

ÉTUDES ET STRATÉGIE

SEMAINE DU 25/01 AU 29/01/2016



CHIFFRE DE LA SEMAINE

-0,1 %

C'est le taux instauré par la Banque du Japon sur une partie des réserves des banques commerciales à la banque centrale.

Aux États-Unis, le PIB a ralenti au 4^e trimestre, avec une hausse de seulement 0,7 %, freinée par l'investissement en équipement et en structures, les exportations et les stocks. En revanche, le secteur résidentiel se porte bien, ce qui est confirmé par les diverses statistiques mensuelles publiées. La confiance des consommateurs rebondit, malgré les tensions boursières. Il est vrai qu'elle réagit aussi à la situation de l'emploi et au prix de l'essence. Le FOMC a maintenu sa politique inchangée, ; dans le communiqué, il constate un certain ralentissement et annonce qu'il sera attentif aux évolutions économiques et boursières mondiales. Cela semble tout à fait compatible avec une hausse de taux en mars.

Dans la zone euro, les PIB ont montré un ralentissement, avec, par exemple, une consommation décevante en France, ce qui pourrait être une conséquence des attentats. Les crédits au secteur privé ont ralenti, spécialement ceux à court terme, mais l'agrégat monétaire M3 continue de croître à un rythme assez soutenu.

Au Japon, dans un environnement de faible activité et d'inflation encore plus faible, la Banque du Japon a surpris en instaurant un taux négatif sur une fraction des dépôts que les banques commerciales tiennent en compte auprès d'elle. Pour l'instant ce taux ne s'applique qu'à un faible montant global, mais celui-ci devrait s'accroître au fur et à mesure des achats de titres.

À RETENIR

- Aux Etats-Unis, la faible croissance du PIB (+0,7%) mais les bonnes statistiques de logement
- En zone euro, le ralentissement des crédits au secteur privé
- Au Japon, l'instauration d'un taux négatif

À SURVEILLER

- Aux Etats-Unis, les ISM et l'emploi
- En zone euro, le taux de chômage et les prix à la production
- Au Japon, les agrégats monétaires

L'ÉQUIPE ÉTUDES ET STRATÉGIE



PHILIPPE
WEBER

RESPONSABLE
DES ÉTUDES ET
DE LA
STRATÉGIE



LAETITIA
BALDESCHI

STRATÉGISTE



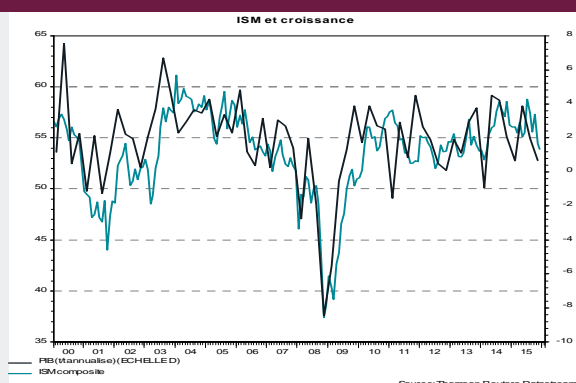
THOMAS
PAGE-LECUYER

STRATÉGISTE

**SCÉNARIOS à 3 mois
du 25/01/2015**

		Maintien de la dynamique économique			Baisse des matières premières entraînant une crise des pays émergents et une crise du crédit		
		Etats-Unis	Zone Euro	Japon	Etats-Unis	Zone Euro	Japon
PIB	2014	2,4	0,9	-0,1	2,4	0,9	-0,1
	2015	2,4	1,5	0,7	2,4	1,5	0,7
	2016	1,9	1,6	1,1	1,3	1,1	0,6
	2017	2,6	1,8	0,4	2,0	1,3	1,1
CPI	2014	1,6	0,4	2,6	1,6	0,4	2,6
	2015	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,5
	2016	1,0	0,8	0,3	0,6	0,7	0,0
	2017	2,2	1,7	1,8	1,6	1,4	0,5
Taux B. C. déc. 2016		1,25	0,05	0,10	0,75	0,05	0,10
Taux B. C. déc. 2017		2,25	0,05	0,10	1,75	0,05	0,10

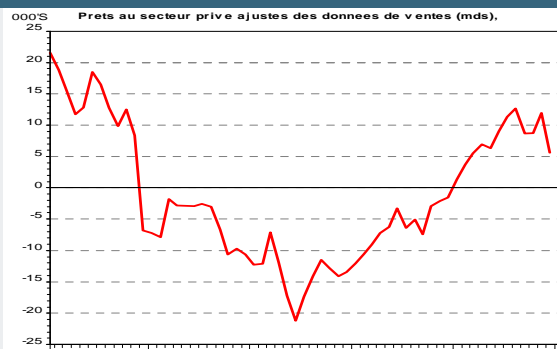
ÉTATS-UNIS



Coup de frein au 4e trimestre

La croissance a ralenti avec un PIB en hausse de seulement 0,7 % au 4^e trimestre. Si la consommation et l'investissement résidentiel ont convenablement résisté, l'investissement en structures et en équipement recule. Mentionnons aussi le fait que le commerce extérieur comme la variation des stocks ont chacun retiré un demi-point à la croissance.

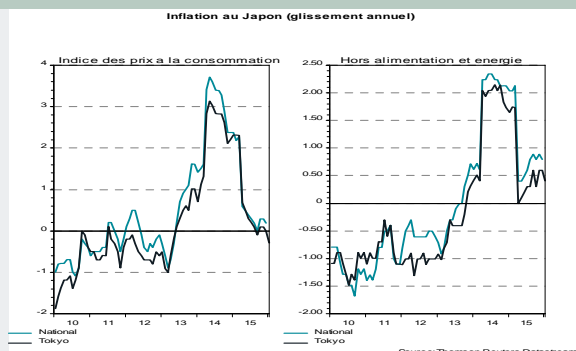
ZONE EURO



Coup de frein pour les prêts au secteur privé, mais...

Ils passent de +1,2% sur un an en novembre à +0,8% en décembre. Les prêts ajustés de certaines opérations financière freinent à +0,4% après +0,9%, chiffre qui devrait persuader la BCE de renforcer son action. Toutefois, malgré les apparences, cette publication n'est pas si mauvaise puisque ce coup d'arrêt est dû aux prêts à un an (qui passent de +3,1% sur un an à -4,3%) alors que ceux à 5 ans progressent de +3,1% à +5,1% sur un an et ceux à plus de cinq ans aussi de -0,9% à +0,3% sur un an.

JAPON



Toujours pas d'inflation

L'indice des prix national augmente de 0,2 % en un an en décembre et de 0,1 % hors alimentation fraîche, mais de 0,8 % hors alimentation et énergie. Pour Tokyo, les chiffres pour janvier sont de -0,3 %, de -0,1 % et de +0,4 %. Il semble que les articles d'hiver aient été bradés. La Banque du Japon publie un indice de diffusion qui est en revanche en hausse.

