique 9).

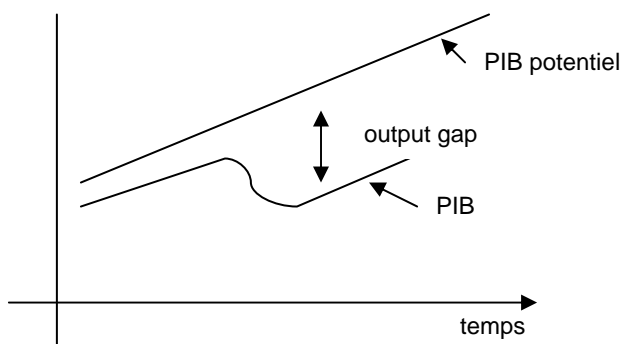
**Graphique 9**  
Capacité de production manufacturière\* (100 en 2002)



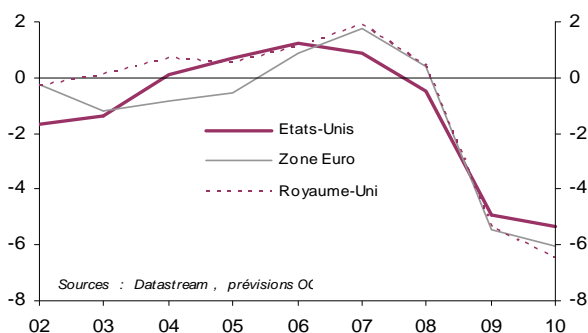
**La thèse d'une croissance faible, au mieux égale à la croissance potentielle en 2010, et même au-delà, nous paraît donc convaincante. Ceci veut dire que le déficit de production (l'output gap) va continuer à**

s'ouvrir malgré le retour à une croissance positive (schéma 1, graphique 10).

Schéma 1  
Profil du niveau d'activité



Graphique 10  
Output gap de production (en %)



**C'EST LE NIVEAU DE PIB QUI COMPTE, PAS LA CROISSANCE DU PIB**

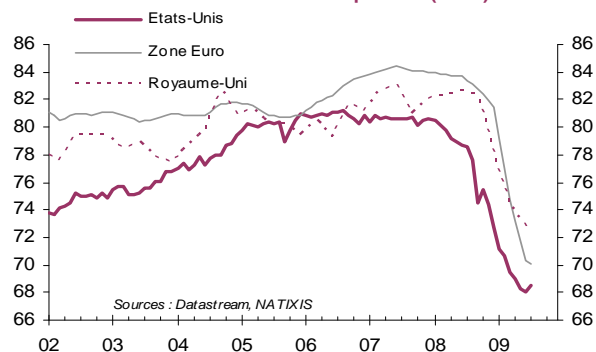
Dire qu'on sort de récession quand la croissance redevient légèrement positive n'a donc pas de sens, puisque le déficit de croissance persiste. Or, **c'est bien le niveau du PIB qui détermine :**

- le niveau de l'emploi et du chômage,
- le déficit public,
- l'inflation (domestique et normalement liée aux prix des matières premières,
- le montant des revenus à partager entre salaires, profits...

Tant que le niveau de PIB reste déprimé, les effets de la crise seront toujours présents.

En particulier, c'est bien l'output gap donc le niveau de PIB qui détermine la politique monétaire, les taux d'intérêt des Banques Centrales dépendant de l'inflation, des taux d'utilisation des capacités (graphique 13), c'est-à-dire de l'output gap, ou du taux de chômage.

Graphique 11  
Taux d'utilisation des capacités (en %)



Tant que l'output gap reste aussi important, il n'est pas possible que les politiques monétaires deviennent plus restrictives.

Le scénario le pire serait d'ailleurs celui où l'output gap se réduirait non par la hausse de la production mais par la baisse de la production potentielle. La baisse de la production potentielle vient des pertes de capacité de production dues aux faillites d'entreprises, aux délocalisations, au moindre investissement.

Si c'est ce scénario de baisse du PIB potentiel qui se produit, il y aurait tension accrue sur les capacités de production et maintien d'un chômage élevé.

Au total, on voit que les marchés financiers, au lieu de devenir euphoriques avec la perspective de retour à une croissance positive devraient s'inquiéter de la perspective de maintien du déficit de niveau de production.

Tableau 1  
Prévisions de croissance du PIB (volume, en %)

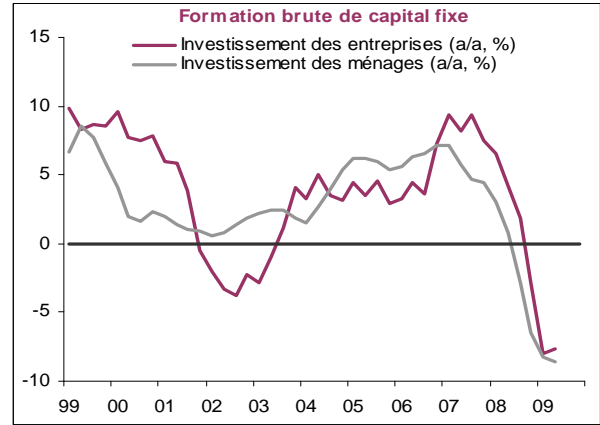
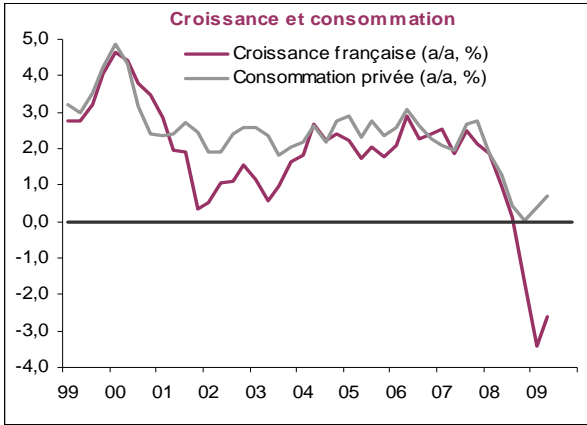
|             | Prévisions de Natixis |      |      | FMI  |      |      | OCDE |      |      | Consensus Forecast |      |      |
|-------------|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------------|------|------|
|             | 2008                  | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 | 2008               | 2009 | 2010 |
| Etats-Unis  | 1,1                   | -2,3 | 1,3  | 1,1  | -2,6 | 0,8  | 1,1  | -2,8 | 0,9  | 1,1                | -2,6 | 2,3  |
| Zone euro   | 0,6                   | -4,2 | -0,1 | 0,8  | -4,8 | -0,3 | 0,7  | -4,8 | 0,0  | 0,6                | -4,3 | 0,6  |
| Royaume-Uni | 0,7                   | -4,2 | 0,8  | 0,7  | -4,2 | 0,2  | 0,7  | -4,3 | 0,0  | 0,7                | -4,3 | 0,9  |

