17 février 2006
N° 443

Economie & Marchés

SOMMAIRE

Humeurs : Peurs sur le monde (suite et fin). **2**

Focus : le Japon en pleine forme. **3**

La météo de la semaine écoulée **4**

Analyse des principales statistiques de la semaine écoulée **5**

Etats-Unis : l'accélération de l'activité se dessine nettement. 5

France : toujours pas de reprise de l'investissement et de l'emploi. 6

Croissance eurolandaise : mou c'est mou... 7

Italie : un rebond uniquement correctif dans l'industrie. 8

Europe du Sud : « on a souvent besoin d'un plus petit que soi ». 9

Royaume-Uni : évolutions à contre tendance. 10

Nos prévisions pour les principales statistiques de cette semaine **11**

Où va la croissance ? **12**

Euroland : le redémarrage se confirme malgré tout... 12

Quid de l'évolution des marchés ? **13**

La remontée du dollar s'inscrit dans la durée. 13

Images des marchés en mouvement **14**

Résumé de notre cadrage économique et financier international **15**

GRANDES CLIENTÈLES, FINANCEMENTS ET MARCHÉS

NATEXIS BANQUES POPULAIRES

Humeurs

PEURS SUR LE MONDE (SUITE ET FIN).

25 mars 2006, 15h GMT. La nouvelle vient de tomber : Los Angeles vient d'enregistrer un séisme de 9,1 sur l'échelle de Richter, la faille de *San Andreas* n'a pas résisté : la Californie est dévastée, les morts se comptent par centaines de milliers. Au-delà des Etats-Unis, la planète entière est en ébullition : des rumeurs de répliques circulent, une partie de Tokyo est évacuée à la suite d'un séisme mineur. C'est la panique : en quelques jours, les marchés boursiers américains et japonais s'écroulent de plus de 25 %, les taux à dix ans s'effondrent de 80 points de base outre-Atlantique et le dollar plonge, atteignant même les 1,50 pour un euro. Face au drame et à la baisse mécanique du PIB américain de près de 10 % en quelques heures, la Réserve fédérale baisse ses taux directeurs de 75 points de base. L'économie américaine s'enfonce néanmoins dans une récession qui entraînera dans son sillage l'ensemble de la planète... Réveillez-vous ! Ce n'est qu'un cauchemar. Du moins pour l'instant, car même si les Californiens vivent sans s'en soucier, le *Big One* est, selon de nombreux experts, inévitable.

Pas forcément inévitables, mais plus proches de l'actualité récente, les deux derniers risques majeurs qui menacent la stabilité économique et financière de la planète pourraient s'avérer encore plus dévastateurs tant en termes de vies humaines que d'ampleur en étendue et en durée. Le premier nous effraie déjà un peu plus chaque jour depuis quelques mois, en l'occurrence une pandémie de grippe aviaire transmissible à l'homme. Des dizaines, voire des centaines de milliers de morts pourraient effectivement en découler à travers le globe. Une interruption plus ou moins longue des échanges devrait s'ensuivre, surtout si le virus est mutant et que, de ce fait, les vaccins sont difficiles à trouver. Une récession mondiale d'au moins une année pourrait alors se produire, concernant tous les secteurs d'activité : de la consommation à l'investissement productif, en passant par les services. Seul le secteur de la pharmacie pourrait peut-être s'en sortir. Anticipant cette déprime internationale et malgré un assouplissement monétaire massif et généralisé (entre 0,5 % et 1 % de baisse des taux directeurs des banques centrales occidentales), les principaux marchés actions devraient perdre plus de 50 % de leur valeur en une année, tandis que les taux longs seraient divisés par deux.

Enfin, si les quatre risques que nous avons évoqués jusqu'à présent auraient des impacts évidemment dramatiques mais plus ou moins canalisés dans le temps et/ou dans l'espace, le dernier pourrait commencer de façon presque anodine, mais prendre des années avant d'être circonscrit. Tout pourrait en effet débuter par l'annonce de ce que de plus en plus d'experts géopolitiques et militaires craignent : la confirmation de la détention par l'Iran de l'arme nucléaire. Les Etats-Unis et l'Europe ne resteraient alors certainement pas les bras croisés, engageant une intervention militaire, qui pourrait pousser l'Iran à faire usage de sa nouvelle arme au Moyen-Orient et/ou ailleurs. Une troisième guerre du Golfe s'ensuivrait. Pis, celle-ci pourrait être perçue par certains comme une guerre de civilisations ou de religions qui déboucherait alors sur des attentats massifs dans l'ensemble des pays occidentaux, voire sur des guerres civiles dans les pays où vivent des populations qui pourraient se sentir concernés par un conflit qui les dépasse pourtant. Si le nombre de morts est évidemment impossible à quantifier, il est clair qu'une telle situation engendrerait une instabilité économique et financière extrêmement forte. Les marchés actions et les taux longs pourraient ainsi reculer d'au moins 50 % en quelques trimestres. Le baril monterait à plus de 100 dollars et l'économie mondiale entrerait dans une grave récession qui ne serait apaisée que par l'effort de guerre. Piètre consolation…

N'oubliez pas : la peur n'évite pas le danger. Autrement dit, cet article en deux parties n'a pas pour but de nous faire peur, mais de nous sensibiliser aux principaux risques qui nous menacent, en tentant d'en évaluer les impacts économico-financiers. En les évoquant, une remarque peut cependant s'imposer : s'il est beaucoup plus stable qu'au cours des siècles précédents, du moins jusqu'à la fin de la guerre froide, l'environnement dans lequel nous vivons demeure fragile. Il faut donc en profiter au maximum, en espérant qu'au bout du compte les scénarios catastrophes continueront de relever de la fiction...

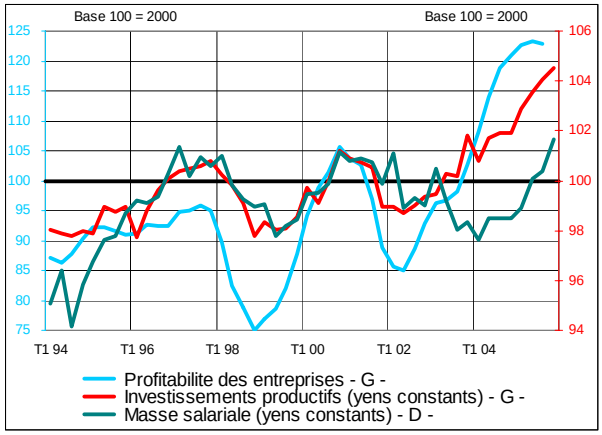
Marc Touati

FOCUS : LE JAPON EN PLEINE FORME.

L'économie japonaise termine l'année 2005 de manière tout aussi impressionnante qu'elle l'avait débuté. Le PIB a en effet progressé de 1,4 % au cours de la période octobre-décembre (avec une forte contribution de la consommation privée, de l'investissement productif privé et du commerce extérieur), ce qui se traduit par un glissement annuel de 4,5 %, du jamais vu depuis une quinzaine d'année. Au total, la croissance aura atteint 2,8 % en 2005, après déjà 2,3 % en 2004 et 1,8 % en 2003. Malgré tout, il faut noter que le déflateur du PIB (la mesure la plus large de l'évolution des prix dans une économie) a continué de décliner, passant d'un glissement annuel de - 1,3 % au troisième trimestre à - 1,6 % pour les trois derniers mois de 2005. Ceci ne peut que surprendre si l'on garde à l'esprit le fait que la croissance potentielle du Japon gravite autour des 1,5 % et que les coûts des matières premières ont, comme dans les autres pays du G7, amplement progressé ces dernières années. Mais, par delà les facteurs de coût et l'équilibre offre/demande, il faut également tenir compte des gains de productivité.