BANQUES CENTRALES

Réserve fédérale				BCE				BoJ			
Mars 16	Juin 16	Sept 16	Déc. 16	Mars 16	Juin 16	Sept 16	Déc. 16	Mars 16	Juin 16	Sept 16	Déc. 16
0.50	0.75	1.00	1.25	0.05	0.05	0.05	0.05	0.0/0.1	0.0/0.1	0.0/0.1	0.0/0.1
Actualités		Etats-Unis : Réunion du FOMC le 16 mars Zone euro : Réunion de la BCE le 10 mars Japon : Réunion de la BOJ le 15 mars Royaume-Uni : Réunion de la BOE le 4 février									
Autres banques		Réunions attendues cette semaine : 02/02 : Australie (2.00%) ; Inde (6.75%) 03/02 : Thaïlande (1.50%) ; Pologne (1.50%) 04/02 : Philippines (4.00%) ; Mexique (3.25%) 05/02 : Roumanie (1.75%)									

À VENIR

États-Unis	Lundi 1:	Dépenses de consommation des ménages en décembre (0,1%/1,3%) Indice ISM manufacturier en janvier (48,2) Dépenses de construction en janvier
	Mardi 2:	Indice ISM de New York en janvier (62)
	Mercredi 3:	Enquête ADP de l'emploi en janvier (257K) Indice ISM non manufacturier en janvier (55,3)
	Jeudi 4:	Nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage
	Vendredi 5:	Balance commerciale en décembre (-42,37 mds\$) Taux de chômage en janvier (5,0%) Rapport sur l'emploi en janvier (+292k)
Zone euro	Lundi 1:	
	Mardi 2:	ALL – taux de chômage en janvier (6,3%) Indice des prix à la production en janvier (-0,2%/-3,2%) Taux de chômage de la zone en décembre (10,5%)
	Mercredi 3:	Ventes au détail en décembre (-0,3%/1,4%)
	Vendredi 5:	Commandes aux usines allemandes en décembre (1,5%/2,1%)
Japon	Lundi 1:	
	Mardi 2:	Masse monétaire en janvier
	Mercredi 3:	Indice de confiance des consommateurs en janvier (42,7)
	Jeudi 4:	Achat/vente hebdomadaires de titres financiers
	Vendredi 5:	Indice avancé en décembre (103,5) Indice coïncident en décembre (111,9)
Chine	Lundi 1:	
	Mardi 2:	
	Mercredi 3:	Indices PMI Caixin (49,4)

États-Unis

Activité

■ PIB

(t/t annualisé, sauf mention contraire)	4T15	3T15	2T15	1T15	4T14	3T14	2T14	1T14	4T13	3T13	2T13	1T13
PIB	0,7	2,0	3,9	0,6	2,1	4,2	4,5	-0,9	3,8	3,0	1,1	1,9
Consommation des ménages	2,2	3,0	3,5	1,7	4,2	3,4	3,8	1,3	3,5	1,7	1,4	2,5
Investissement en équipement	-2,5	9,6	0,3	2,3	-5,0	15,6	6,3	3,5	13,9	-3,9	-0,9	6,2
Propriété intellectuelle	1,6	-0,8	8,1	7,2	6,8	6,4	4,8	7,6	3,4	5,2	-3,2	7,5
Structures	-5,3	-7,4	6,1	-7,6	4,2	-1,8	-0,2	17,9	3,9	16,9	11,3	-6,2
Résidentiel	8,1	7,9	9,1	9,8	9,6	3,4	10,0	-2,8	-8,3	4,8	8,9	8,8
Gouvernement	0,7	1,8	2,6	-0,1	-1,4	1,8	1,2	0,0	-2,8	-2,2	-2,0	-4,6
Stocks (contribution)	-0,5	-0,7	0,0	0,9	0,0	0,0	1,1	-1,3	-0,1	1,5	0,4	0,3
Exports nets (contribution)	-0,5	-0,3	0,2	-1,9	-0,9	0,4	-0,2	-1,4	1,3	0,2	-0,2	0,0
Exportations	-2,5	0,7	5,0	-6,1	5,3	1,8	9,4	-6,9	10,5	4,1	4,8	1,0
Importations	1,1	2,3	3,0	7,0	9,9	-0,8	9,3	2,8	1,0	2,4	5,3	0,8
Déflateur implicite du PIB	0,8	1,3	2,1	0,1	0,1	1,6	2,2	1,6	1,7	1,9	1,0	1,6
Indice prix conso privée	0,1	1,3	2,2	-1,9	-0,4	1,2	2,1	1,6	1,4	1,7	0,4	1,4
sous-jacent	1,2	1,4	1,9	1,0	1,0	1,4	2,0	1,4	1,7	1,4	1,2	1,7

Le Pib américain a progressé de 0,7 % seulement au 4^e trimestre (taux trimestriel annualisé), ce qui est l'ordre de grandeur de la plupart des anticipations. Il avait crû de 2,0 % au 3^e trimestre. La consommation s'est bien tenue, avec une hausse de 2,2 % après 3,0 %, mais deux composantes importantes de l'investissement ont reculé : l'équipement a baissé de 2,5 % (après une hausse de 9,6 %), les structures de 5,3 % (après -7,4 %). Le résidentiel, en revanche, maintient un taux de croissance à peu près stable à +8,1 % (après +7,9 %). Les dépenses publiques sont en hausse de 0,7 %. Les exportations reculent de 2,5 % alors que les importations progressent de 1,1 %, ce qui fait que la contribution du commerce extérieur net est négative à hauteur de 0,5 point. Enfin, les variations de stocks retirent 0,5 point à la croissance. Comme c'est le deuxième trimestre consécutif de baisse et qu'ils ont rarement contribué significativement à la croissance depuis la mi-2014, ils ne devraient plus trop être un frein. Au total, la demande intérieure finale (hors stocks et exportations) a augmenté de 1,6 % après 2,9 %. Pour l'ensemble de l'année, la croissance a été de 2,4 %, comme en 2014. Enfin, le déflateur implicite du PIB a augmenté de 0,8 % seulement, après 1,3 %, tandis que l'indice des prix de la consommation privée augmentait marginalement de 0,1 % au total, et de 1,2 % hors alimentation et énergie.

■ NAPM Chicago

2014-2015	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr
Total	55,6	42,9	47,7	52,6	47,8	52,9	53,7	49,2	48,7	53,4	49,3	46,8

Très vif rebond de l'indice PMI de Chicago, qui passe de 42,9 à 55,6, soit son plus haut niveau de treize mois. Il semble notamment tirée par les commandes et la production (le détail n'est pas directement disponible). Si cet indicateur n'a sans doute qu'une valeur régionale, il faut noter qu'il intègre les services, à la différence de la plupart des enquêtes régionales, notamment celles des Banques de Réserve fédérale de district, qui se limitent au secteur manufacturier.