Sources : Datastream, OCDE (Juin 09), FMI (Juillet 09), Consensus Forecast, NATIXIS

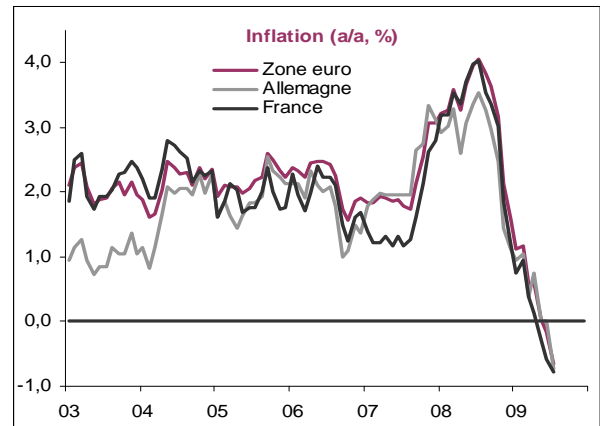
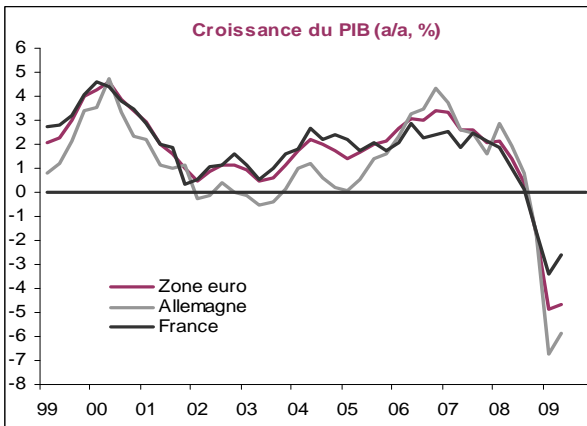
Patrick Artus

## IMAGES DES ECONOMIES EN MOUVEMENT

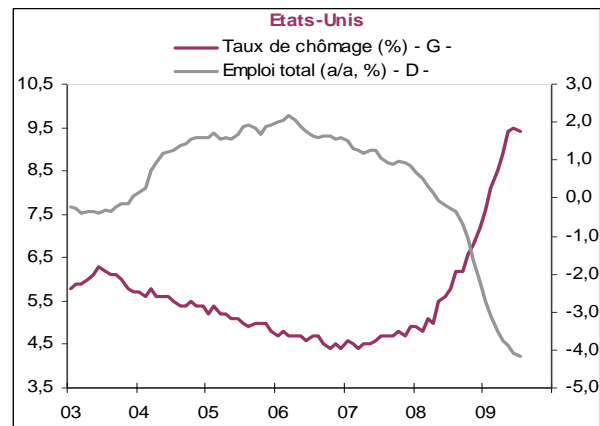
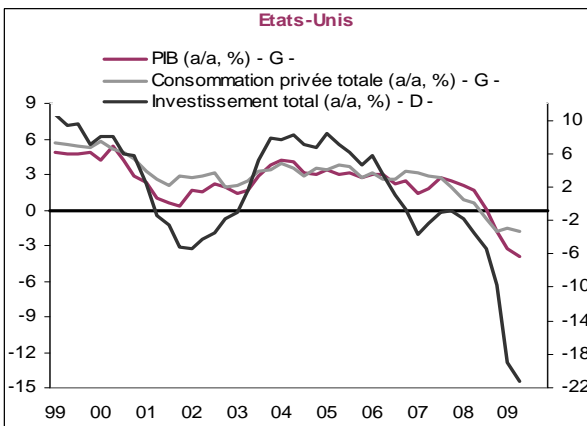
### FRANCE