De fait, le Japon redonne une nouvelle jeunesse à la fameuse déclaration du Chancelier Schmidt il y a bientôt 30 ans, relative à la séquence bénéfices / investissements / emploi. Dans le cas présent, on peut dire que les profits d'avant-hier (le ratio résultat d'exploitation / chiffre d'affaires est passé, en moyenne, de 2,36 % au plus bas fin 1998 a 3,73 % actuellement) ont permis d'alimenter l'investissement d'hier (dont le volume a progressé de plus de 25 % sur les quatorze derniers trimestres, contre 3 % à peine au cours des trente quatre trimestres précédents). *In fine*, l'autofinancement des entreprises étant désormais largement assuré, le *cash flow* généré par les firmes nippones commence à bénéficier aujourd'hui aux salariés, plus sous forme de hausse des rémunérations (via notamment les bonus dont le montant est lié aux résultats des sociétés) que d'accroissement des effectifs. Fin décembre, l'emploi se situait en effet pratiquement au même niveau qu'en décembre 2003 (une hausse d'à peine 0,2 % en deux ans). Or, durant cette période, la masse salariale (comprenant les salaires et les prélèvements sociaux) a progressé de 2,1 % (et même de 3,4 % en yens constants).

LA CROISSANCE REPART SUR DES BASES ASSAINIES.



Sources : ESRI, Ministère des Finances

A l'évidence, les gains de productivité sont significatifs, ce qui constitue une bonne nouvelle pour un pays qui va devoir gérer sous peu à la fois le vieillissement accéléré de sa population et le nécessaire assainissement de ses finances publiques (le ministre des finances a encore rappelé, le 20 janvier dernier, que l'objectif du gouvernement de réaliser un excèdent budgétaire hors charges d'intérêts pour le début de la prochaine décennie demeurait d'actualité). A ce titre, l'Etat nippon devra agir dès 2006, année durant laquelle la croissance devrait être encore soutenue (aux alentours des 3 %, compte tenu d'un acquis de croissance de 1,5 % au terme de 2005).

Hervé Liévore

LA METEO DE LA SEMAINE ECOULEE

Pays	Date de sortie	Indicateur	Période concernée		Chiffres observés	Précédent
Etats-Unis	14-févr	Ventes au détail	Janvier	m/m	+ 2,3 %	+ 0,4 %
	15-févr	Production industrielle	Janvier	m/m	- 0,2 %	+ 0,9 %
				a/a	+ 3,1 %	+ 2,8 %
	15-févr	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	Janvier		80,9 %	81,2 %
	16-févr	Mises en chantier de logements neufs	Janvier		+ 2,276 millions	+ 1,988 million
	16-févr	Demandes hebdomadaires d'allocation chômage	11-fév		297 000 pers.	278 000 pers.
	17-févr	Prix à la production	Janvier	m/m	+ 0,3 %	+ 0,6 %
				a/a	+ 5,7 %	+ 5,4 %
	17-févr	Prix à la production hors énergie et produits alimentaires	Janvier	m/m	+ 0,4 %	+ 0,1 %
				a/a	+ 1,5 %	+ 1,7 %
	17-févr	Confiance des consommateurs de l'Université du Michigan	Février		87,4	91,2
Japon	14-févr	Faillites	Janvier	a/a	+ 2,6 %	+ 3,6 %
	17-févr	PIB	T4 05	t/t	+ 1,4 %	+ 0,3 %
		PIB (rythme annualisé)		t/t	+ 5,5 %	+ 1,4 %
Euroland	14-févr	PIB	T4 05	t/t	+ 0,3 %	+ 0,6 %
				a/a	+ 1,7 %	+ 1,6 %
	17-févr	Production industrielle	Décembre	m/m	+ 0,1 %	+ 1,4 %
				a/a	+ 2,5 %	+ 2,9 %
Allemagne	14-févr	Indice ZEW	Février		69,8	71
	14-févr	PIB	T4 05	t/t	0,0 %	+ 0,6 %
				a/a	+ 1,6 %	+ 1,5 %
France	17-févr	Emploi salarié	T4 05	t/t	+ 0,1 %	+ 0,1 %
Italie	13-févr	Production industrielle	Décembre	m/m	+ 1,2 %	+ 0,5 %
				a/a	+ 3,5 %	+ 0,4 %
	17-févr	Solde de la balance commerciale	Décembre		- 1,680 Mds €	- 1,141 Mds €
Espagne	14-févr	PIB	T4 05	t/t	+ 0,9 %	+ 0,8 %
				a/a	+ 3,5 %	+ 3,5 %
	16-févr	Prix à la consommation	Janvier	m/m	- 0,4 %	+ 0,2 %
				a/a	+ 4,2 %	+ 3,7 %
Royaume-Uni	13-févr	Prix à la production	Janvier	m/m	+ 0,4 %	- 0,2 %
				a/a	+ 2,9 %	+ 2,4 %
	14-févr	Prix à la consommation	Janvier	m/m	- 0,5 %	+ 0,3 %
				a/a	+ 1,9 %	+ 1,9 %
	15-févr	Taux de chômage	Janvier		2,9 %	2,9 %
		Demandes d'allocation chômage		m/m	- 2 000 pers.	+ 4 300 pers.
	16-févr	Ventes au détail	Janvier	m/m	- 1,3 %	+ 0,4 %
				a/a	+ 1,3 %	+ 4,3 %
Grèce	14-févr	PIB	T4 05	a/a	+ 3,7 %	+ 3,8 %

Légende :

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

ANALYSE DES PRINCIPALES STATISTIQUES DE LA SEMAINE ECOULEE

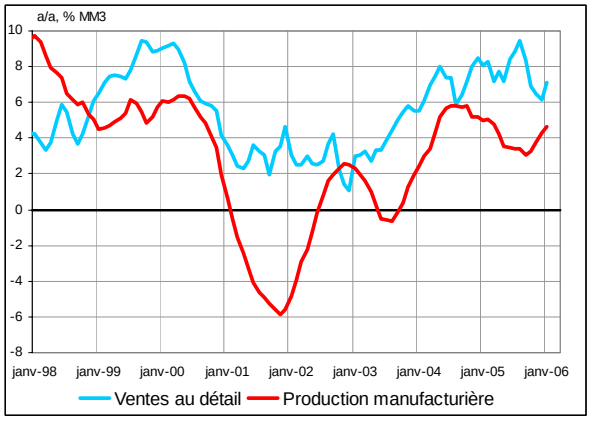
ETATS-UNIS : L'ACCELERATION DE L'ACTIVITE SE DESSINE NETTEMENT.

Les statistiques publiées cette semaine ont signalé une accélération de l'activité. Si cette dernière a été évidente dans le commerce de détail et la construction, elle a été plus dissimulée dans le secteur industriel.