■ S&P / Case Shiller : Prix de l'immobilier

2014-2015	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv	déc
(m/m, cvs)	0,94	0,78	0,57	0,18	-0,07	-0,07	-0,31	0,10	0,97	1,05	0,72	0,82
(a/a)	5,83	5,50	5,31	5,03	4,92	4,84	4,88	4,91	4,91	4,89	4,38	4,35

Malgré une révision qui fait apparaître une hausse légèrement moindre en octobre (+0,78 % au lieu de +0,84 %), les prix des logements anciens, dans la mesure de S&P Case-Shiller, accélèrent en décembre, avec une hausse de 0,94 % en un mois, et de 5,83 % en un an (après +5,50 %). Les vingt villes de l'échantillon voient leur prix augmenter, avec des hausses comprises entre 0,3 % (Las Vegas) et 1,3 % (Detroit). En un an, les hausses s'étagent entre 2,0 % (Chicago) et 11,1 % (Portland).

■ Commandes de biens durables

2014-2015 (m/m - %)	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Nouvelles commandes totales	-5,1	-0,5	2,8	-0,8	-2,9	1,9	4,1	-2,3	-1,7	5,1	-3,5	2,9
hors transport	-1,2	-0,5	0,5	-0,1	-0,9	0,4	1,0	-0,3	-0,6	0,6	-1,7	-0,3
sous-jacentes (équt civil hors avions)	-4,3	-1,1	0,6	0,5	-1,4	1,9	1,5	-0,8	-0,7	1,6	-5,1	-0,2
Livraisons totales	-2,2	0,6	-1,2	0,3	-0,5	1,0	0,9	-0,4	-0,3	1,5	-1,1	-0,9
Livraisons sous-jacentes	-0,2	-1,1	-1,0	0,8	-0,8	0,4	1,0	-0,4	0,2	1,0	-2,3	-0,5

Forte baisse des commandes de biens durables, avec un recul de 5,1 % en décembre, tiré par la chute des commandes d'avions (civils comme militaires). Mais les commandes sous-jacentes (biens d'équipement civils hors avions) reculent tout de même de 4,3 %, après déjà -1,1 % en novembre. L'investissement est décidément morose – mais il faudra faire la part des secteurs liés au pétrole dans cette évolution négative. Les livraisons sont également en recul (-2,2 %), les livraisons sous-jacentes un peu moins (-0,2 %), mais elles ont baissé pendant tout le dernier trimestre, ce qui laisse penser que l'investissement en équipement a reculé pendant cette période.

■ Inscriptions au chômage

2015 (Milliers)	22-janv.	15-janv.	8-janv.	1-janv.	25-déc.	18-déc.	11-déc.	4-déc.	27-nov.	20-nov.
1ères inscr.	278	294	283	277	287	267	272	282	269	260
Moyenne 4 s.	283	285	279	276	277	273	271	271	269	271
Indemnisés	0	2268	2219	2264	2234	2205	2195	2242	2246	2161
Indemnisés mh4	0	2246	2231	2225	2219	2222	2211	2201	2184	2167

Après deux semaines de hausse, le nombre d'inscriptions hebdomadaires au chômage baisse de nouveau, à 278 000 après 294 000, chiffre historiquement très bas. Le nombre d'inscrits progressait encore la semaine précédente, mais là aussi à des niveaux bas. Le marché de l'emploi semble toujours plutôt solide.

■ Enquête auprès des consommateurs : Conference Board

2015-2016	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Conference Board	98,1	96,3	92,6	99,1	102,6	101,3	91	99,8	94,6	94,3	101,4	98,8	103,8
situation présente	116,4	116,4	110,9	114,6	120,3	115,8	104	110,3	107,1	105,1	109,5	112,1	113,9
situation future	85,9	83	80,4	88,7	90,8	91,6	82,3	92,8	86,2	87,1	96	90	97

La confiance des consommateurs, dans la mesure du *Conference Board*, s'améliore en janvier, l'indice général passant de 96,3 à 98,1. Le jugement sur le présent restant stable à 116,4, ce sont entièrement les perspectives (85,9 après 83,0) qui expliquent cette amélioration. Les perspectives sur le marché du travail sont meilleures, avec un solde d'opinions de -3,3 au lieu de -4,4.

■ Confiance des consommateurs - Université du Michigan

2014-2015	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr
Indice total	93,3	92,6	91,3	90,0	87,2	91,9	93,1	96,1	90,7	95,9	93,0	95,4
Inflation, persp. à 1 an	2,4	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	2,6	3,0	2,8
", persp. à 5 ans	2,7	2,6	2,6	2,5	2,7	2,7	2,8	2,6	2,8	2,6	2,8	2,7
Présent	105,1	108,1	104,3	102,3	101,2	105,1	107,2	108,9	100,8	107,0	105,0	106,9
Perspectives	85,7	82,7	82,9	82,1	78,2	83,4	84,1	87,8	84,2	88,8	85,3	88,0

Comme celle du *Conference Board*, la mesure faite par l'université du Michigan de la confiance des consommateurs progresse en janvier, avec un indice total à 93,3 après 92,6. Le jugement sur le présent recule pourtant de 108,1 à 105,1, mais les perspectives progressent de 82,7 à 85,7, au plus haut depuis juin 2015. Les indicateurs de confiance ne sont pas vraiment un indicateur avancé de l'activité, mais leur résistance aux fluctuations boursières et aux discours alarmistes montre que l'impact de la baisse du prix de l'essence et de la bonne tenue de l'emploi est, en tout cas pour l'instant, supérieur. Les anticipations d'inflation reculent à un an (2,4 % au lieu de 2,6 %) mais se redressent à 5 ans (2,7 % au lieu de 2,6 %) ; il faut toutefois mentionner que ces dernières oscillent dans une plage très restreinte de fluctuation depuis des mois.

■ Ventes en cours de maisons existantes

2015-2016	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Total (a/a)	3,1	4,9	2,4	3,2	6,6	7,2	11,1	7,9	12,6	13,5	12,5	6,1
(m/m, sa)	0,1	-1,1	0,4	-1,6	-1,4	0,5	-1,7	0,6	2,7	1,2	3,6	1,2

Progression marginale des ventes en cours de maisons existantes en décembre, avec une hausse de 0,1% en un mois qui suit un recul de 1,1 % en novembre. En un an, ces ventes ont progressé de 3,1 %. Les ventes en cours sont à peu près comparables aux compromis ou promesses de vente et sont un indicateur avancé convenable des ventes de maisons existantes, moyennant un lissage. Cependant la corrélation a été assez médiocre dans les derniers mois.