### ZONE EURO



### MONDE



Sources : Eurostat, INSEE, BEA, BLS, Datastream, Natixis

## NOS PREVISIONS POUR LES PRINCIPALES STATISTIQUES DE LA SEMAINE PROCHAINE

| Date de sortie | Heure de sortie | Pays                     | Indicateur   | Période concernée | Unité         | Précédent     | Prévision Consensus | Prévision Natixis |
|----------------|-----------------|--------------------------|--|-------------------|---------------|---------------|---------------------|-------------------|
| <b>31-août</b> | 01:50           | Japon                    | Production industrielle  | Juillet           | m/m / ga      | 2,4% / -24,4% | 1,2% / -23,4%       | 2,0% / -23,0%     |
|                | 03:30           |                          | Salaires mensuel moyen nominal (entreprises de plus de 5 employés) | Juillet           | ga            | -7,9%         | --                  | -4,0%             |
| 10:00          | 11:00           | Italie                   | Ventes au détail   | Juin              | m/m           | 0,0%          | 0,2%                | 0,1%              |
|                |                 |                          | IPC  | Août              | m/m / ga      | 0,0% / 0,0%   | 0,2% / 0,1%         | 0,2% / 0,1%       |
|                |                 |                          | IPCH   | Août              | m/m / ga      | -1,2% / -0,1% | -0,1% / -0,2%       | -0,1% / -0,2%     |
| 11:00          | Zone euro       | IPCH - estimation rapide | Août   | m/m / ga          | -0,6% / -0,7% | -0,4% / --    | 0,2% / -0,4%        |                   |
| <b>01-sept</b> | 09:15           | Espagne                  | PMI manufacturier  | Août              |               | 47,3          | --                  | 49,5              |
|                | 09:30           | Italie                   | Confiance dans l'industrie   | Août              |               | 71,7          | 73,0                | 72,2              |
| 09:45          | 09:50           | France                   | PMI manufacturier  | Août              |               | 45,4          | 46,5                | 45,9              |
|                |                 |                          | PMI manufacturier  | Août              |               | 48,1          | 50,2                | 50,2              |
| 09:55          |                 | Allemagne                | Taux de chômage  | Août              |               | 8,3%          | 8,4%                | 8,4%              |
|                |                 |                          | Variation du nombre de chômeurs                                    |                   | m/m, '000     | -6,0K         | 30K                 | 45K               |
| 10:00          | 10:30           | Zone euro                | Chômeurs enregistrés, cvs  |                   | millier       | 3480          | --                  | 3525              |
|                |                 |                          | PMI manufacturier  | Août              |               | 45,7          | 49,0                | 49,0              |
| 10:00          | 10:30           | Royaume-Uni              | PMI manufacturier  | Août              |               | 46,3          | 47,9                | 47,9              |
|                |                 |                          | PMI manufacturier  | Août              |               | 50,8          | 51,3                | 51,5              |
| 11:00          | 16:00           | Zone euro                | Nombre de prêts immobiliers accordés                               | Juillet           | '000          | 47,6K         | 50,0K               | 49,5K             |
|                |                 |                          | Taux de chômage  | Juillet           |               | 9,4%          | 9,5%                | 9,5%              |
| <b>02-sept</b> | 09:00           | Espagne                  | ISM manufacturier  | Août              |               | 48,9          | 50,1                | 50,0              |
|                | 09:30           | Royaume-Uni              | Variation du nombre de chômeurs                                    | Août              | m/m, '000     | -20,8         | 35,0                | 31,0              |
| 10:30          | 11:00           | Zone euro                | PMI Construction   | Août              |               | 47,0          | 47,8                | 47,5              |
|                |                 |                          | PIB  | T2 09             | t/t / ga      | -2,5% / -4,9% | -0,1% / -4,7%       | -0,1% / -4,6%     |
| 14:15          | 08:45           | Etats-Unis               | Consommation privée  |                   | t/t           | -0,5%         | --                  | 0,2%              |
|                |                 |                          | Consommation publique  |                   | t/t           | 0,2%          | --                  | 0,3%              |
| <b>03-sept</b> | 08:45           | France                   | Investissement   |                   | t/t           | -4,1%         | --                  | -1,8%             |
|                |                 |                          | Emploi ADP   | Août              |               | -371K         | -250K               | -190K             |
| 09:15          | 09:30           | Suède                    | Taux de chômage en métropole                                       | T2 09             |               | 8,7%          | --                  | 9,0%              |
|                |                 |                          | Taux de chômage (France entière + DOM TOM)                         |                   |               | 9,1%          | --                  | 9,4%              |
| 09:45          | 09:50           | France                   | PMI services   | Août              |               | 40,8          | --                  | 42,0              |
|                |                 |                          | PMI services   | Sept              |               | 0,25%         | 0,25%               | 0,25%             |
| 09:55          | 10:00           | Zone euro                | Taux d'intérêt de la Riksbank                                      | Sept              |               | 44,5          | 46,0                | 45,0              |
|                |                 |                          | PMI services   | Août              |               | 45,5          | 48,9                | 48,9              |
| 10:00          | 10:30           | Royaume-Uni              | PMI services   | Août              |               | 48,1          | 54,1                | 54,1              |
|                |                 |                          | PMI composite  | Août              |               | 45,7          | 49,5                | 49,5              |
| 13:45          | 16:00           | Zone euro                | PMI services   | Août              |               | 47,0          | 50,0                | 50,3              |
|                |                 |                          | PMI services   | Août              |               | 53,2          | 53,7                | 53,0              |
| <b>04-sept</b> | 01:50           | Japon                    | BCE : annonce des taux d'intérêt                                   | Sept              |               | 1,0%          | 1,0%                | 1,0%              |
|                |                 |                          | ISM non manufacturier  | Août              |               | 46,4          | 48,0                | 48,8              |
| 14:30          |                 | Etats-Unis               | Enquête MoF - Investissement des entreprises                       | T2 09             |               | -25,4         | --                  | -27,0             |
|                |                 |                          | Enquête MoF - Profits des entreprises                              |                   |               | -80,8         | -27,5               | -70,0             |
| 30-05-sept     |                 | Allemagne                | Taux de chômage  | Août              |               | 9,4%          | 9,5%                | 9,5%              |
|                |                 |                          | Emploi dans le secteur non agricole                                |                   | m/m / ga      | -247K         | -225K               | -175K             |
|                |                 |                          | Salaires horaires  |                   | m/m / ga      | 0,2% / 2,5%   | 0,1% / 2,3%         | 0,2% / --         |
|                |                 |                          | Ventes au détail   | Juillet           | m/m / ga      | -1,3% / -1,6% | 0,7% / --           | 1,9% / -1,6%      |

*N.B. : Nos prévisions sont établies à partir d'équations économétriques, agrémentées éventuellement d'un ajustement qualitatif, établi en fonction de certains éléments exogènes, non-pondérables statistiquement (e.g. l'impact d'une grève ou de conditions climatiques défavorables sur les statistiques de l'activité industrielle ou de l'emploi)*

## NOS PREVISIONS « ETATS-UNIS »

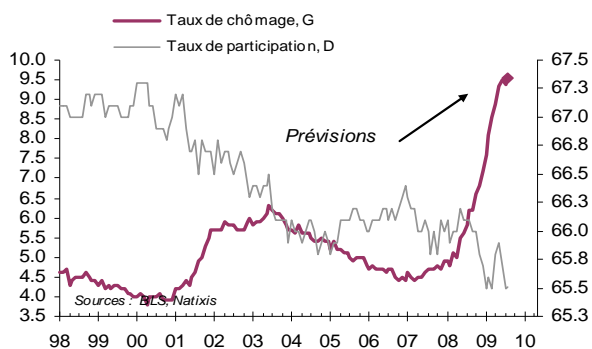
Le news flow sera dominé par le rapport sur l'emploi du mois d'août, il devrait confirmer que l'économie américaine continue de détruire des emplois mais à un rythme moins soutenu. Les enquêtes ISM devraient montrer une amélioration de l'activité à la fois dans les services (moins contraction) et dans l'industrie (stabilisation). Les Minutes du FOMC du 12 août seront également publiées.