Les chiffres des v**entes au détail ont révélé une augmentation mensuelle particulièrement forte (+ 2,3 % en janvier),** qui s'est traduite par **une franche accélération du glissement annuel (à 8,8 %)**. En outre, cette hausse est généralisée à l'ensemble des secteurs. Si les ventes d'automobiles (assez volatiles par nature) ont encore augmenté de 2,9 %, les ventes hors-automobiles affichent une performance similaire (+ 2,2 %). Sans nul doute, l'année 2006 commence plutôt bien pour le commerce de détail (et, partant, pour la consommation des ménages). Ainsi, compte tenu de ces bons résultats et dans la mesure où la faible croissance des dépenses des ménages au quatrième trimestre était en grande partie liée à un effet statistique négatif, il est très probable que le premier trimestre 2006 fasse l'objet d'une forte correction haussière. Cela ne manquerait pas d'entraîner le PIB sur des taux de croissance particulièrement dynamiques. Ce scénario de franche accélération est d'ailleurs soutenu par l'évolution de l'activité dans le secteur industriel et dans la construction observée en janvier.

Certes, **les résultats de la production industrielle ont été à première vue décevants, révélant une légère baisse de cet indice en janvier**. Après une progression de 0,9 % en décembre (chiffre revu en hausse, contre + 0,6 % en première estimation), la production industrielle a enregistré un repli de 0,2 %. Son glissement annuel s'établit désormais à 3,1 % (après certes 3,6 % en décembre), retrouvant ainsi les niveaux qui prévalaient en août et juillet derniers, c'est-à-dire avant le passage des cyclones. A ce titre, il faut souligner que, dans les secteurs les plus affectés par ces chocs, plus particulièrement les activités d'extraction, la correction semble avoir été opérée. Ainsi, en janvier, l'indice relatif à la production minière n'est plus inférieur que de 1,1 % à son niveau d'août. **La production dans le secteur de l'énergie** (gaz et électricité) a affiché quant à elle une évolution bien plus erratique**, avec un repli de plus de 10 % en janvier, qui explique en grande partie la baisse de l'indice global**.

VENTES AU DETAIL ET PRODUCTION MANUFACTURIERE REPARTENT A LA HAUSSE.



Sources : Department of Commerce, Fed, Datastream

Mais, de son côté**, la production manufacturière semble toujours solidement engagée sur une pente haussière.** En janvier, elle a encore augmenté de 0,7 %, ce qui porte à + 3,8 % la hausse enregistrée au cours des quatre derniers mois. Après une moyenne de 5 % l'an dernier, son glissement annuel se maintient ainsi sur des rythmes particulièrement dynamiques (4,8 % en janvier, 4,6 % en MM3). De plus, comme cela s'observe depuis fin 2003, la production de biens d'équipement s'avère la plus dynamique. Les résultats sont sans équivoque. Avec une nouvelle augmentation de 0,9 % en janvier, elle enregistre une séquence quasi-continue de hausses depuis juin 2003 (à l'exception des replis observés en août 2004 et septembre 2005). Ainsi, son glissement

annuel caracole à des niveaux particulièrement élevés (11,9 % en MM3 en janvier), affichant une nouvelle accélération après le « creux » de septembre (tout de même 6,5 % en MM3 !). Cette évolution suggère que l'investissement devrait rester particulièrement dynamique dans les prochains mois, un scénario qui est d'ailleurs renforcé par la vigueur affichée par les commandes de biens durables au cours des derniers mois.

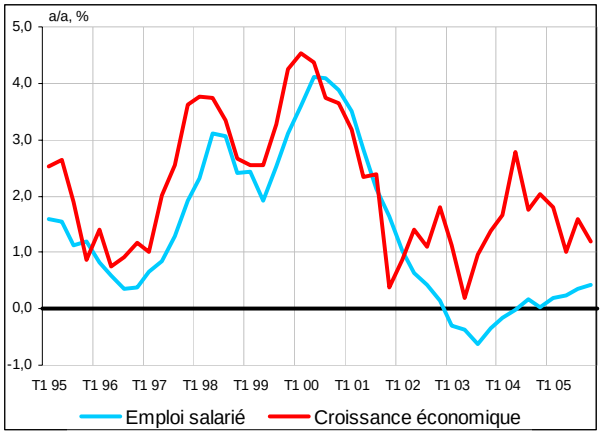
Enfin, **du côté de la construction** (et de l'investissement logement), le **rebond affiché en janvier** (+14,5 %, après – 6,9 % en décembre) **a conduit les mises en chantier à de nouveaux sommets.** En effet, **à 2,276 millions, elles ont atteint un record depuis… mars 1973** ! De leur côté, les permis de construire, qui s'élèvent à 2,217 millions, affichent également une de leurs meilleures performances depuis plus de trente ans (excepté les 2,219 millions enregistrés en septembre dernier, il s'agit d'un sommet depuis février 1973). Force est donc de constater que l'activité dans la construction ne semble pas devoir ralentir à court terme. Au contraire, en tendance (MM6), tant les mises en chantier que les permis de construire restent d'ailleurs sur une pente haussière et suggèrent des nouvelles augmentations de **l'investissement logement. Après dix-huit trimestres consécutifs de hausse** (+ 36,7 % entre le premier trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2005, contre + 13,4 % sur la même période pour le PIB), **il devrait donc continuer sa course.**

FRANCE : TOUJOURS PAS DE REPRISE DE L'INVESTISSEMENT ET DE L'EMPLOI

Décidément, le cercle vertueux de croissance investissement-emploi-consommation est toujours loin d'être d'actualité dans l'Hexagone. En effet, si la consommation résiste tant bien que mal (notamment grâce au recours massif des ménages à l'endettement), **ni l'investissement, ni l'emploi ne s'inscrivent sur le chemin de la reprise forte**. Ainsi, comme au cours des trois trimestres précédents, **l'emploi salarié n'a augmenté que de 0,1 % au quatrième trimestre 2005. Sur l'ensemble de l'année, il ne progresse que de 0,3 % en moyenne**, **ce qui est certes mieux que les – 0,4 % de 2003 et le 0 % de 2004, mais confirme que l'emploi est bien entré dans une phase de faiblesse chronique.**

En outre, il faut signaler que **ces résultats sont « sauvés » par l'évolution de l'emploi dans les services et la construction**, qui a augmenté de respectivement 0,2 % et 0,7 % au quatrième trimestre (soit des hausse annuelles moyennes de 1 % et de 2,6 %). En revanche, l'emploi dans l'industrie manufacturière continue sa descente aux enfers : -0,5 % au quatrième trimestre et - 1,9 % sur l'année. Si ce déclin de l'emploi manufacturier est logique et généralisé dans les pays développés, le problème réside dans le fait que ces destructions d'emplois ne sont plus suffisamment compensées par les créations enregistrées dans les services. Espérons donc que le Cesu (chèque emploi service universel) de Jean-Louis Borloo permettra, si ce n'est de changer radicalement la donne, mais au moins d'apporter quelques milliers d'emplois supplémentaires. Selon nous, **l'emploi total devrait augmenter de 0,5 % à 0,7 % cette année**. On fait ce qu'on peut…