■ Ventes de logements

2014-2015	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Neufs (en milliers)	544	491	482	457	507	500	469	513	508	485	545	521
(m/m, %)	10,8	1,9	5,5	-9,9	1,4	6,6	-8,6	1,0	4,7	-11,0	4,6	5,3
Prix moyen (a/a)	-7,3	1,5	-5,7	15,3	-2,1	-1,0	-2,6	5,3	3,0	6,4	9,2	5,5
Prix médian (a/a)	-4,3	-1,9	-0,9	17,6	2,9	5,6	0,8	0,6	6,6	3,9	9,5	8,2
Stocks (en mois)	5,2	5,6	5,6	5,9	5,1	5,2	5,6	4,9	4,9	5,1	4,5	4,8

Vif rebond du nombre de ventes de logements neufs en décembre, avec une hausse de 10,8 % après +1,9 %. A 544 000 (nombre annualisé), on retrouve pratiquement le niveau le plus haut de l'année (545 000 en février), lui-même au plus haut depuis février 2008. Le secteur du logement semble donc finalement être raisonnablement robuste, même si la vague de froid actuelle dans le Nord-Est va freiner mises en chantier et transactions.

Inflation

■ Coût de l'emploi (ECI)

	4T15	3T15	2T15	1T15	4T14	3T14	2T14	1T14	4T13	3T13	2T13	1T13
Total (t/t)	0,6	0,6	0,2	0,7	0,5	0,7	0,8	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5
Salaires	0,6	0,6	0,3	0,7	0,6	0,6	0,7	0,3	0,6	0,3	0,4	0,5
Coûts sociaux	0,7	0,5	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	1,1	0,5	0,5	0,6

Le coût de l'emploi a augmenté de 0,6 % au 4^e trimestre, comme au précédent ; les salaires sont en hausse de 0,6 % et les coûts sociaux de 0,7 %. En un an, la progression totale est de 2,0 %, dont 2,1 % pour les salaires et 1,7 % pour les avantages sociaux. L'administration a été plus généreuse, avec une hausse de 2,5 % en un an (surtout grâce aux avantages sociaux) contre 1,9 % dans le privé.

Politique

■ FOMC

Sans surprise, le FOMC a laissé l'objectif de taux inchangé et n'a pas modifié sa politique de bilan, par un vote unanime. Le communiqué prend acte d'un ralentissement de la croissance qui n'a pas empêché une nouvelle amélioration du marché du travail. La consommation et l'investissement croissent de manière « modérée » (« soutenue » dans le précédent communiqué). Les inflations point mort ont de nouveau baissé (elles étaient « restées basses » la fois précédente) mais les anticipations d'inflation venant des enquêtes ont peu changé (elles avaient un peu baissé). Quant aux perspectives, le Comité s'attend à ce que l'inflation reste basse à court terme en partie à cause de la nouvelle baisse du prix du pétrole et surveille de près les évolutions économiques et financières globales (le fois précédente, le Comité jugeait les risques équilibrés une fois ces évolutions prises en compte).

Au total ces commentaires nous semblent largement permettre une nouvelle hausse de taux en mars ; les derniers chiffres parus sont plutôt meilleurs, et interrompre la hausse serait donner un signal d'inquiétude. Bien entendu, un effondrement boursier, une extrême volatilité des changes ou des chiffres économiques très mauvais remettraient en cause ce pronostic.

Le FOMC a également publié, comme les mois de janvier précédents, la version actualisée de ses objectifs de long terme, qui restent la stabilité des prix (toujours définie comme une hausse annuelle de l'indice des prix de la consommation privée de 2 % à long terme) et un emploi maximal (qui varie dans le temps en fonction de variables non monétaires et ne peut donc être chiffré). Une phrase est rajoutée pour signaler que « le Comité serait préoccupé si l'inflation restait durablement au-dessus ou au-dessous de l'objectif ».

Ci-dessous, le texte des deux précédents communiqués ; en noir le dernier, avec en rouge les ajouts ; en bleu le précédent, avec rayées les suppressions.

Release Date: January 27, 2016

Release Date: December 16, 2015

Information received since the Federal Open Market Committee met in December suggests that **labor market conditions improved further even as economic growth slowed late last year**. Household spending and business fixed investment have been increasing at **moderate** rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft **and inventory investment slowed**. A range of recent labor market indicators, including **strong** job gains, **points to some additional decline in** underutilization of labor resources. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation **declined further**; survey-based measures of longer-term inflation expectations **are little changed, on balance, in recent months**.

~~Information received since the Federal Open Market Committee met in October suggests that **economic activity has been expanding at a moderate pace**. Household spending and business fixed investment have been increasing at **solid** rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft. A range of recent labor market indicators, including **ongoing** job gains **and declining unemployment, shows further improvement and confirms that** underutilization of labor resources **has diminished appreciably since early this year**. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation **remain low**; **some** survey-based measures of longer-term inflation expectations **have edged down**.~~

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee currently expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. **Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of the further declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. The Committee is closely monitoring global economic and financial developments and is assessing their implications for the labor market and inflation, and for the balance of risks to the outlook.**

~~Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee currently expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will continue to expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. Overall, taking into account domestic and international developments, the Committee sees the risks to the outlook for both economic activity and the labor market as balanced. Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. The Committee continues to monitor inflation developments closely.~~

Given the economic outlook, the Committee decided **to maintain** the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.

~~The Committee judges that there has been considerable improvement in labor market conditions this year, and it is reasonably confident that inflation will rise, over the medium term, to its 2 percent objective. Given the economic outlook, and recognizing the time it takes for policy actions to affect future economic outcomes, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative after this increase, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.~~

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.

~~In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.~~

The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; **James Bullard**; Stanley Fischer; **Esther L. George**; **Loretta J. Mester**; Jerome H. Powell; **Eric Rosengren**; and Daniel K. Tarullo.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; **Charles L. Evans**; Stanley Fischer; **Jeffrey M. Lacker**; **Dennis P. Lockhart**; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and **John C. Williams**.

Royaume-Uni

Activité

■ PIB par secteurs d'activité

La croissance britannique a été de 0,5 % au quatrième trimestre dans la première estimation, après 0,4 % au troisième. Le glissement annuel est ainsi de 1,9 %, tandis que, en moyenne pour 2015, la croissance s'établit à 2,2 %. Ce sont les services qui ont tiré l'activité, tandis que la production de biens reculait de 0,2 % (le secteur manufacturier étant étale) tandis que la construction baissait de 0,1%.

