

## Quelle dynamique pour 2014 ?

La situation macroéconomique globale peut se caractériser, en ce début d'année, par quatre facteurs majeurs.

- L'économie mondiale est dans une phase de reprise synchronisée sous l'impulsion des Etats-Unis où la croissance s'accélère depuis l'été dernier. L'Europe n'est plus un frein à la croissance mondiale contrairement à ce qui pouvait être observé depuis le printemps 2011. Le Japon contribue davantage à l'activité globale après l'adoption depuis un an de la stratégie menée par le premier ministre Shinzo Abe. Cette dynamique reflète le rôle de leader des pays industrialisés dans cette phase de reprise. Néanmoins les chiffres ne seront pas impressionnants. La croissance aux USA est attendue à 3%, à 1% en zone Euro (0.8% en France) à 2.3% au Royaume Uni et 1.6% au Japon.  
Les pays émergents sont eux dans une situation plus complexe. En effet la Chine ne tient plus le rôle de leader qu'elle avait jusque très récemment. Le recentrage de sa croissance sur sa demande interne pénalise de nombreux pays émergents qui doivent trouver et mettre en œuvre une croissance plus autonome. Ces pays rebondiront mais il y aura une discrimination plus forte à faire que par le passé.
- Le risque d'une accélération de l'inflation est très réduit. D'abord parce que le prix des matières premières s'infléchissent. Cette configuration reflète la hausse de l'offre consécutive à la hausse rapide des prix à partir du milieu de la décennie précédente. La rentabilité mesurée par des prix élevés a incité à faire de nouvelles explorations et à investir davantage. Cela se traduit par une offre plus importante. Cela est observable notamment dans le pétrole où la production hors OPEP augmente très rapidement. Cet excès d'offre ne va pas s'inverser rapidement. En conséquence cela ne créera pas de pression sur les taux d'inflation. Quant à la composante traduisant les ajustements internes, on observe qu'un peu partout les tensions sur l'appareil productif sont réduites ne provoquant pas de pressions sur les salaires sur le marché du travail. Tant que l'emploi n'augmentera pas de façon durable il est peu probable que l'on sorte de la modération salariale qui caractérise les pays industrialisés.  
Cette inflexion dans l'évolution des salaires permet de renforcer les marges des entreprises favorisant alors l'investissement si les conditions macroéconomiques le permettent.
- Les politiques monétaires vont rester très accommodantes au sein des pays industrialisés. Les banques centrales notent que le niveau d'activité dans les pays industrialisés n'est pas encore suffisant pour engendrer rapidement des tensions. Tant que ce constat sera fait, les autorités monétaires maintiendront des taux d'intérêt très bas. La réduction récente des achats d'actifs financiers par la banque centrale américaine traduit simplement la nécessité moindre de soutenir l'économie américaine à tout prix.
- Le risque global apparaît plus réduit. Depuis le début de la crise en 2007/2008, l'économie mondiale a vécu dans la crainte d'une rupture qui aurait créé des dysfonctionnements forts et durables. Jusqu'à présent les autorités ont eu la capacité de faire face à ces risques. Il y a eu des tensions mais pas de rupture. Il semblerait qu'en ce début de 2014 les risques soient aplanis. Ils n'ont pas totalement disparu mais ils n'apparaissent plus comme étant de nature à créer une situation irréversible.  
Un tel contexte permet pour chaque agent économique, entreprise ou ménage, d'allonger son horizon économique le rendant ainsi plus susceptible de prendre des risques. C'est alors un support robuste à l'investissement.

Après une longue période d'ajustement qui a permis de réduire les déséquilibres qui avaient conduit à la crise de 2007/2008, l'économie globale retrouve une allure un peu plus robuste. Cela a pris du temps et en prendra encore car les économies n'ont pas encore convergé vers une trajectoire qui mènerait au plein emploi, même aux Etats-Unis. Cet ajustement progressif a donné une plus grande consistance à l'activité économique limitant ainsi le risque de rechute.

Des facteurs supplémentaires ont un rôle essentiel pour comprendre cette dynamique plus robuste. Le premier est le rôle que joue désormais l'Europe. Celle-ci était très fragile depuis 2011 avec la crise des dettes souveraines et l'adoption de politiques budgétaires très restrictives.

La crise de la dette a été progressivement résolue en mettant en place des institutions susceptibles de gérer les déséquilibres constatés au sein de la zone Euro. C'est un progrès considérable car une des raisons de la crise en zone Euro est cette absence de réponse adéquate en cas de difficulté. Ces institutions (Mécanisme Européen de Stabilité, Traité de gouvernance, Union Bancaire bientôt) et le rôle nouveau de la BCE depuis l'arrivée de Mario Draghi ont réduit le risque associé à la zone Euro. Les inquiétudes ont été atténuées et de ce fait l'horizon des acteurs de l'économie s'est progressivement allongé. L'attentisme qui était constaté s'est progressivement dissipé incitant à accélérer les adaptations nécessaires.