LA *JOBLESS GROWTH* CONTINUE…



Sources : INSEE, Datastream, Natexis Banques Populaires

En fait, **pour relancer massivement l'emploi, la France a surtout besoin d'une reprise forte et durable de l'investissement**. Or, celle-ci fait toujours défaut. Certes, selon l'enquête INSEE correspondante, **les chefs d'entreprises dans l'industrie manufacturière annoncent une hausse**

de 5 % de leurs investissements en valeurs pour 2006 (c'est-à-dire autour des 3,5 % en volume). Néanmoins, deux problèmes apparaissent. D'une part, en avril dernier, dans cette même enquête, une hausse de l'investissement de 4 % était annoncée pour 2005 et c'est finalement une baisse de 4 % qui a été enregistrée. Il ne faut donc pas prendre les perspectives de hausse annoncées aujourd'hui pour « argent comptant ». Et quand bien même, une augmentation de 5 % se produirait-elle, elle resterait insuffisante pour permettre une forte reprise de l'emploi. D'autre part, la majorité des investissements actuellement menés concerne surtout des efforts de productivité et/ou de remplacement des équipements existants. En revanche, comme le montre la forte baisse du taux d'utilisation des capacités de production depuis bientôt six ans (de 89 % en 2000 à 82 % aujourd'hui), **les investissements de capacité, c'est-à-dire ceux qui créent des emplois, restent faibles.**

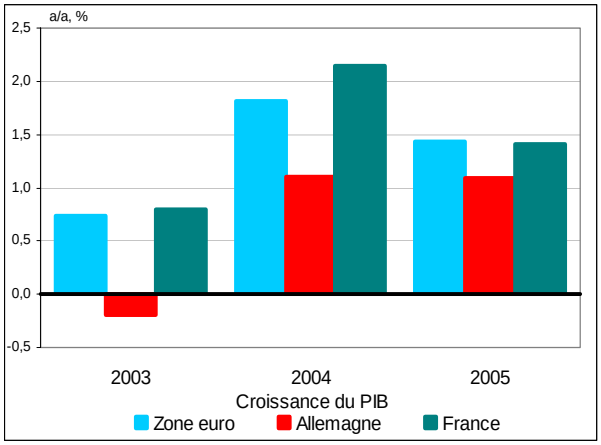
La seule issue possible constituerait en une révolution technologique majeure, par exemple dans les Nouvelles Technologies de l'Energie (NTE). C'est d'ailleurs là que le rôle de l'Etat dans l'économie pourrait prendre tout son sens, mais malheureusement, l'état des déficits et la dette interdit toute véritable relance par un tel investissement de masse. Dommage ! D'autant que les Japonais, les Américains et les Chinois se sont déjà lancés dans cette révolution technologique. Après avoir pris le train des NTIC avec retard, la France et l'Europe semblent donc bien disposés à en faire de même avec les NTE.

CROISSANCE EUROLANDAISE : MOU C'EST MOU…

0 % de croissance au quatrième trimestre 2005 en Allemagne, 0,2 % en France, 0,3 % dans la zone euro ! Comme il l'a souligné activement lors de la sortie des chiffres décevants du PIB français la semaine dernière, M. Breton va sûrement nous dire que : « ce n'est pas grave, c'est dû à la fermeture des usines automobiles pendant les fêtes de fin d'année ». A l'évidence, la trêve des confiseurs a bon dos... Certes, **la faible croissance des deux côtés du Rhin a de quoi surprendre**, notamment en Allemagne où la production industrielle a augmenté de 1 % sur le même quatrième trimestre 2005 ! **Pour autant**, et même si les premières estimations du PIB sont souvent révisées, **il ne faut pas se voiler la face : les chiffres décevants du quatrième trimestre confirment simplement que les reprises allemande, française et eurolandaise observées depuis la mi-2005 sont extrêmement précaires.** Toute remontée excessive de l'euro, notamment dans le cadre d'un resserrement monétaire hâtif de la BCE, leur serait par exemple fatale.

En effet, il ne faut pas oublier que **la croissance structurelle de ces économies s'est affaiblie au cours des dernières années.** Selon nos estimations, elle n'est plus que de 1,9 % en France, contre 2,2 % en 1990. Celle de la zone euro est même passée de 2,3 % à 1,8 % au cours des quinze dernières années. Quant à l'Allemagne, c'est évidemment pire, puisque sa croissance potentielle n'est plus que d'environ 1,2 % contre 2,3 % au début des années 90. Les « performances » de la croissance annuelle moyenne de 2001 à 2005 sont d'ailleurs éloquentes, pour ne pas dire effrayantes : 1,6 % pour la France, 1,4 % pour la zone euro et 0,7 % pour l'Allemagne (respectivement 1,4 %, 1,4 % et 1,1 % pour l'année 2005). Doit-on rappeler que, sur la même période, le PIB américain a augmenté de 2,6 % par an et de 3,8 % en moyenne sur 2004-2005 ?

LE REDEMARRAGE EUROLANDAIS RESTE FRAGILE…



Sources : Eurostat, Bundesbank, INSEE, Datastream, Natexis Banques Populaires

En d'autres termes, même si l'on peut trouver tous les prétextes conjoncturels possibles, la réalité économique de l'Euroland est claire : plus les années passent, plus la croissance est molle. Dans ce cadre, **réaliser une croissance durablement supérieure à 2,5 % relève du défi, voire de la gageure.** Or, pour engendrer une forte dynamique de l'emploi, il faut enregistrer une croissance d'au minimum 2,5 % pendant au moins deux ans d'affilée. En conséquence, **le cercle vertueux investissement-emploi-consommation devient presque irréalisable, affaiblissant encore davantage la progression structurelle du PIB.**

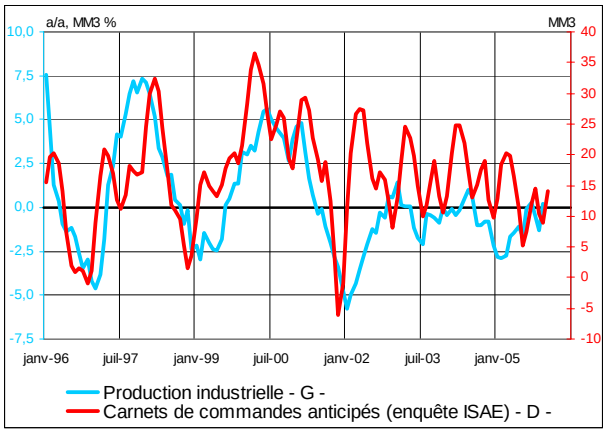
Nous sommes donc bien dans un cercle pernicieux. Et il n'y a plus que deux moyens de s'en sortir : d'une part, réformer en profondeur les structures de nos économies (notamment en termes de pressions fiscales et réglementaires et de rigidités du marché du travail). D'autre part, lancer une révolution technologique, par exemple dans le secteur de l'énergie, ce que seules les puissances publiques pourraient faire, à condition qu'elles réduisent drastiquement leurs déficits et ce faisant l'inefficacité de leur fonctionnement. **Le déclin n'est donc peut-être pas pour demain, mais le temps presse…**

ITALIE : UN REBOND UNIQUEMENT CORRECTIF DANS L'INDUSTRIE.

A l'inverse de ce que l'on a pu observer en France et en Allemagne, l'activité industrielle transalpine a enregistré au mois de décembre une hausse sensible. **En progressant de 1,2 % sur le mois, l'indice de la production industrielle a ainsi vu son glissement annuel bondir de + 0,4 % à + 3,5%.** Même en glissement annuel MM3, la performance reste appréciable puisque ce dernier a gagné 1,5 point, passant de - 1,3 % à + 0,2 %.

Cette évolution doit toutefois être relativisée, dans la mesure où elle traduit avant tout un effet de correction après les baisses sensibles des mois de septembre et octobre qui avaient fait tomber le glissement annuel à - 2,9 %.