Zone euro

Activité

■ PIB

T/T (% sauf indications autres)	4T 2015	3T 2015	2T 2015	1T 2015	4T 2014	3T 2014
PIB France	0,2	0,3	0,0	0,7	0,1	0,3
(a/a)	1,3	1,1	1,1	0,9	0,1	0,1
Consommation privée	-0,4	0,4	0,0	0,7	0,3	0,3
Consommation publique	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4
Investissement résidentiel	0,1	-0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-1,0
Investissement équipement	1,3	0,5	0,5	0,9	-0,2	0,5
Investissement public	0,4	-0,4	-0,5	0,1	-1,1	-2,5
Demande intérieure hors stocks (<i>contrib</i>)	0,3	0,3	0,1	0,6	0,2	0,2
Stocks (<i>contributions</i>)	0,7	0,7	-0,4	0,3	-0,3	0,1
Exportations nettes (<i>contributions</i>)	-0,7	-0,7	0,4	-0,2	0,2	-0,1
Exportations	0,6	-0,6	2,0	1,7	2,8	1,3
Importations	1,6	1,5	0,7	2,2	1,5	1,6

En France, l'activité a augmenté de 0,2% au T4, ce qui porte la croissance sur l'ensemble de l'année à 1,1%, après +0,2% en 2014 et le plus haut niveau atteint depuis 2011. Il s'agit d'une publication en ligne avec la dernière note de conjoncture de l'INSEE qui avait abaissé sa prévision de croissance pour le dernier trimestre de 2015, à 0,2% contre 0,4% à cause des attentats de Paris et des températures particulièrement clémentes. Les dépenses de consommation des ménages, qui contribuent traditionnellement à la solidité de l'activité, ont augmenté de 1,4% en 2015 après 0,6% en 2014 et ce malgré le coup de frein du T4 à cause des attentats. Autre bon point, les investissements des entreprises ont progressé de 2% par rapport à 2014, même si l'investissement total stagne. Par contre la balance commerciale contribue négativement de 0,2 point de PIB puisque les exportations bondissent de 5,9% en 2015, alors que les importations augmentent de 6,1%. C'est toutefois mieux qu'en 2014 quand la contribution négative était de 0,5 pp. On note aussi que la production totale progresse de 1,3% sur l'ensemble de l'année, avec une accélération dans l'industrie manufacturière et dans les services marchands tandis que la baisse s'amplifie dans la construction. Le PIB bénéficie une fois de plus des variations de stocks à hauteur de 0,2pp pour 2015 grâce à une forte contribution au dernier trimestre du stockage des produits pétroliers raffinés et des biens d'équipement. L'INSEE voit le PIB français accélérer et suivre sa tendance 2015 en passant à +0,4% au T1 et au T2.

En Espagne, le PIB a progressé de 3,2% en 2015 confirmant la consolidation de sa reprise. Au T4, le PIB croît de 0,8%. Nous manquons d'informations pour le moment mais il semblerait que le pays ait profité du dynamisme de la consommation intérieure, aussi bien des ménages que des entreprises avec les investissements. D'autre part, le tourisme confirme sa montée en puissance avec une 3ème place mondiale derrière la France et les Etats-Unis, une activité qui représente 14% du PIB quand même. Ces chiffres sont très rassurants mais le blocage politique actuelle peut très rapidement inverser la tendance puisqu'on constate que cette situation paralyse les investissements depuis un mois.

■ L'emploi en France

	déc-15	nov-15	oct-15	sept-15	août-15	juil-15	juin-15	mai-15	avr-15	mar-15	févr-15	janv-15
Chômeurs classe A	3591	3575	3590	3548	3572	3552	3554	3552	3536	3510	3494	3482
** classes A B C	5476	5443	5436	5423	5421	5413	5397	5414	5345	5291	5263	5232
- de 25 ans	788	783	788	792	805	808	812	823	806	797	792	790
de 25 à 49 ans	3412	3391	3386	3378	3371	3369	3362	3372	3336	3304	3288	3269
+ de 50 ans	1277	1269	1262	1253	1245	1235	1224	1219	1203	1190	1183	1173

Nouvelle augmentation du chômage en décembre, avec une hausse de 16 000 du nombre de chômeurs (catégorie A), faisant plus que compenser la baisse de 15 000 observée en novembre.

■ Consommation des ménages en France

2015	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Alimentaire m/m	1,2	0,6	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	0,7	0,0	0,3	0,5	-0,2	0,1
Alimentaire a/a	2,1	1,0	0,4	0,2	1,3	1,8	1,1	1,6	1,0	1,1	0,9	1,0
Biens fabriqués a/a	1,6	-0,8	-1,3	0,8	0,1	0,3	0,4	0,3	0,0	-0,7	0,1	1,5
Biens fabriqués m/m	2,2	0,5	2,2	5,1	2,3	2,5	2,4	2,9	2,3	2,2	2,7	2,7
Energie m/m	-2,5	-7,1	2,1	-0,2	0,6	1,6	-0,1	-0,1	-0,5	-2,8	0,8	0,3
Energie a/a	-8,0	-1,5	8,3	1,7	1,1	1,7	-1,4	-0,7	2,5	1,9	6,7	5,3
TOTAL m/m	0,7	-1,4	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,8
TOTAL a/a	0,4	0,4	2,5	2,7	1,7	2,1	1,3	1,8	1,8	1,7	2,7	2,4

En France, les dépenses de consommation des ménages ont rebondi en décembre de 0,7% après un recul de 1,4% en novembre. C'est grâce au rebond des achats de textile et d'habillement (+4,2% après trois mois de baisse) et à l'accélération de la consommation en produits alimentaires, que l'on observe cette hausse. On observe aussi une accélération des dépenses en biens durables grâce aux automobiles (+1,7% après -0,3%), et la plus forte hausse depuis juin 2014 de la consommation alimentaire avec +1,2% en décembre. Sans surprise, les dépenses en énergie ont de nouveau reculé, de 2,5% après une baisse de 7,1% en novembre à cause de températures exceptionnellement douces, atteignant ainsi leur plus bas niveau depuis mars 2002. A noter que le mois de novembre a été révisé à la baisse de -1,1% à -1,4%. Les dépenses totales de consommation des ménages, incluant aussi les services, ont pour leur part augmenté de 1,4%, selon l'Insee. Au T4, la consommation en biens diminue de 0,9% mais sur l'ensemble de l'année, elle a accéléré de 1,8% après -0,2% en 2014.

■ Ventes au détail

2014-2015	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv	déc
Allemagne (a/a)	1,5	2,3	2,5	3,9	2,6	4,1	1,3	3,7	2,8	1,7	2,9	3,6	4,5
(m/m)	-0,2	0,4	-0,3	0,2	-0,3	1,3	-0,8	0,5		-0,6		1,2	0,7

En Allemagne, le commerce de détail a reculé contre toute attente de 0,2% en décembre. Après une hausse de 0,4% en novembre (révisé à la hausse contre 0,2% initialement publié). Sur un an, les ventes au détail ont toutefois grimpé de 1,5% grâce à une progression de 2% des ventes de produits alimentaires, de boissons et de tabac. La hausse du chiffre d'affaires pour le non-alimentaire est de +1%, et ce malgré un bond du commerce en ligne. Sur l'ensemble de l'année 2015, les ventes progressent de 2,7%, un record depuis 1994 hors inflation selon Destatis, et ce malgré le coup de frein de décembre.

