



Chronique mensuelle - Janvier- 2007

2 février 2007

Banques centrales : surprise-surprise

- Hausse surprise du taux directeur de la Banque d'Angleterre.
- Statu quo inattendu de la Banque du Japon.
- Etats-Unis : La progression du PIB pour le T4.06 est ressortie au dessus des attentes. La Fed a voté à l'unanimité la poursuite du statu quo monétaire.
- Zone euro : Les premières statistiques allemandes sont rassurantes quant à l'effet de la hausse de la TVA. La BCE a laissé inchangé son taux directeur.
- Le prix du pétrole a chuté et s'est approché du seuil des 50\$/b, pour remonter en fin de mois

La surprise monétaire de la BoE et de la BoJ

Variations mensuelles *

Marchés d'actions

| | | | |
|-----------|-------|---|--------|
| CAC 40 | 5608 | ↗ | 1,20% |
| Dow Jones | 12622 | ↗ | 1,27% |
| Nasdaq | 2464 | ↗ | 2,01% |
| Nikkei | 17383 | ↗ | 0,91% |
| Stoxx 50 | 4179 | ↗ | 1,42% |
| FT 100 | 6203 | ↘ | -0,28% |
| Swissmi | 9135 | ↗ | 3,98% |
| Milanbc | 42149 | ↗ | 1,39% |
| Dax | 6789 | ↗ | 2,91% |
| Aex | 500 | ↗ | 0,90% |
| Ibex 35 | 14553 | ↗ | 2,87% |
| S&P 500 | 1438 | ↗ | 1,41% |

Change

| | | | |
|---------|------|---|--------|
| EUR/USD | 1,30 | ↘ | -1,27% |
| USD/JPY | 121 | ↗ | 1,38% |
| EUR/GBP | 0,66 | ↘ | -1,58% |

Matières premières

| | | | |
|----------------|------|---|-----------|
| Pétrole (\$/b) | 55,2 | ↘ | -4,2 \$/b |
| or | 653 | ↗ | 2,6% |

Taux

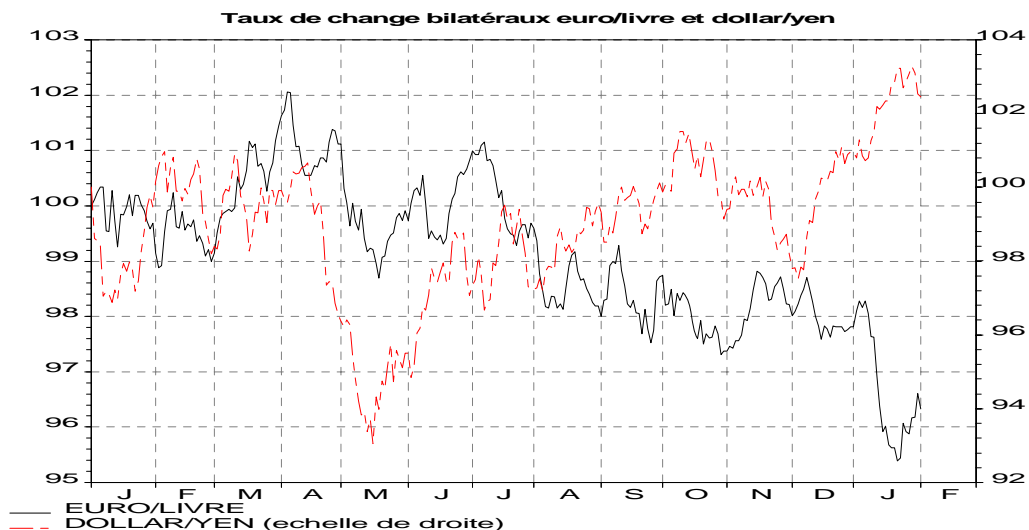
| | | | |
|-------------|------|---|-------|
| Bund 10 ans | 4,10 | ↗ | 16 pb |
| Bond 10 ans | 4,81 | ↗ | 11 pb |
| Oat 10 ans | 4,15 | ↗ | 16 pb |
| Gilt 10 ans | 4,98 | ↗ | 24 pb |
| Jgb 10 ans | 1,70 | ↗ | 2 pb |

* : à partir des cours de clôture du 1 janvier au 31 janvier source : Bloomberg

L'actualité du mois de janvier a été marquée par le relèvement inattendu de 25 pb du taux d'intérêt directeur de la Banque d'Angleterre (BoE), le 11 janvier 2007. Les facteurs explicatifs de ce resserrement sont le dynamisme de l'activité économique ainsi que la présence de fortes tensions inflationnistes. Au T4.06, la croissance du PIB a progressé de +0,8% (après +0,7%), soit +3% sur un an. Le taux d'inflation est ressorti en forte hausse à +3% sur un an en décembre, soit un niveau un record depuis 1997. Notons que le risque d'accélération des prix demeure en raison de l'imminence des négociations salariales.