L'INCERTITUDE SUR LES COMMANDES PESE SUR L'ACTIVITE DU SECTEUR SECONDAIRE.



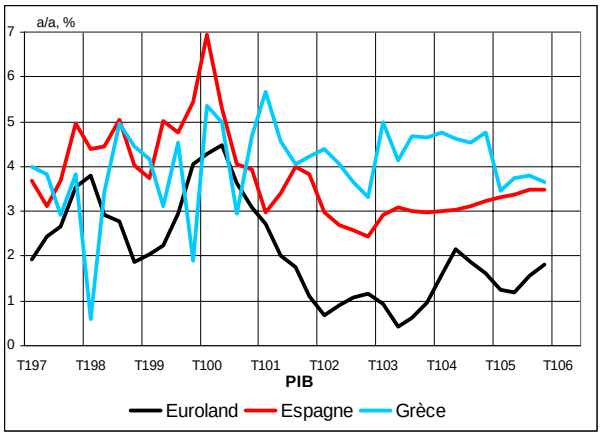
Sources : ISTAT, ISAE, Datastream.

Il faut en effet remarquer que, sur la période récente, la série est devenue plus erratique que par le passé, en réaction au climat d'incertitude qui continue de peser sur l'activité transalpine. En atteste notamment l'extrême volatilité des sous-indices relatifs aux perspectives de commandes et de production des enquêtes menées dans l'industrie. L'évolution des stocks est également éloquente. Les baisses récurrentes mises en évidence depuis le printemps (tant par l'enquête ISAE que par celle de la Commission européenne), suggère en effet que, difficilement convaincues par la reprise des commandes, les entreprises ont d'abord tendance à puiser dans leurs stocks avant de reprendre la production. Le rattrapage est alors sensible, avant une nouvelle décrue. A noter d'ailleurs que, **malgré le rebond de décembre, la progression tendancielle de la production industrielle reste encore particulièrement faible (0,2 % en glissement annuel MM3)**, pénalisée par la faible compétitivité externe des produits transalpins. Dans ces conditions, l'activité du secteur secondaire devrait, dès le mois de janvier, corriger le rebond mensuel de décembre pour maintenir, sur les prochains mois, une tendance très faiblement haussière et atteindre une croissance annuelle de l'ordre de 0,5 % en 2006 (contre - 0,9% l'an dernier).

EUROPE DU SUD : « ON A SOUVENT BESOIN D'UN PLUS PETIT QUE SOI ».

Au vu des divergences de croissance mises en évidence lors de la publication préliminaire des PIB des différents pays de la zone euro au quatrième trimestre, on ne peut qu'appuyer la morale de cette célèbre fable[1]. Car, avec un PIB allemand en stagnation sur la période et une progression de seulement 0,2 % de son homologue français (pesant ensemble pour près de 55 % du PIB total de la zone), on peut se demander de combien aurait été la croissance eurolandaise sans les « petits pays » ? A l'évidence, l'Euroland doit une grande partie de sa performance, à peine inférieure aux attentes (0,3 % sur le trimestre contre 0,4 % anticipé, soit un glissement annuel de 1,7 %), au dynamisme des « économies en rattrapage », au rang desquelles les pays d'Europe du Sud (Espagne et Grèce) tiennent une place de choix (environ 11,1 % du PIB eurolandais).

LES « PETITS PAYS », DANS LE PELOTON DE TETE DE LA COURSE EUROLANDAISE.



Sources : Eurostat, INE, NSO, Datastream.

En progressant de 0,9 % sur le trimestre, soit l'une des meilleures performances après celles des Pays-Bas et de la Finlande (+ 1 % dans les deux cas), **le PIB espagnol a ainsi maintenu son glissement annuel à 3,5 %.** De son côté, le **recul trimestriel du PIB grec (- 0,2 %)** s'interprète principalement comme une correction de la hausse précédente (+ 1,7 %), reflet de la forte volatilité de cette série. D'ailleurs, **le glissement annuel atteint toujours un niveau très appréciable de 3,4 % (contre 3,7 % précédemment).** Sur l'ensemble de 2005, l'Espagne et la Grèce affichent ainsi des croissances de respectivement 3,4 % et 3,7 %.

L'examen des composantes de la demande grecque souligne, une fois de plus, la **vigueur de la consommation privée hellène (+ 3,5 % en glissement annuel, contre 3,6 % entre juillet et septembre).** De même, si le détail des comptes espagnols ne sera connu que dans une semaine, les statistiques disponibles permettent de supposer que **le principal moteur de l'activité hispanique reste la demande des ménages**, tant en termes de consommation que d'investissement-logement. Ainsi, les ventes au détail hispaniques ont progressé en moyenne de 3,8 % en glissement annuel au quatrième trimestre (contre 3,9 % précédemment). Dans le même temps, l'enquête de la Commission européenne dans le secteur de la Construction a affiché une nette hausse, en particulier le sous-indice relatif à l'activité courante (+ 6,5 points entre septembre et décembre). **A l'inverse, le commerce extérieur reste, en Europe du Sud comme en France, le talon d'Achille de la croissance**. Il a ainsi retiré 0 ,7 point à la croissance grecque du quatrième trimestre, tandis que le déficit commercial espagnol atteignait en novembre dernier 76 milliards d'euros en cumulé sur douze mois.

Pour cette année, même si la progression sensible de l'endettement des ménages espagnols et hellènes observée au cours des dernières années limite quelque peu le potentiel d'accélération de leurs dépenses, la demande intérieure, dynamisée par le processus de rattrapage dans lequel sont toujours engagés les pays d'Europe du Sud, devrait rester un soutien appréciable de leur activité. **Elle permettrait ainsi aux croissances grecque et espagnole d'atteindre respectivement 3,5 % et 3,2 % en 2006.**

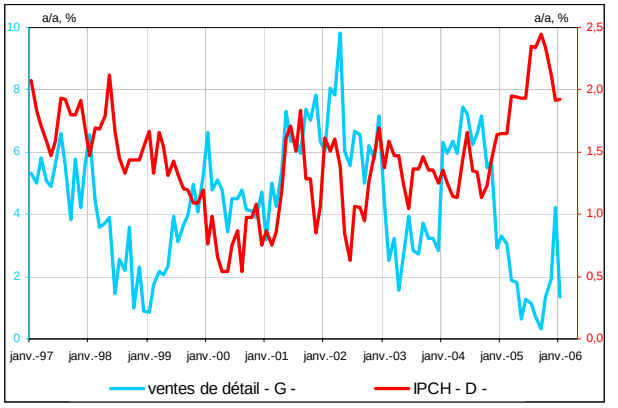
[1] « Le Lion et le Rat », Jean de La Fontaine.

ROYAUME-UNI : EVOLUTIONS A CONTRE TENDANCE.