■ Enquête de confiance auprès des industriels

2014-2015	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Allemagne (IFO)	107,3	108,6	109,0	108,2	108,5	108,4	108,1	107,6	108,6	108,6	108,0	106,8	106,7
Perspectives 6 mois	102,4	104,6	104,8	103,9	103,3	102,2	102,5	102,1	102,9	103,3	103,7	102,3	102,0
Situation courante	112,5	112,8	113,4	112,7	114,1	114,9	114,0	113,5	114,6	114,2	112,4	111,6	111,7
Commerce/industrie	7,8	10,2	11,0	9,4	10,1	9,8	9,2	8,3	10,1	10,2	9,0	6,8	6,6
Manufacturier	8,3	12,2	12,3	9,8	10,1	11,1	11,6	11,2	13,7	14,1	12,6	9,5	9,3
Construction	-0,7	1,6	2,4	0,6	0,3	-2,6	-4,1	-3,5	-4,6	-5,1	-7,6	-5,8	-5,6
Commerce de gros	13,0	11,8	15,1	13,8	13,8	13,3	14,3	7,9	10,1	12,8	10,4	8,5	8,3
Commerce de détail	7,2	7,3	8,2	10,9	14,8	10,9	4,3		7,1	2,9	5,4	3,6	3,2

En Allemagne, le moral des entrepreneurs a marqué le pas en janvier en ressortant à 107,3 après 108,6, son plus bas niveau depuis février dernier. D'autre part, le niveau du mois de décembre a été légèrement revu à la baisse à 108,6 points, contre 108,7 initialement. Ces résultats sont moins bons qu'attendu. L'évaluation de la situation actuelle est quasi inchangée et demeure très bonne mais les perspectives sont revues en baisse à 102,4 contre 104,6 en décembre. Alors que les troubles boursiers et le ralentissement chinois n'aient pas sembler influencer le moral des entrepreneurs allemands en fin d'année, l'indice IFO semble enfin montré quelques signes d'inquiétudes en ce début d'année. Dans le détail, ce sont les composantes commerce et industrie, manufacturier et construction qui reculent.

2015-2016	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr
Zone euro industrie	-3,2	-2,0	-3,3	-1,9	-2,3	-3,7	-2,8	-3,4	-3,0	-3,1	-2,8	-4,5
Construction	-19,1	-17,6	-17,5	-20,1	-22,2	-22,3	-23,1	-23,6	-24,5	-25,0	-24,3	-25,0
Services	11,6	12,8	12,7	12,3	12,4	10,0	8,9	8,0	8,0	7,2	6,3	5,5
Commerce	2,9	2,9	5,8	6,5	4,3	3,5	1,1	-1,1	1,6	-0,6	-0,7	-1,2
Confiance économique (ESI)	105,0	106,7	106,0	106,1	105,5	104,0	103,9	103,4	103,8	103,8	103,9	102,3
Climat des affaires (BSI)	0,29	0,39	0,36	0,43	0,32	0,19	0,41	0,12	0,29	0,34	0,23	0,10

La confiance économique telle que mesurée par la Commission européenne recule de -2,0 à -3,2 en janvier ; tous les secteurs sont touchés, sauf le commerce qui est étale. Il recule en Allemagne, en Espagne et en Italie, mais progresse en France. L'indice du climat des affaires, bien corrélé à l'évolution du PIB, se tasse de 0,39 à 0,29.

■ Enquête de confiance auprès des ménages

	févr	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars
France (INSEE)		97,5	96,4	96,5	96,1	97,1	93,7	93,5	93,8	93,6	94,2	93,2
Allemagne (GfK)	9,4	9,4	9,3	9,4	9,6	9,9	10,1	10,1	10,2	10,1	10,0	9,7

La confiance des ménages est stable à 9,4 en février en Allemagne, tandis qu'elle progresse de 96,4 à 97,5 en France (les deux séries ne sont évidemment pas comparables en niveau). Les tumultes boursiers ne semblent pas avoir d'effet marqué, ce qui n'est pas spécialement surprenant en Europe continentale.

Inflation

■ Masse monétaire M3 dans la zone euro

2014-2015 (%)	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
M3 (a/a, mm3)		5,0	5,1	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,0	4,7	4,2	3,9
M3 (a/a)	4,7	5,0	5,2	4,9	4,9	5,2	4,9	5,0	5,4	4,7	4,1	3,9
Crédit au privé (a/a, mm/3)		0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,3
Crédit au secteur privé (a/a)	0,6	1,2	0,9	0,6	1,0	0,9	0,6	0,6	0,0	0,1	-0,1	-0,2

Dans la zone euro, l'agrégat monétaire M3, indicateur avancé de l'inflation, ralentit à +4,7% en décembre après +5% en novembre. La moyenne sur 3 mois se monte à 5%.

Autre publication importante, le crédit en zone euro a ralenti à +2,3% en décembre après +2,6% en novembre à cause d'un coup d'arrêt concernant les prêts au secteur privé qui passent de +1,2% sur un an en novembre à +0,8% en décembre. Les prêts ajustés de certaines opérations strictement financière, indicateur surveillé par la BCE, freine brusquement à +0,4% après +0,9% en novembre, un chiffre qui devrait persuader la BCE de renforcer son action. Dans le détail, les prêts aux ménages sont stables à 1,4% sur un an, mais c'est dans les entreprises qu'on observe une chute puisque leur prêts ralentissent à +0,3% après +0,7%. Toutefois, malgré les apparences, cette publication n'est pas si mauvaise puisque ce coup d'arrêt est dû aux prêts à un an (qui passent de +3,1% sur un an à -4,3%) alors que ceux à 5 ans progressent de +3,1% à +5,1% sur un an et ceux à plus de cinq ans aussi de -0,9% à +0,3% sur un an.

■ Prix à la production

2014-2015	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv	déc
France (a/a)	-2,7	-2,4	-2,6	-2,6	-2,1	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,9	-2,2	-3,4	-2,8
(m/m)	-1,3	0,2	0,1	0,0	-1,1	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	0,0	1,1	-1,0	-0,9

En France, les prix à la production industrielle ont repris leur chute avec une baisse de 1,1% en décembre après trois mois de quasi-stabilité. Sur le mois, les prix des produits des industries extractives, énergie, eau, se sont repliés de 1,6% en raison des températures clémentes. Sur un an, ils baissent de 2,2 % du fait de la chute des prix des produits pétroliers raffinés qui reculent de 28,0%. A noter que leur chute est de 16,5% sur le seul mois de décembre. Point négatif, les prix de l'alimentation diminuent de 0,2% après -0,3% en novembre, les produits industriels également de 0,2%. Les prix d'importation, qui avaient rebondi légèrement en novembre (0,1%), se sont nettement contractés de 1,7%. Selon l'Insee, l'indice atteint son plus bas niveau depuis mars 2009.

■ Prix à la consommation en Allemagne

2015-2016	jan	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr
IPCH (a/a)	0,4	0,2	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,7	0,3	0,2	0,0
IPC (a/a)	0,5	0,3	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,7	0,5	0,3	0,1

Légère accélération de l'inflation annuelle allemande en janvier : elle passe de +0,3 % à +0,5 % pour l'indice national, de +0,2 % à +0,4 % pour l'indice harmonisé. La décomposition n'est pas connue mais les indices régionaux laissent penser que les prix de l'alimentation et l'indice hors alimentation et énergie expliquent cette hausse.