Dans le même registre, la Banque du Japon (BoJ) a, contre toute attente laissé inchangé son principal taux d'intérêt à 0,25%. Les autorités monétaires ont justifié leur position par un ralentissement momentané de l'activité économique ainsi que par une inflation jugée encore trop faible (+0,3% sur l'année 2006). Elles ont cependant insisté sur le caractère temporaire de cette faiblesse et ont rappelé que les perspectives à moyen terme demeuraient inchangées, tant au niveau des prix que de l'activité.

Ces surprises monétaires ont eu un impact marqué sur les taux obligataires et les taux de change. Le taux à 10 ans des obligations d'Etat britanniques a gagné plus de 20 bp sur le mois. Dans le même temps, la livre sterling s'est apprécié notamment face à l'euro et se situe désormais à son plus haut depuis mi-2004. La devise nippone a continué de se déprécier en particulier face au dollar atteignant son plus bas niveau depuis 4 ans. Il convient de noter que la dépréciation du yen résulte à la fois du statu quo de la BoJ ainsi que des changements d'anticipations portant sur la politique monétaire outre-Atlantique. Les marchés ont en effet cessé d'anticiper une diminution substantielle du taux des fed funds en 2007.



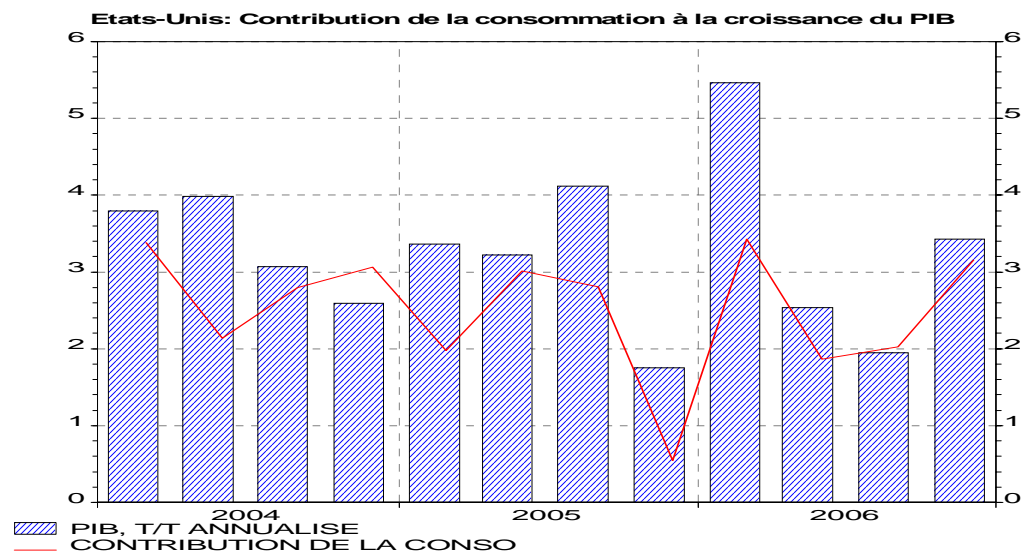
L'étonnante résistance de l'économie américaine

La publication des chiffres PIB américain pour le T4.06 a réservé son lot de surprises. En premier lieu, la progression du PIB est ressortie plus forte qu'attendu par le consensus à 3,5% en rythme annualisé (contre 3% attendu). L'un des principaux moteurs du dynamisme de l'économie est la consommation des ménages qui a affiché une progression de +4,4% (en rythme annualisé) contribuant ainsi pour plus de 3pp à la croissance du PIB américain. Ces bonnes nouvelles du côté de la consommation corroborent le message envoyé par les ventes au détail et par la confiance des ménages (Indice de l'Université du Michigan) qui ont respectivement rebondi en décembre et en janvier. Il convient de noter que l'indice du Michigan a atteint son plus haut niveau depuis trois ans.