Mise à part l'inflation, les chiffres publiés cette semaine par l'ONS ont quelque peu surpris. Tout d'abord, et **malgré la traditionnelle baisse du mois de janvier (- 0,5 % observé), le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est resté stable à 1,9 %. Plus étonnant, les ventes de détail se sont contractées (- 1,3 % en volume sur le mois) tandis que le nombre de chômeurs recensés par l'office statistique a cessé de croître pour la première fois depuis février 2005 (- 2 000 prestataires)**. Si ces évolutions contreviennent clairement à la tendance des derniers mois, elles ne semblent cependant pas pour autant inexplicables. En effet, l'accélération de la croissance observée en toute fin d'année 2005 (+ 0,7 % au dernier trimestre) a probablement concouru à rehausser les perspectives d'activité des entreprises, qui se seraient ainsi, pour certaines d'entre elles, remises à embaucher (et pour d'autres à moins licencier). Les composantes « perspectives d'emploi » des enquêtes menées par la Commission Européenne dans l'industrie et les services ont ainsi respectivement gagné 4,3 et 12,5 points entre septembre et janvier. Aussi les surcapacités dans l'économie britannique ont-elles probablement atteint un niveau plus conforme au seuil de rentabilité des entreprises : douze mois d'ajustement à la baisse auraient conduit à un niveau d'emploi jugé désormais optimal. Inutile de préciser que ces spéculations demandent confirmation. Il est effectivement encore un peu tôt pour affirmer que le marché du travail britannique a retrouvé son dynamisme des dix dernières années.

En ce qui concerne les ventes de détail, le fort recul (plutôt inattendu) en ce début d'année doit s'interpréter comme une correction de la vigueur des derniers mois (+ 2,3 % entre août et décembre 2005), dans un contexte où l'effet « soldes » du mois de janvier (à l'origine, donc, du repli de 0,5 % de l'indice des prix à la consommation) a probablement moins joué que les années précédentes. Dans ces conditions, le redressement déjà largement artificiel (effets de base très favorables) du glissement annuel des ventes de détail a fait long feu. Celui-ci perd près de trois points et s'établit désormais à 1,4 %. Il faut souligner en effet que l'augmentation notable du *volume* des ventes au dernier trimestre 2005 relevait essentiellement des baisses de prix pratiquées par les détaillants. L'appétit de consommation des ménages semble donc durablement affecté par le ralentissement tendanciel de l'activité ; de quoi contrarier les espoirs de reprise réitérés par la BoE dans la dernière mouture du trimestriel *Inflation Report*.

STABILISATION (SOUS LA CIBLE) DE L'INFLATION MAIS NOUVEAU REVERS POUR LA CONSOMMATION



Sources : ONS, Natexis Banques Populaires.

Marc Touati, Jean-Christophe Caffet,
Nathalie Dezeure et Carol Hainaut

NOS PREVISIONS POUR LES PRINCIPALES STATISTIQUES DE CETTE SEMAINE

Date de sortie	Heure de sortie	Pays	Indicateur	Période concernée		Prévision Natexis Banques Populaires	Précédent
21-févr	8H40	France	PIB	T4 05	t/t	+ 0,2 %	+ 0,7 %
			(deuxième estimation)		a/a	+ 1,2 %	+ 1,8 %
21-févr	8H45	France	Prix à la consommation	Janvier	m/m	- 0,3 %	+ 0,1 %
					a/a	+ 1,8 %	+ 1,5 %
22-févr	8H00	Allemagne	PIB	T4 05	t/t	+ 0,0 %	+ 0,6 %
					a/a	+ 1,6 %	+ 1,4 %
22-févr	8H45	France	Enquête INSEE dans l'industrie :	Février			
			Indice synthétique			103	103
			Perspectives générales			2	1
			Perspectives personnelles			6	7
22-févr	8H50	France	Consommation des ménages en produits manufacturés	Janvier	m/m	+ 1,0 %	- 1,0 %
					a/a	+ 1,8 %	+ 1,4 %
22-févr	9H16	Espagne	PIB	T4 05	t/t	+ 0,9 %	+ 0,8 %
			(deuxième estimation)		a/a	+ 3,5 %	+ 3,5 %
22-févr	14H30	Etats-Unis	Prix à la consommation	Janvier	m/m	+ 0,5 %	- 0,1 %
					a/a	+ 3,9 %	+ 3,4 %
22-févr	14H30	Etats-Unis	Prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires	Janvier	m/m	+ 0,3 %	+ 0,2 %
					a/a	+ 2,3 %	+ 2,2 %
23-févr	10H00	Allemagne	Climat des affaires de l'enquête IFO	Février		101,2	102
24-févr	9H30	Italie	Climat des affaires de l'enquête ISAE	Février		92	92,7
24-févr	10H30	Royaume-Uni	PIB	T4 05	t/t	+ 0,6 %	+ 0,4 %
			(deuxième estimation)		a/a	+ 1,7 %	+ 1,7 %
24-févr	14H30	Etats-Unis	Commandes de biens durables	Janvier	m/m	- 2,2 %	+ 1,8 %
25-févr	15H00	Allemagne	Prix à la consommation	Février	m/m	+ 0,3 %	- 0,5 %
					a/a	+ 2,0 %	+ 2,1 %

N.B. : Nos prévisions sont établies à partir d'équations économétriques multiples, 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)

OU VA LA CROISSANCE ?

EUROLAND : LE REDEMARRAGE SE CONFIRME MALGRE TOUT…

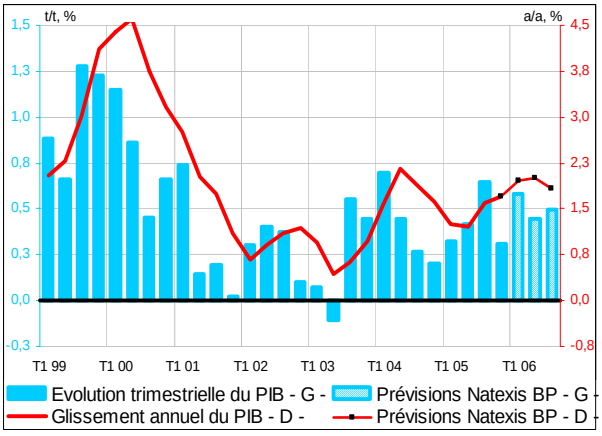
Les comptes nationaux préliminaires du quatrième trimestre 2005 ont révélé une déception pour la zone euro. En effet, malgré la bonne tenue des « petits pays », la hausse de seulement 0,2 % du PIB français et la stagnation du PIB allemand ont conduit le PIB de la zone à ne croître que de 0,3 %. Certes, grâce à un effet de base positif, le glissement annuel du PIB finit l'année à + 1,7 %, soit un plus haut depuis un an et demi. Toutefois, ce « petit coup de froid » confirme bien que la reprise en cours dans l'Euroland depuis l'été reste fragile. Fragile, mais tangible néanmoins. Ainsi, sous l'hypothèse d'un resserrement monétaire modéré (3 % d'ici fin 2006), d'une reprise de la baisse de l'euro à partir du printemps (sous les 1,15 dollar en fin d'année) et d'un apaisement des prix pétroliers (55 dollars le baril de Brent en fin d'année), la croissance de la zone euro devrait continuer de s'accélérer progressivement. **Le PIB enregistrerait ainsi des progressions de respectivement 0,6 %, 0,4 % et 0,5 % au cours des trois premiers trimestres de 2006**. **Son glissement annuel passerait alors de 1,7 % fin 2005 à 2 % au cours du premier semestre, puis 1,8 % au troisième trimestre.** A l'issue du troisième trimestre, l'acquis de croissance atteindrait 1,8 % (contre 1,4 % un an plus tôt). Les principaux éléments soutenant cette prévision sont les suivants :

Au niveau des ménages : Malgré la faiblesse persistante de la consommation (les ventes au détail n'ont crû que de 0,8 % sur un an), les ménages ont retrouvé un peu d'optimisme. Leur indice de moral s'est ainsi établi à - 10,7 en janvier, un plus haut depuis l'automne 2002. En outre, malgré la faiblesse persistante des salaires (qui reculent en termes réels !) et de l'emploi (+ 0,7 % en glissement annuel), leur propension à consommer s'est améliorée ces derniers mois. Pour la première fois depuis janvier 2002, elle se situe même à un niveau très proche de sa moyenne de long terme (selon l'enquête de la Commission européenne). En conséquence, la consommation privée pourrait s'accélérer très légèrement en début d'année.