■ Prix à la consommation en France

2015-2016	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
France IPC (a/a)	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4
(m/m)	-0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,4	0,3	-0,4	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,7	-1,0

En France, l'inflation s'est établie provisoirement à 0,2% en janvier sur un an, comme en décembre. Toutefois, sur le mois de janvier, les prix à la consommation reculent de 0,1%, une baisse due au repli saisonnier des prix des produits manufacturés, des soldes d'hiver, et au recul des prix des produits pétroliers. Nous n'avons pas plus de détail pour le moment au sujet de l'inflation sous-jacente. Il semblerait que cette quasi stabilité mensuelle résulterait de mouvements contraires, avec des prix de l'alimentation en ralentissement contre un recul des prix des produits manufacturés et de l'énergie qui s'atténuerait.

■ Prix à la consommation en zone euro

2015-2016	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Zone € total (a/a)	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,6
(m/m)	-1,4	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,0	-0,6	0,0	0,2	0,2	1,1	0,6	-1,5
Sous-jacent (a/a)	1,0	0,9	0,9	1,1	0,9	0,9	1,0	0,8	0,9	0,6	0,6	0,7	0,6
(m/m)	-1,7	0,3	-0,2	0,2	0,5	0,3	-0,7		0,1	0,3	1,4	0,6	-1,8

Bonne nouvelle, l'inflation en zone euro a accéléré en janvier selon une première estimation avec une hausse de 0,4% en janvier, contre 0,2% en décembre, sur un an. C'est le plus haut depuis 15 mois, mais cette amélioration s'explique par des effets de base, avec un déclin des prix de l'énergie moins fort qu'en janvier 2015. En effet, sur le seul mois de janvier, les prix chutent de 1,4%. C'est le même constat pour l'inflation sous-jacente qui accélère de 0,9% à 1,0% sur un an ce mois-ci, mais il s'agit encore ici d'un effet de base puisque l'indice hors énergie baisse de 1,7% en janvier. Nous n'imaginons toutefois pas que la BCE s'empêche de prendre de nouvelles actions lors du conseil des gouverneurs de la BCE du 10 mars prochain avec la publication de cette inflation.

Japon

Activité

■ Confiance des petites entreprises

2015 - 2016	févr	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars
Total	48,3	47,2	48,3	49,9	48,7	49,0	48,8	49,3	46,9	48,1	47,4	49,8
Secteur manufacturier	47,1	46,1	46,6	49,6	48,1	48,1	45,9	48,8	45,8	45,2	46,0	49,6
Secteur non manufacturier	49,2	48,1	49,6	50,2	49,1	49,7	51,1	49,7	47,7	50,4	48,5	50,0

Léger rebond de la confiance des petites entreprises, qui s'établit à 48,3 en février contre 47,2 en janvier et déjà 49,3 en décembre. La progression est pratiquement égale dans les secteur manufacturier et non manufacturier.

■ Production industrielle

2015-2016 (cvs m/m %)	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Production	-1,4	-0,8	1,4	1,1	-1,4	-0,8	1,2	-2,1	1,1	-0,8	-3,1	4,2
Livraisons	-1,7	-2,4	2,2	1,3	-0,7	-0,4	0,6	-1,9	0,6	-0,6	-4,4	5,5
Stocks	0,4	0,5	-1,9	-0,4	0,3	-0,8	1,5	-0,7	0,4	0,2	1,2	-0,5
Ratio stocks / livraisons	116,0	115,5	112,0	115,6	119,3	112,2	113,5	115,4	113,2	114,3	113,4	109,0
TUC		98,6	98,7	97,4	96,0	96,9	97,1	96,4	99,4	99,8	101,0	104,3

La production industrielle continue de reculer, avec une baisse de -1,4 % en décembre après -0,8 % en novembre. Le Japon est, il est vrai, particulièrement touché par le ralentissement manufacturier en Chine. Les livraisons reculent aussi tandis que les stocks progressent, ce qui conduit à une nouvelle hausse du ratio stocks/livraisons.

■ L'emploi

2015	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv	déc
Taux de chômage (cvs)	3,3	3,3	3,1	3,4	3,4	3,3	3,4	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,4
Ratio offres/demandes d'emploi	1,27	1,25	1,24	1,24	1,23	1,21	1,19	1,19	1,17	1,15	1,15	1,14	1,14

Le taux de chômage est stable à 3,3 % en décembre – il oscille autour de cette valeur depuis des mois. Le ratio offres/demandes d'emploi continue à monter, à 1,27 après 1,25, signe que, malgré l'environnement économique incertain, le marché de l'emploi est plutôt bien orienté – sans que cela se voie pour l'instant dans les salaires.

■ Secteur de l'immobilier

2015	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Mises en chantier (a/a)	-1,3	1,7	-2,5	2,6	8,8	7,4	16,3	5,8	0,4	0,7	-3,1	-13,0
(m/m)	-2,2	1,6	-3,5	-3,8	1,1	-10,5	11,2	1,4	-0,3	1,5	3,7	-0,5
dont pour la vente (a/a)	-3,5	2,5	-9,5	-10,1	2,6	-9,0	31,3	18,1	7,2	-4,9	11,2	-11,2
(m/m)	-7,7	8,8	3,3	-14,0	16,3	-28,4	23,8	-2,5	20,3	-14,1	2,0	2,2
Commandes de construction (a/a)	14,8	5,7	-25,2	6,7	-15,6	-4,0	15,4	-7,4	-12,1	10,8	1,0	27,5

Recul des 2,2 % des mises en chantier en décembre ; leur nombre est ainsi 1,3 % inférieur à celui de la fin de l'année 2014. Pourtant les commandes sont en hausse en glissement annuel, avec +14,8 % après +5,7 %. Mais ce chiffre a été extrêmement volatil pendant toute l'année passée, ce qui empêche d'en tirer des conclusions dans un sens ou dans l'autre.

■ Ventes au détail

2015 (%)	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
(a/a)	-1,1	-1,1	1,8	-0,1	0,8	1,8	1,0	3,0	4,9	-9,7	-1,8	-2,0
(m/m)	-0,2	-2,5	1,2	0,8	0,0	1,4	-0,6	1,7	0,3	-1,8	0,7	-1,9

Légère baisse des ventes au détail en décembre, avec un recul de 0,2 % qui succède à la forte baisse (-2,5 %) de novembre). En un an, les ventes au détail sont en baisse de 1,1 %, comme en novembre, signe de la morosité durable de la consommation des ménages.