**Etats-Unis :** le FOMC des 11-12 août a apporté très peu de changement : la Fed s'est une nouvelle fois engagée à maintenir ses taux à un niveau « exceptionnellement bas pour une période étendue » ; la fin du programme d'achat de bons du Trésor a été repoussée de fin septembre à fin octobre. Le communiqué semblait moins pessimiste : l'économie « se stabilise » (« peeling out ») au lieu de se contracter, le discours sur l'inflation restait inchangé (l'inflation sera contenue pour un certain temps). Les Minutes apporteront des informations supplémentaires sur la teneur des débats ainsi que sur le degré d'opposition au sein du FOMC.

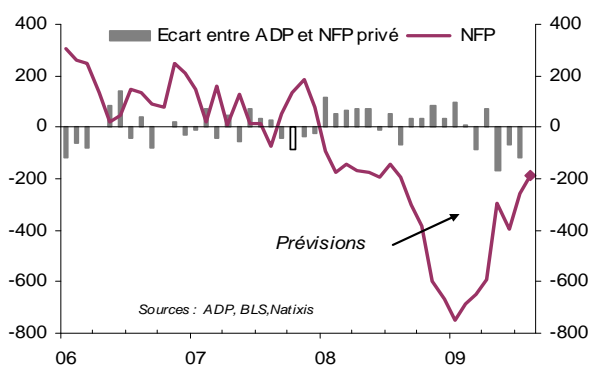
**Etats-Unis : l'emploi baisse à un rythme moins rapide.** En moyenne les nouvelles demandes d'allocation chômage ont légèrement ré-augmenté début août (+10K), ce qui n'est pas significatif car les chiffres de juillet étaient biaisés par les fermetures anticipées d'usines automobiles. La composante "jobs pentium minus hard to gent" du *Conférence Bocard* s'est améliorée, les ménages américains perçoivent un marché de l'emploi moins difficile. L'emploi NFP devrait donc baisser dans une moindre mesure en août : -175K après -274K, compatible avec -190K pour l'emploi ADP (emploi privé). Le taux de chômage qui avait reculé de 0,1 pt sous l'effet du réajustement du taux de participation à 65,5% devrait revenir à 9,5%. Le taux de salaire horaire augmentera faiblement (+0,2% M/M).

**Etats-Unis : les ISM en hausse.** Les indicateurs régionaux (qui ne composent pas l'ISM mais qui en donnent la tendance) suggèrent une nouvelle hausse : Empire, Philly Fed se sont améliorés significativement. L'indice ISM manufacturier pourrait atteindre 50, pour la première fois depuis janvier 2008. Les composantes production, nouvelles commandes et livraisons continueront d'indiquer une expansion. Les deux composantes qui tirent l'indice vers le bas (emploi et stocks) devraient s'améliorer (les stocks plus rapidement que l'emploi) mais les indices resteront sous 50. Après un léger repli en juillet, l'ISM non manufacturier composite devrait profiter d'un rebond de la composante « activité » vers 50. A 48,8, l'indice indiquera un fort ralentissement de la contraction du secteur des services. Globalement les enquêtes ISM devraient suggérer une croissance positive pour le T3.

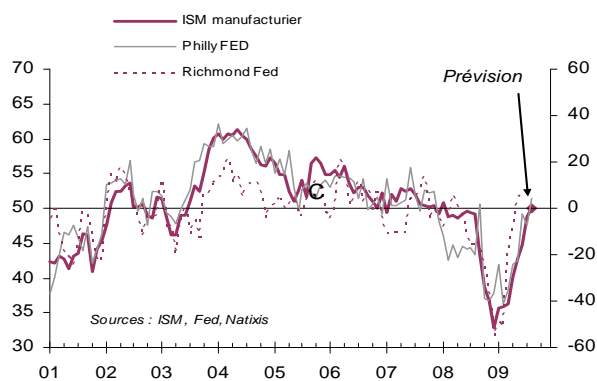
Etats-Unis: taux de chômage et taux de participation



Etats-Unis: ADP et NFP (milliers)



ISM, Philly Fed et Richmond Fed



Elsa Dargent

## NOS PREVISIONS « EUROPE »

La semaine prochaine sera marquée par la publication de la seconde estimation du PIB de la zone euro, avec le détail des composantes. Le taux de chômage devrait continuer d'augmenter en juillet. Après un point bas atteint le mois dernier, l'inflation sera moins négative en août. La BCE laissera son principal taux directeur inchangé à 1%.

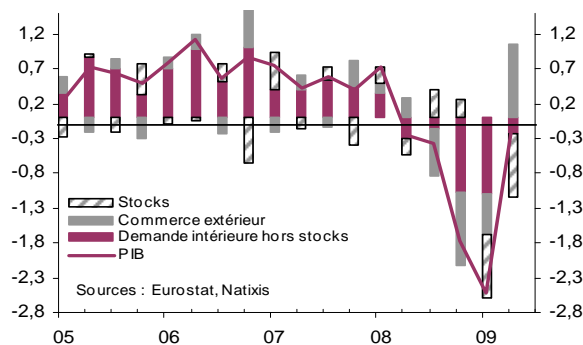
**Zone euro : Détails du PIB au T2 2009.** La croissance de la zone euro au T2 2009 devrait être confirmée à -0,1% T/T (-4,7% en GA). **Ce résultat serait dans une large mesure attribuable à l'efficacité des plans de relance qui ont soutenu la consommation des ménages (+0,2% T/T, notamment grâce aux dispositifs de prime à la casse, particulièrement efficaces en France et en Allemagne) et aux dépenses publiques (+0,3%).** Cependant, l'investissement des entreprises continue de se dégrader (-1,8% T/T) et le déstockage reste très important au T2 (avec une contribution au PIB de -0,9pt), corolaire de la très forte contribution positive du commerce extérieur ce trimestre (+1,1 pt de PIB). Celle-ci repose sur une moindre dégradation des exportations (-1,2% T/T) par rapport aux importations (-3,8% T/T).

**Zone euro : Hausse du taux de chômage en juillet. Le taux de chômage de la zone euro devrait gagner 0,1 point pour atteindre 9,5%.** Globalement le chômage devrait encore augmenter d'un point d'ici fin 2009 et d'un autre point à horizon fin 2010. En ligne avec les chiffres mensuels de la DARES, le taux de chômage en France métropolitaine devrait avoir augmenté de 0,3 point au T2 2009 pour s'établir à 9,0% (9,4% en France y compris DOM-TOM) avec environ 80k chômeurs supplémentaires. Cette hausse significative reste nettement moins importante que celle du T1 2009 (+1,1 point de taux de chômage supplémentaire). En Allemagne, après une légère baisse du nombre de chômeurs en juillet (-6,0k), les destructions d'emplois devraient à nouveau gagner du terrain en août (+45k chômeurs supplémentaires) avec un taux de chômage en hausse de 0,1 point à 8,4%. Même évolution en Espagne où le nombre de chômeurs supplémentaires devrait s'établir autour de 31k (contre -20,8k en juillet).