Au niveau des entreprises : A l'image de ce que l'on observe en Allemagne (qui représente environ un tiers du PIB de la zone), les entreprises eurolandaises ont enregistré des résultats plutôt satisfaisants au cours des derniers trimestres. D'ailleurs, le moral des chefs d'entreprise s'est redressé dans tous les secteurs économiques. Dans la plupart des cas, l'enquête de la Commission européenne révèle ainsi que le climat des affaires se situe à des sommets depuis 2000-2001. En conséquence, l'investissement devrait être le principal moteur de la reprise cette année.

Au niveau du commerce extérieur : A l'image de la dégradation notable du commerce extérieur dans des pays tels que la France, l'Italie et l'Espagne, l'excédent commercial eurolandais s'est réduit ces derniers mois. En cumulé sur douze mois, il n'atteint plus que 30,9 milliards d'euros, un plancher depuis quatre ans. Le commerce extérieur devrait donc contribuer faiblement à la croissance dans les trimestres à venir.

LA CROISSANCE EUROLANDAISE A L'HORIZON DES TROIS PROCHAINS TRIMESTRES.



Sources : Eurostat, Datastream, Natexis Banques Populaires

Alexandre Bourgeois

QUID DE L'EVOLUTION DES MARCHES ?

LA REMONTEE DU DOLLAR S'INSCRIT DANS LA DUREE.

Pour ceux qui craignaient que Ben Bernanke ne fût pas à la hauteur d'Alan Greenspan, les doutes peuvent désormais s'estomper. Ainsi, pour son premier *Testimony* devant le Congrès, le nouveau Président de la Fed a réussi à influencer significativement l'opinion des marchés. Sans vouloir brûler ce que l'on a encensé, il est même possible de dire que le Professeur Bernanke (51 ans) a été plus clair et percutant que son prédécesseur (80 ans le 6 mars prochain). Ah, le jeunisme… Ainsi, il a su rassurer sur l'état de l'économie américaine, mais aussi sur le *fine tuning* de la politique monétaire de la Fed, qui devrait encore être resserrée, mais sans excès. Dans ce cadre, après avoir déjà bien remonté dans le sillage du discours de Ben Bernanke, le dollar devrait poursuivre sur sa tendance, oscillant autour des 1,18 pour un euro jusqu'à l'été pour atteindre les 1,15 dès l'automne.

Plus fondamentalement, nous distinguons quatre arguments principaux pour soutenir notre scénario.

1. Les marchés ont définitivement pris conscience que les *twin deficits* américains ne sont pas dramatiques à moyen terme, dans la mesure où ils sont financés sans difficulté par les investissements colossaux en provenance de l'étranger (environ 1500 milliards de dollars tant en 2004 qu'en 2005).

2. Après un petit coup de frein au quatrième trimestre 2005, la croissance américaine devrait retrouver un niveau supérieur à 4 % en rythme annualisé au premier trimestre 2006. Sur l'ensemble de l'année, elle atteindrait ainsi une moyenne de 3,5 %, confirmant les Etats-Unis dans leur rôle de locomotive de l'économie planétaire.

3. Bien loin de cette réussite et malgré une reprise technique, d'ailleurs en partie soutenue par la baisse de l'euro de l'an passé, la croissance eurolandaise resterait molle, aux alentours des 2 % cette année, maintenant ainsi l'Euroland dans son "rôle" de lanterne rouge de la croissance mondiale.

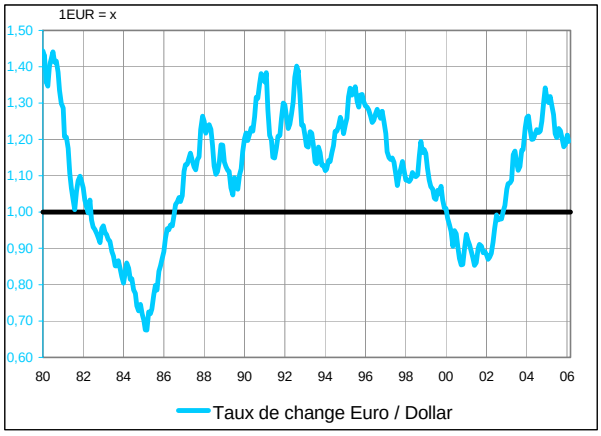
4. Dans le sillage de cet écart de performances entre les deux rives de l'Atlantique, le différentiel de taux d'intérêt monétaires devrait se maintenir autour de ses niveaux actuels, i.e. 225 points de base. En effet, la Fed devrait tendre son étreinte jusqu'à 5 % d'ici six mois, tandis que la BCE, toujours en dépit du bon sens, devrait augmenter son taux refi à 2,75 %, au pire 3 %. Autrement dit, pour acheter de l'euro face au dollar, il faudra encore accepter de renoncer à une meilleure rémunération sans risque, ce qui, comme en 2005, favorisera la remontée du billet vert.

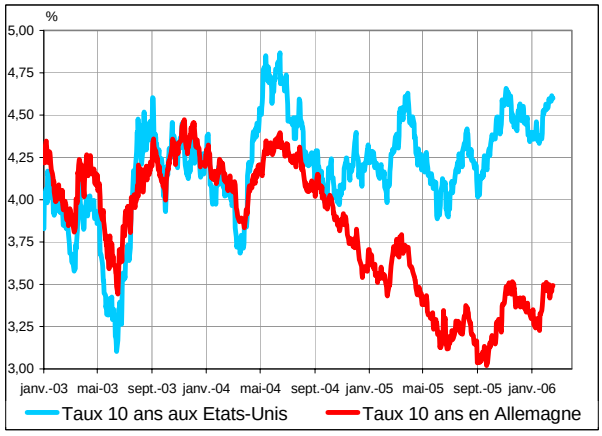
Parallèlement, le yen devrait connaître une évolution en deux temps au cours de l'année 2006. En effet, les arguments en faveur de l'appréciation de la devise japonaise restent nombreux : retour confirmé de l'Archipel sur le chemin d'une croissance soutenue (2,8 % en 2005 et 3 % en 2006), excédents courants pléthoriques (environ 3,5 % du PIB tant en 2005 qu'en 2006), afflux massifs d'investissements sur la bourse nipponne et sortie progressive de la déflation dès cette année. Dans ce contexte favorable, la Banque du Japon devrait augmenter légèrement ses taux directeurs d'ici la fin 2006. Même si ce resserrement restera limité, la fin de la politique de taux zéro ne manquera néanmoins pas de changer la psychologie des marchés.