Pour autant, la bonne orientation de l'économie ne doit pas masquer une situation encore fragile dans le secteur de l'immobilier. L'investissement résidentiel, tel qu'il calculé dans les comptes de la nation, a reculé de 19,2% (en rythme annualisé), amputant la croissance de 1,2pp au T4.06. En dépit de ce repli significatif, la Fed souligne que le secteur montre des signes de stabilisation, comme l'illustrent l'augmentation des ventes logement neufs et la légère remontée de l'indice NAHB (indicateur de confiance dans le secteur de la construction), en janvier.

Du côté de l'industrie, plusieurs indicateurs suggèrent pour un ralentissement. L'indice de la Fed de Richmond a cédé 5 pts au mois de janvier à -11 pts et l'indice ISM, publié peu après, est passé sous la barre symbolique des 50 points, confirmant la faiblesse du secteur industriel. En parallèle, l'investissement des entreprises en biens d'équipement s'est replié (-1,8% en rythme annualisé). Néanmoins, les statistiques publiées en fin d'année laissent augurer un premier trimestre 2007 mieux orienté. Les commandes de biens durables ont progressé pour la deuxième fois consécutive à +2,2% en décembre.

Les statistiques de prix indiquent une inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) qui se maintient au-delà de la zone de confort de la Fed (+2,6% sur l'année). Dans le même registre, les prix à la production, hors composantes volatiles, ont progressé de 2% (après 1,8%) en 2006 confirmant la présence de pressions inflationnistes. A l'unanimité, les membres de la Fed ont voté le statu quo monétaire en soulignant que la croissance devrait se poursuivre à un rythme modéré et qu'il convenait de rester vigilant en matière d'inflation.



L'économie allemande demeure solide malgré la hausse de la TVA.

L'Allemagne affiche un bilan positif pour l'année 2006. Le PIB a enregistré une progression de +2,7% en 2006 (après 1,1% en 2005), soit un point haut depuis 2000. La croissance allemande a principalement été tirée par l'investissement des entreprises (+0,9pp) ainsi que par le commerce extérieur (+0,7pp). Notons que la consommation n'a contribué qu'à hauteur de 0,4pp à la croissance du PIB.

En dépit du léger repli de l'indice IFO (indicateur du climat des affaires), liée à un recul de la composante « condition courante », l'indicateur reste sur des niveaux élevés. Par ailleurs, la composante anticipation continue de progresser ce qui laisse augurer d'une économie dynamique pour le début de l'année 2007, compte tenu de la hausse de la TVA (+3 pts), effective depuis 1^{er} janvier 2007. Suite à ce resserrement fiscal, l'indice de confiance des ménages (GfK) a reculé, sous l'effet d'un effondrement de la composante « volonté d'achat ». Du côté des prix, l'estimation préliminaire pour le mois de janvier est ressortie à 1,8%, en glissement annuel (après 1,4%). L'impact inflationniste de la hausse de la TVA demeure à l'heure actuelle contenu.

Les indicateurs du climat des affaires en France et en Italie sont cependant moins bien orientés qu'en Allemagne. L'indice INSEE pour la France est stable sur le mois alors que l'indice ISAE en Italie s'est replié. Pour autant, les statistiques de consommation demeurent vigoureuses notamment en France. La consommation des ménages a surpris à la hausse au mois de décembre à +1,3% (contre +0,3% attendu), portant le glissement annuel à +6,8%, soit un point haut depuis 2000.

Par ailleurs, le taux de croissance de la masse monétaire en zone euro s'est accéléré pour atteindre +9,7% sur un an (après +9,3%), soit un niveau inobservé depuis 1990. Mais, il est important de souligner que le crédit au secteur privé a ralenti en décembre. (+10,7% sur l'année, après +11,2% le mois précédent). La BCE a maintenu son principal taux directeur inchangé à 3.5%. J-C Trichet a déclaré que la politique monétaire reste accommodante et qu'il

est nécessaire de rester une vigilant sur les risques inflationnistes. Bien que le taux d'inflation se situe sous le seuil de 2%, les statistiques de croissance de M3 et du crédit orientent à la hausse les risques de tensions inflationnistes. Le marché anticipe dès lors de nouvelles hausses de taux dans les prochains mois, ce qui a poussé à la hausse le taux d'intérêt à long terme qui ont augmenté de plus de 15 pb sur le mois.

Baisse du prix du pétrole

Le prix du pétrole a été marqué par une importante baisse, durant la première partie du mois de janvier, frôlant le seuil des 50\$/b en raison de la clémence des températures. Cependant, les déclarations de G-W. Bush visant à doubler les réserves stratégiques ainsi que la chute des températures aux Etats-Unis ont contribué à sa remontée en fin de mois.