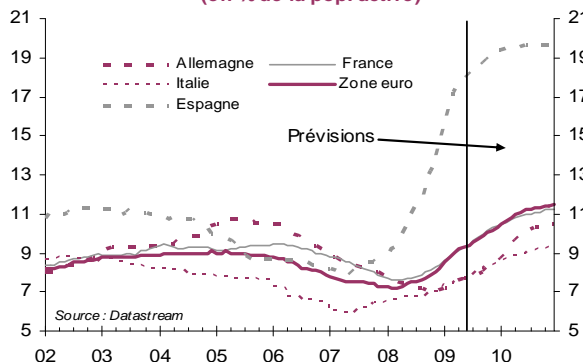
**Zone euro : estimation rapide de l'IPCH pour le mois d'août.** Les effets de base négatifs liés à l'évolution des prix du pétrole depuis un an devraient désormais limiter le recul des prix à la consommation. Après le point bas atteint en juillet (-0,7%), l'inflation est ainsi attendue à -0,4% en août et devrait rester négative jusqu'en octobre. En moyenne annuelle, elle s'affichera à 0,2% en 2009 et 0,8% en 2010.

**Zone euro : politique monétaire.** La réunion du Conseil des Gouverneurs de la BCE débouchera sur un nouveau statu quo avec un taux principal de refinancement à 1%. Les nouvelles projections du Staff donneront lieu à une révision à la hausse de la croissance pour 2009. De manière implicite toutefois, les chiffres pour 2010 pourraient remettre en cause le scénario de reprise graduelle sur lequel tablait la BCE jusqu'à présent. Toute hausse de taux d'ici fin 2010 nous paraît toujours hautement improbable.

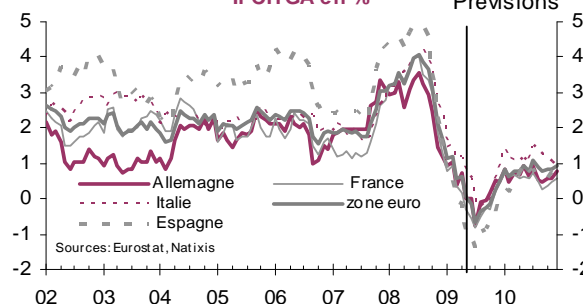
Zone euro : contributions à la croissance (pts de PIB, T/T)



Taux de chômage harmonisé (en % de la pop. active)



Inflation en zone euro IPCH GA en %



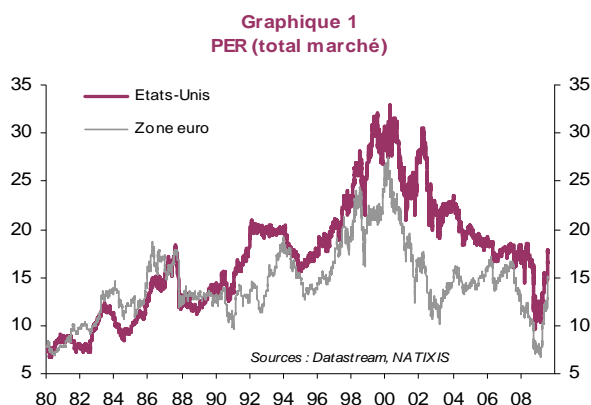
Thomas Julien

## QUID DE L'ÉVOLUTION DES MARCHES ?

### IL EST DANGEREUX AUJOURD'HUI DE JUGER DE LA SUR OU SOUS-EVALUATION DES ACTIONS A PARTIR DE COMPARAISONS HISTORIQUES DES NIVEAUX DE PER.

#### DES PER ENCORE FAIBLES AUJOURD'HUI PAR RAPPORT A LEURS NIVEAUX HISTORIQUES

Le graphique 1 montre l'évolution historique des PER sur les marchés actions aux Etats-Unis et dans la zone euro. On voit que, aujourd'hui, **même après la forte remontée récente des marchés d'actions, les PER sont encore inférieurs à leur niveau moyen de 1997-2007.**



Surtout dans un environnement où apparaissent des signes d'amélioration cyclique, ceci conduit beaucoup d'analystes à préconiser l'achat d'actions avec l'idée que **les actions sont encore sous-évaluées.**

**Mais nous pensons que cette approche est dangereuse pour 3 raisons :**

- possible ouverture des primes de risque après la crise ;
- possible hausse des taux d'intérêt réels à long terme après la crise avec la croissance mondiale faible ;
- possible hausse des taux d'intérêt réels à long terme avec la hausse des taux d'endettement publics.

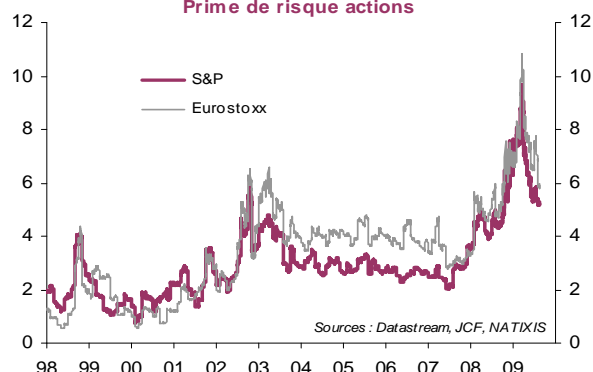
#### POSSIBLE HAUSSE DES PRIMES DE RISQUE APRES LA CRISE

La crise peut provoquer **une hausse irréversible des primes de risque** si les investisseurs deviennent plus sensibles au risque de défaut. Ceci se voit pour les spreads de crédit, et pourrait donc être aussi le cas pour les primes de risque actions (graphique 2). En effet :

$$\frac{1}{\text{PER}} = \begin{matrix} \text{taux d'intérêt nominal} & - & \text{croissance nominale} \\ \text{à long terme} & & \text{à long terme} \\ & + & \text{prime de risque} \end{matrix}$$

Une réévaluation du risque conduirait évidemment à une baisse du PER « normal ».