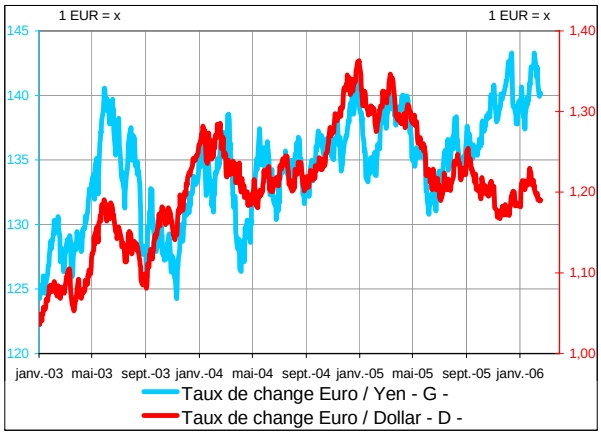
Après avoir excessivement baissé fin 2005, le yen connaîtrait ainsi une évolution corrective jusqu'à 115 pour un dollar à l'horizon des trois prochains mois. En revanche, la perspective d'un ralentissement économique notable dès 2007 (notamment via le resserrement monétaire, mais aussi une politique budgétaire plus restrictive) devrait ramener le yen vers les 120 d'ici la fin 2006.

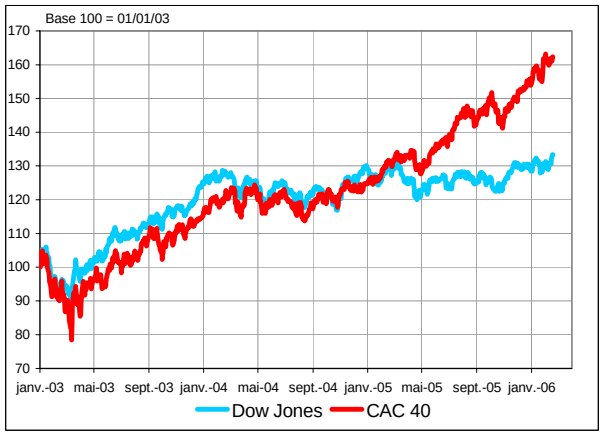
Marc Touati

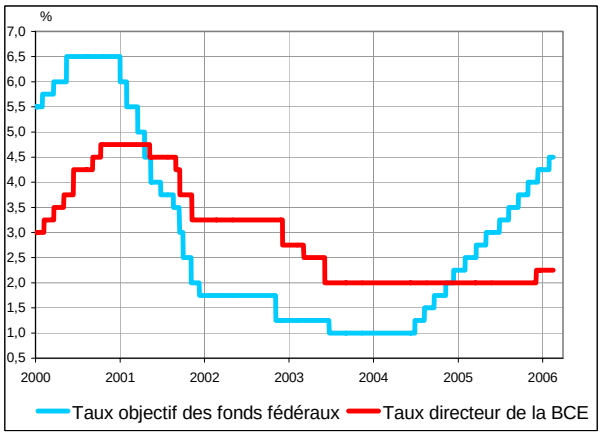
IMAGES DES MARCHES EN MOUVEMENT

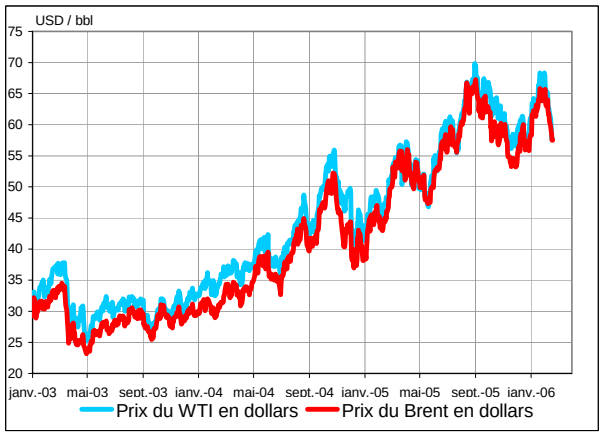












Sources : Bloomberg, Datastream, Natexis Banques Populaires

RESUME DE NOTRE CADRAGE ECONOMIQUE ET FINANCIER INTERNATIONAL

	Croissance du PIB en volume				Inflation en moyenne annuelle				Taux de chômage en moyenne annuelle			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Etats-Unis	4,2	3,5	3,4	3,3	2,7	3,4	2,8	2,3	5,5	5,1	4,6	4,4
Japon	2,3	2,8	3,0	1,8	0,0	-0,3	0,3	1,0	4,7	4,4	4,3	4,5
Euroland	1,8	1,4	2,0	1,9	2,1	2,2	1,9	2,3	8,9	8,5	8,1	7,8
Allemagne	1,1	1,1	1,7	1,2	1,7	2,0	1,6	2,6	10,5	11,7	11,0	10,4
France	2,1	1,5	2,0	1,9	2,1	1,7	1,7	1,6	10,0	9,9	9,4	9,0
Italie	1,0	0,2	1,5	1,4	2,2	2,0	1,9	1,8	8,0	7,7	7,6	7,5
Espagne	3,1	3,4	3,2	3,0	3,0	3,3	3,1	2,9	10,9	9,4	8,7	8,5
Royaume-Uni	3,2	1,8	2,2	2,4	1,3	2,0	1,9	1,9	2,7	3,0	3,0	3,0
Canada	2,9	2,9	3,0	2,8	1,8	2,2	2,1	1,9	7,2	6,7	6,5	6,5

	Taux d'intérêt directeurs				Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans				
	17-févr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	17-févr	*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
Etats-Unis	4,50	4,50	4,75	5,00	4,55	↘	4,70	4,90	5,20
Euroland	2,25	2,50	2,75	3,00	3,47	↘	3,60	3,90	4,30
Royaume-Uni	4,50	4,25	4,00	4,00	4,14	↘	4,30	4,40	4,60
Japon	0,00	0,00	0,00	0,25	1,52	↘	1,60	1,70	1,90

	Taux de change						Bourses internationales				
	17-févr	*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an		17-févr	*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
EUR/USD	1,19	↘	1,18	1,16	1,12	**Dow Jones**	11 113	↗	11 000	11 200	11 700
USD/JPY	119	↗	115	118	120	**Nikkei**	15 713	↘	15 500	16 500	17 500
EUR/JPY	141	↗	136	137	134	**Cac 40**	4 995	↗	5 000	5 200	5 400
EUR/GBP	0,68	↗	0,70	0,69	0,69	**Dax 30**	5 807	↗	5 700	5 800	6 000

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

Economie et Marchés

Parution : hebdomadaire **Editeur** : Natexis Banques Populaires – Grandes Clientèles, Financements et Marchés – Etudes Economiques.
115, rue Montmartre 75002 Paris

Directeur de publication : Marc Touati : Tél. : 01.58.32.48.79 – Fax : 01.58.32.50.93 – E-mail : marc.touati@nxbp.fr

Economistes : Marc Touati– Alexandre Bourgeois : 01.58.32.55.27 – Jean-Christophe Caffet : 01.58.32.41.86 – Jésus Castillo : 01 58 32 46 59 - Nathalie Dezeure : 01.58.32.55.28 –
Carol Hainaut : 01.58.32.29.10 – Hervé Liévore : 01.58.32.46.09

Modélisation économétrique : Camille Creuzé : 01 58 32 55 14

Statistiques et organisation: Laura Bassi : 01.58.32.41.33 – Céline Klein : 01 58 32 07 57

Analyse quantitative : Cyril Regnat 01.58.32.13.13 **–**Sophie Chardon 01.58.32.11.42