L'autre facteur est la moindre pression des politiques budgétaires. En 2012 et 2013 en Europe et en 2013 aux Etats-Unis la volonté de réduire très vite les déficits budgétaires a pénalisé la croissance en réduisant la demande adressée aux entreprises. Cette situation a changé aux USA après l'accord du Congrès pour limiter les coupes dans les dépenses. Elle a changé aussi en zone Euro avec des délais supplémentaires accordés pour faciliter le rééquilibrage sans provoquer de rupture supplémentaire de croissance.

Ces éléments jouent favorablement mais il y a aussi des ajustements spécifiques par pays. D'une manière générale pour les pays industrialisés, la demande interne privée (consommation et investissement) est à un bas niveau et sans tendance de reprise rapide. Cela ne peut plus être contrecarré par des politiques de dépenses fortes des Etats puisque tous sont passés progressivement à des stratégies d'austérité.

Cela a engendré des modes de fonctionnement nouveaux.

Pour certains, l'amélioration de la compétitivité est le facteur clé. L'objectif est de baisser les coûts de production afin d'être plus compétitif. Le regain d'exportations permet de créer une dynamique de production nouvelle orientant dans la durée la demande interne et lui permettre d'être à nouveau un support fort de la croissance. C'est ce qu'est en train de mettre en place l'Espagne.

Aux Etats-Unis et en Grande Bretagne le regain de la demande interne est le résultat de la réduction des déséquilibres mais surtout du redémarrage d'une dynamique d'endettement des ménages. Les crédits à la consommation sont rapidement repartis à la hausse en 2013. Les ménages ont pu consommer davantage supportant ainsi la croissance.

Pour la France ou l'Italie la réflexion est à la recherche des sources d'impulsion susceptibles de créer une dynamique plus vertueuse. Les propositions faites par le président Hollande, centrées sur la situation des entreprises pourraient être le facteur déclenchant pour redonner de l'allure à l'économie française dans la durée.

Les risques pour l'économie globale n'ont pas disparu pour autant.

Si la situation est meilleure au sein de la zone Euro, la faible croissance attendue pour 2014 va se traduire par une stagnation de l'emploi et une fragilité encore une année supplémentaire au moins pour le marché du travail. Cette situation est insuffisante pour créer de la stabilité notamment dans le financement du modèle social. Si la faible croissance engendrait des ajustements supplémentaires cela pourrait déboucher sur un risque d'instabilité politique et social. Le risque de déflation renforce cette inquiétude car la baisse des prix s'accompagne généralement de pressions à la baisse sur les salaires.

L'autre risque est celui de la gestion de la politique monétaire. Les banques centrales tentent et souhaitent orienter les anticipations des investisseurs sur l'évolution des taux d'intérêt. C'est ce qui est appelé le "Forward Guidance". Si la banque centrale est suffisamment crédible et convaincante cela peut fonctionner. C'est comme cela que cela fonctionne aujourd'hui. Une anticipation de hausse trop rapide des taux d'intérêt pénaliserait l'économie d'où l'attention des banques centrales.

Ce mode de fonctionnement de la politique monétaire s'observe tant en Europe par la BCE ou la Banque d'Angleterre qu'aux USA avec la Fed. Cependant chacune de ces économies s'inscrit dans un cycle économique spécifique. Chaque banque centrale doit donc gérer de façon indépendante sa stratégie monétaire.

Aux Etats-Unis, les anticipations que nous faisons portent sur une relative stabilité des extrêmes (taux des fed funds et taux à 10 ans) mais avec une déformation de la courbe des taux de rendement sur la partie courte (2 à 5 ans) qui, reflétant des anticipations de croissance, indiquera la nécessité pour la Fed dans le futur de relever ses taux d'intérêt.

Dès lors et en raison de la fragilité de la situation en zone Euro, une hausse trop rapide des taux d'intérêt sur la vieux continent, effet d'une contagion de tensions observés aux Etats-Unis, serait catastrophique anéantissant les efforts accomplis jusque-là. La limitation de ce risque de contagion sera un objectif important pour la BCE au cours des prochains mois. Ce calage des anticipations pourrait passer par la mise en place d'opérations d'apport de liquidités (type LTRO long)

Les pays émergents évoqués en introduction sont aussi une source d'inquiétude et d'incertitude puisque chacun d'entre eux devra définir une stratégie de croissance plus autonome. Cela engendrera de la diversité mais aussi une plus grande hétérogénéité que celle que l'on connaissait jusqu'alors.

L'économie globale après 6 ans de difficultés retrouve une allure de croissance endogène et plus robuste. La trajectoire n'est néanmoins pas encore suffisamment robuste pour converger rapidement vers le plein emploi. De nouveaux changements viendront encore bouleverser le profil de l'activité économique au cours des prochaines années, notamment par exemple l'ouverture financière de l'économie chinoise. Un nouvel équilibre doit être trouvé au sein duquel les capacités d'adaptation devront restée forte. Car c'est cela la leçon de la période récente: l'économie est multiforme et doit être capable de s'adapter rapidement.

**DISCLAIMER:**

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

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