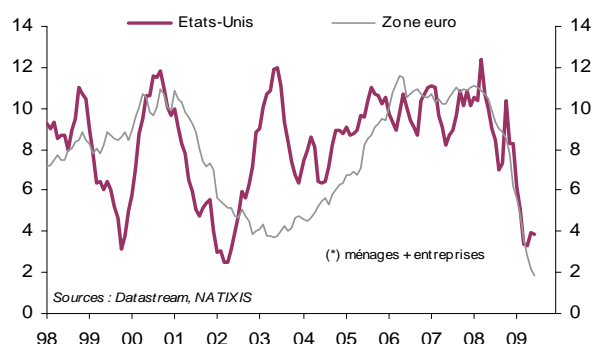
**Graphique 2**  
Prime de risque actions



#### EFFET D'UNE CROISSANCE NOMINALE DE LONG TERME PLUS FAIBLE

Après la crise, l'absence très probable de remontée des taux d'endettement du secteur privé (graphique 3) avec le niveau élevé atteint, la hausse des déficits pendant la crise, la hausse des primes de risque, la baisse des prix des actions... devrait conduire à une croissance en volume modeste, proche de la croissance de long terme : autour de 2 ¼ % aux Etats-Unis, de 1 ¼ % dans la zone euro.

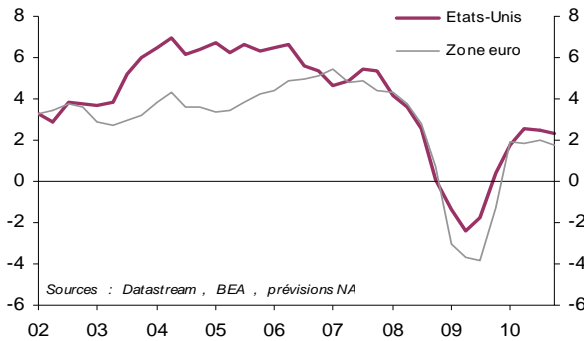
**Graphique 3**  
Crédit au secteur privé \* (GA en %)



Par ailleurs, à ces niveaux de croissance, le chômage ne baissera que très lentement par rapport au niveau atteint fin 2010, d'où une croissance lente des salaires nominaux et une inflation faible.

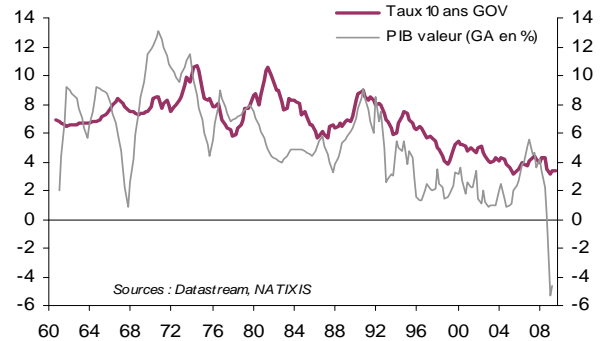
**Rappelons que, même si les prix des matières premières montent, tant que les salaires nominaux n'accélèrent pas, le prix du PIB reste en croissance faible et le PIB nominal reste en croissance faible** (graphique 4). C'est bien ce qui compte pour comparer la croissance des revenus et les taux d'intérêt.

Graphique 4  
PIB valeur (GA en %)



Notre point est alors le suivant : **si la croissance nominale est faible, l'inertie des taux d'intérêt nominaux, qui apparaît à un niveau de taux faible, fait monter l'écart entre taux d'intérêt nominal et croissance nominale.** Dans le passé, on a observé que, **dans les périodes de croissance nominale faible, l'écart taux d'intérêt à long terme nominal – taux de croissance nominale augmentait bien** (1982-83 ; 1986 ; 1990 ; 2001-2002 aux Etats-Unis, graphique 5a ; 1992-93 ; 1997 dans la zone euro, graphique 5b ; 1980 à 1987 ; 1992 à 2005 en Allemagne, graphique 5c).

Graphique 5 c  
Allemagne : PIB et taux d'intérêt

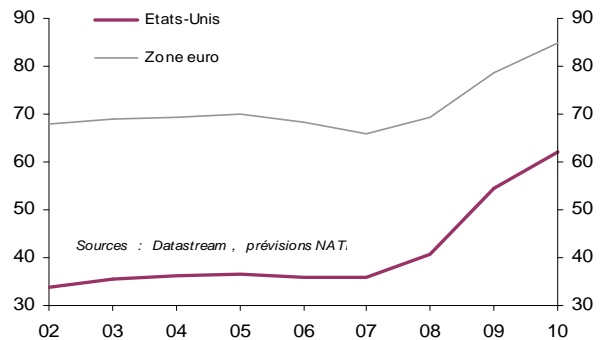


**La hausse de l'écart taux d'intérêt nominale – croissance nominale réduit le PER.**

**EFFET DE TAUX D'ENDETTEMENT PUBLIC TRES ELEVE**

La croissance modeste qui devrait apparaître à partir de 2011 implique aussi qu'il sera très difficile de réduire les déficits publics à partir des niveaux atteints en 2010, et donc que les taux d'endettement publics vont continuer à augmenter (graphique 6).

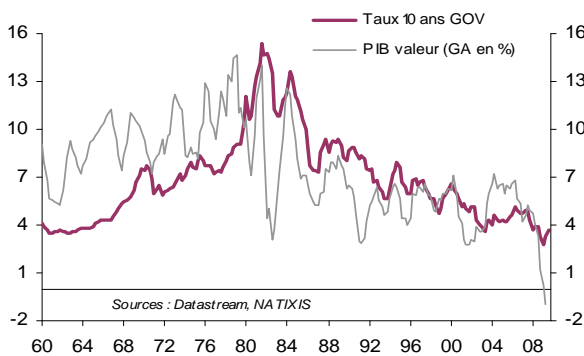
Graphique 6  
Dettes publiques (en % du PIB)



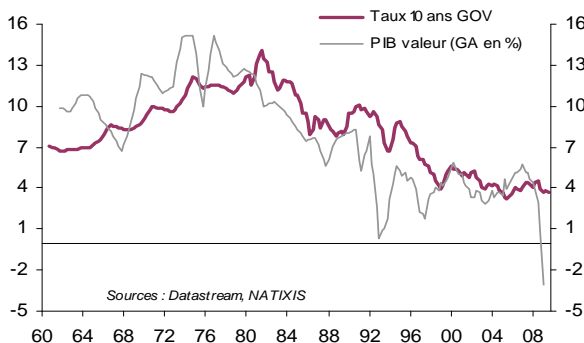
L'analyse économétrique montre clairement **un effet de la hausse du taux d'endettement public sur les pertes de la courbe des taux d'intérêt** ; de l'ordre de 20 à 30 points de base pour 1 point de PIB de hausse, sur un an, du taux d'endettement public. Il est donc raisonnable **d'attendre des taux d'intérêt réels à long terme plus élevés avec la hausse des dettes publiques.**

**Au total, avec** la hausse de la valorisation du risque après la crise, la faiblesse de la croissance nominale et la hausse des taux longs due aux politiques budgétaires expansionnistes, **il nous paraît raisonnable de penser que les PER « normaux » seront plus faibles après la crise qu'avant la crise, et que, de ce fait, les comparaisons historiques de niveaux de PER sont à prendre avec beaucoup de précautions.**

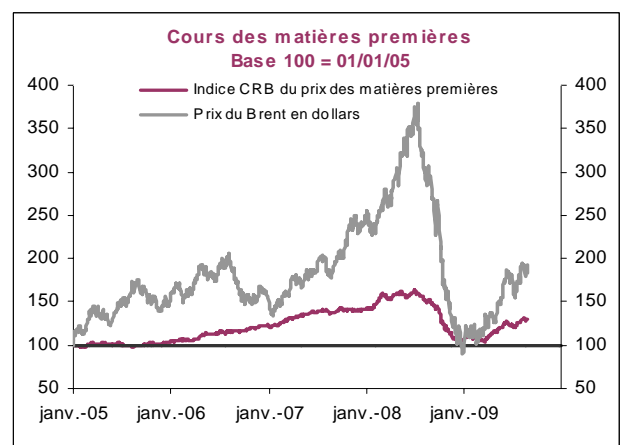
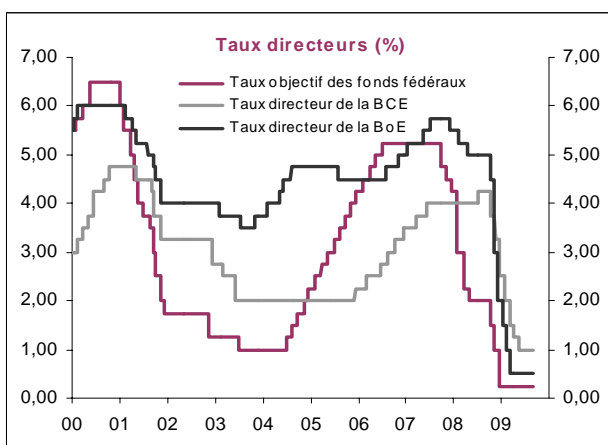
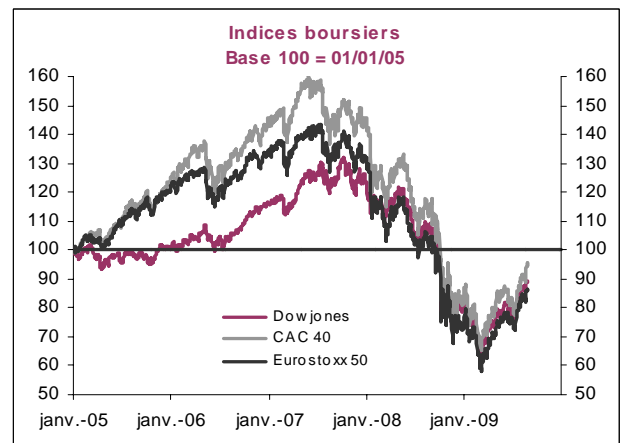
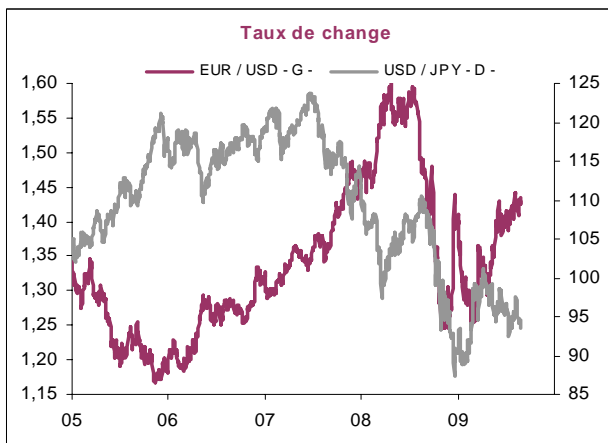
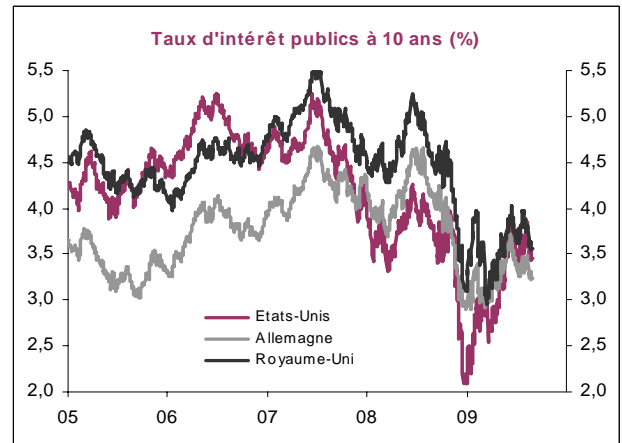
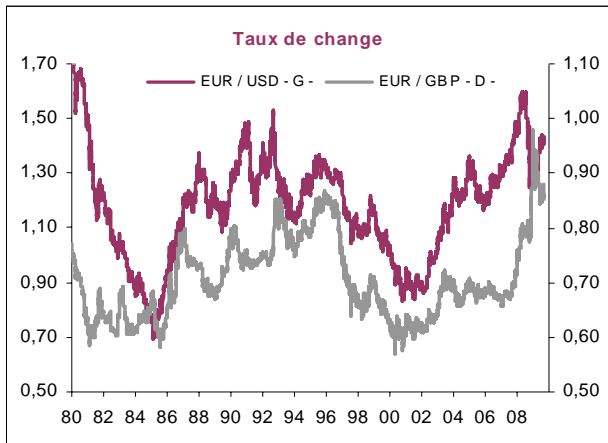
Graphique 5 a  
Etats-Unis : PIB et taux d'intérêt



Graphique 5 b  
Zone euro : PIB et taux d'intérêt



## IMAGES DES MARCHES EN MOUVEMENT



Sources : Datastream, Natixis

## RESUME DE NOTRE CADRAGE ECONOMIQUE ET FINANCIER INTERNATIONAL

|                            | Croissance du PIB (%) |      |      | Inflation (%) |      |      | Solde budgétaire (% PIB) |       |       |
|----------------------------|-----------------------|------|------|---------------|------|------|--------------------------|-------|-------|
|                            | 2008                  | 2009 | 2010 | 2008          | 2009 | 2010 | 2008                     | 2009  | 2010  |
| Etats-Unis                 | 0,4                   | -2,6 | 1,3  | 3,8           | -0,7 | 1,1  | -3,1                     | -11,0 | -9,8  |
| Japon                      | -0,6                  | -6,0 | 1,1  | -0,6          | 0,2  | 0,1  | -8,0                     | -8,9  | -9,9  |
| Zone euro                  | 0,6                   | -4,2 | -0,1 | 3,3           | 0,3  | 1,0  | -1,9                     | -5,7  | -6,7  |
| Allemagne                  | 1,0                   | -5,5 | 0,4  | 2,8           | 0,3  | 0,9  | -0,1                     | -4,7  | -6,1  |
| France                     | 0,3                   | -2,7 | 0,0  | 3,2           | 0,0  | 0,5  | -3,4                     | -7,0  | -7,5  |
| Italie                     | -1,0                  | -5,2 | -0,3 | 3,5           | 0,9  | 1,2  | -2,7                     | -4,9  | -5,2  |
| Espagne                    | 1,2                   | -3,9 | -0,9 | 4,1           | -0,7 | 0,5  | -3,8                     | -8,1  | -9,3  |
| Royaume-Uni                | 0,7                   | -4,2 | 0,8  | 3,6           | 1,8  | 1,7  | -7,1                     | -12,6 | -12,7 |
| Europe Centrale*           | 4,2                   | -5,0 | -0,7 | 6,2           | 3,4  | 2,4  | -3,2                     | -5,8  | -6,6  |
| Russie                     | 5,6                   | -6,8 | 0,4  | 13,3          | 12,6 | 11,2 | 4,6                      | -11,2 | -7,8  |
| Amérique Latine            | 4,1                   | -1,9 | 2,3  | 8,2           | 6,6  | 6,1  | -0,3                     | -2,8  | -1,9  |
| Asie hors Chine et Japon** | 4,2                   | 1,7  | 4,3  | 7,7           | 1,3  | 3,3  | -2,9                     | -6,1  | -5,1  |
| Chine                      | 9,1                   | 8,1  | 9,5  | 5,9           | -0,5 | 3,0  | -0,4                     | -4,0  | -4,5  |
| Monde (PPA)                | 3,0                   | -1,2 | 2,4  | -             | -    | -    | -                        | -     | -     |

\* Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie, Slovénie, Estonie, Lettonie, Lituanie

\*\* Corée, Thaïlande, Malaisie, Singapour, Hong-Kong, Indonésie, Philippines

|             | Taux d'intérêt directeurs |          |          |        | Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans |   |          |          |        |
|-------------|---------------------------|----------|----------|--------|--|---|----------|----------|--------|
|             | 28-août                   | à 3 mois | à 6 mois | à 1 an | 28-août  | * | à 3 mois | à 6 mois | à 1 an |
| Etats-Unis  | 0,25                      | 0,25     | 0,25     | 0,25   | 3,50   | ↘ | 3,60     | 3,45     | 3,85   |
| Zone euro   | 1,00                      | 1,00     | 1,00     | 1,00   | 3,29   | ↘ | 3,30     | 3,25     | 3,64   |
| Royaume-Uni | 0,50                      | 0,50     | 0,50     | 0,50   | 3,61   | ↘ | 3,65     | 3,62     | 3,86   |
| Japon       | 0,10                      | 0,10     | 0,10     | 0,10   | 1,32   | ↘ | 1,35     | 1,30     | 1,60   |
| Suisse      | 0,25                      | 0,25     | 0,25     | 0,25   | 1,98   | ↘ | 2,02     | 2,05     | 2,40   |

|         | Taux de change |   |          |          |        |
|---------|----------------|---|----------|----------|--------|
|         | 28-août        | * | à 3 mois | à 6 mois | à 1 an |
| EUR/USD | 1,44           | ↗ | 1,44     | 1,39     | 1,42   |
| USD/JPY | 94             | ↘ | 97       | 98       | 101    |
| EUR/JPY | 135            | ↘ | 139      | 136      | 144    |
| EUR/GBP | 0,88           | ↗ | 0,88     | 0,91     | 0,92   |
| EUR/CHF | 1,52           | ↗ | 1,54     | 1,56     | 1,58   |

\* Ces flèches indiquent le sens des évolutions au cours de la semaine écoulée (du lundi matin au vendredi 15h)

## Eco Hebdo

Parution : hebdomadaire Editeur : Natixis – Recherche Economique.  
 Responsable de la publication : Patrick Artus Rédacteur en chef : Alexandre Bourgeois  
 47, quai d'Austerlitz 75648 Paris cedex 13  
 Contact : Laura Bassi mail : recherche-eco@natixis.com

Les informations et opinions de ce document ont été préparées par Natixis. Natixis est une banque agréée en France. Ces renseignements, puisés aux meilleures sources, sont néanmoins donnés sans garantie. Les opinions dans cette étude peuvent être changées sans préavis. Ce document est pour votre information personnelle et ne peut être considéré comme une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat. Les sociétés du groupe Natixis et/ou leurs directeurs, représentants ou employés agissant pour le compte de ces sociétés, ont, ou peuvent détenir ou vendre à découvert des titres, options, obligations, ou tout autre investissement, diriger des émissions sur le marché primaire, agir comme conseil ou comme prêteur des sociétés mentionnées dans ce document. Les analystes peuvent avoir ou non communiqué leurs études avant publication aux émetteurs, sans être toutefois tenus par les observations de ces derniers. Les investissements discutés dans ce document pourraient ne pas convenir à tous les types d'investisseurs.