■ Dépenses des ménages

2015 (%)	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Ensemble Nominal (m/m)	0,9	-2,5	-0,6	-1,4	2,2	0,6	-2,8	2,4	-3,6	2,3	-0,4	-0,4
(a/a)	-4,2	-2,5	-2,1	-0,3	3,2	0,1	-1,5	5,5	-0,5	-8,1	-0,4	-2,4
Réel (m/m)	1,0	-2,2	-0,7	-1,3	2,5	0,6	-3,0	2,4	-5,5	2,4	0,8	-0,3
(a/a)	-2,4	-0,4	2,9	-0,2	-2,0	4,8	-1,3	-10,6	-2,9	-5,1	-3,4	-2,5
salariés Nominal (m/m)	1,2	-3,1	1,1	-3,0	0,5	0,9	-4,1	4,8	-4,7	4,3	-1,7	0,2
(a/a)	-4,8	-3,7	-2,0	-1,6	3,7	1,0	-0,9	8,3	1,3	-8,5	-1,1	-1,6
Réel (m/m)	1,4	-3,0	1,3	-2,6	0,4	1,1	-4,3	4,9	-5,8	3,8	-1,0	0,2
(a/a)	-5,0	-4,1	-2,3	-1,7	3,4	0,7	-1,4	7,5	0,5	-11,0	-3,6	-4,3

A la différence des ventes au détail qui ont reculé en décembre, les dépenses de ménages ont progressé de 0,9 % en termes nominaux et de 1,0 % en termes réels. Malgré cela, le glissement annuel est négatif (-4,2 % en nominal, -2,4 % en réel), compte tenu de mois particulièrement mauvais comme avril ou novembre.

■ Flux hebdomadaires de transactions sur titres

■ Investissements japonais à l'étranger

en 100 milliards de yens	23-janv.	16-janv.	9-janv.	2-janv.	26-déc.	19-déc.	12-déc.	5-déc.	28-nov.	21-nov.
Obligations LT NET	4,8	-3,8	3,2	0,9	-1,7	1,5	3,2	0,8	-1,6	4,1
Achats	88,5	97,7	88,6	17,5	24,3	83,9	67,4	73,8	67,7	67,5
Ventes	83,8	101,5	85,3	16,6	26,0	82,4	64,1	72,9	69,2	63,4
Actions & part de fonds NET	3,2	2,3	2,0	0,1	-0,8	2,0	0,2	2,3	0,5	3,4
Achats	9,9	7,9	9,3	2,8	7,5	12,2	8,3	11,0	6,5	10,9
Ventes	6,7	5,7	7,4	2,7	8,3	10,2	8,1	8,6	5,9	7,5
Marché monétaire NET	0,4	2,0	0,2	-0,3	0,0	1,6	0,6	-1,1	-1,3	-0,1
Achats	5,4	6,6	5,5	1,7	0,9	5,1	6,2	4,3	4,1	6,5
Ventes	4,9	4,6	5,3	2,0	0,9	3,5	5,5	5,4	5,4	6,7
TOTAL	8,4	0,5	5,4	0,7	-2,5	5,0	4,1	2,1	-2,3	7,4

Les Japonais ont acheté pour 8400 milliards de titres après seulement 500 la semaine précédente, essentiellement grâce aux obligations (+4800 mds au lieu de -3800 la semaine précédente).

■ Investissements étrangers au Japon

en 100 milliards de yens	23-janv.	16-janv.	9-janv.	2-janv.	26-déc.	19-déc.	12-déc.	5-déc.	28-nov.	21-nov.
Obligations LT NET	7,1	-6,3	2,2	-1,1	-17,5	3,1	3,8	1,8	2,2	8,5
Achats	19,5	16,1	18,4	4,6	8,9	15,2	16,0	19,0	11,2	24,2
Ventes	12,3	22,4	16,1	5,7	26,3	12,1	12,1	17,2	9,1	15,6
Actions & parts de fonds NET	-1,9	-3,6	-7,5	1,4	-0,9	-2,3	-4,9	1,0	-0,5	2,0
Achats	121,0	97,2	115,8	40,2	63,2	120,2	97,8	105,5	70,4	98,5
Ventes	122,9	100,8	123,2	38,8	64,1	122,5	102,7	104,5	71,0	96,5
Marché monétaire NET	4,4	-11,3	25,1	-37,8	-18,2	23,6	22,3	-3,5	11,8	-14,8
Achats	51,0	38,6	34,3	5,0	26,3	58,5	64,1	37,8	40,9	35,9
Ventes	46,6	49,8	9,3	42,8	44,5	34,9	41,8	41,4	29,1	50,7
TOTAL	9,7	-21,2	19,9	-37,5	-36,5	24,4	21,3	-0,7	13,4	-4,3

Après 21 200 milliards de ventes nettes, les non résidents ont acheté 9700 milliards de titres, revenant notamment sur les obligations (+7100 après -6300) et le monétaire (4400 après -11300).

Inflation

■ Prix de gros des services

2015 (%)	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv
Total (m/m)	0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4
Total (a/a)	0,4	0,2	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	3,1	3,2	3,4

Les prix des services payés par les entreprises progressent de 0,1% sur le mois de décembre, après +0,2% en novembre. Sur un an ils augmentent de 0,4% après 0,2% en novembre. Il n'y a pas de tendance très claire à l'accélération de ces prix, ce qui traduit la faiblesse de la demande intérieure.

■ Prix à la consommation

2015-2016 (%)	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr	janv	déc
- Tokyo (m/m)	-0,6	0,0	-0,4	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,4	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,3	0,1
(a/a)	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7	2,3	2,3	2,3	2,2
Hors alimentation fraîche (m/m)	-0,8	-0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,2
Hors alimentation fraîche (a/a)	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,4	2,1	2,2	2,2	2,2
Hors alimentation et énergie (m/m)	-1,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5	0,2	-0,8	-0,1
Hors alimentation et énergie (a/a)	0,4	0,6	0,6	0,3	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	1,7	1,7	1,6	1,7
- National (m/m)		0,0	-0,4	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,3	0,4	0,4	-0,2	-0,2	0,1
(a/a)		0,2	0,3	0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	2,3	2,2	2,4	2,4
Hors alimentation fraîche (m/m)		-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	-0,1	-0,6	-0,2
Hors alimentation fraîche (a/a)		0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	2,2	2,0	2,2	2,6
Hors alimentation et énergie (m/m)		-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,6	0,0
Hors alimentation et énergie (a/a)		0,8	0,9	0,8	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	2,1	2,0	2,0	2,1

L'indice des prix national est resté stable en décembre ; hors alimentation fraîche, il recule de 0,1 %, de même que hors alimentation et énergie. En un an, les variations sont respectivement de +0,2 %, de +0,1 % et de +0,8 %. L'indice de Tokyo pour le mois de janvier est quant à lui en forte baisse, avec un recul de 0,6 % ; hors alimentation fraîche on est même à -0,8 % et hors alimentation fraîche et énergie à -1,0 %. En un an, les variations sont respectivement de -0,3 %, de -0,1 % et de +0,4 %. Il semble que les détaillants aient bradé les articles d'habillement d'hiver en raison de températures particulièrement clémentes. L'indice de Tokyo, s'il n'est pas identique à l'indice national, est généralement précurseur de la tendance. Signalons enfin que la Banque du Japon a publié une statistique d'indice « écrété, pour lequel l'inflation passe de 0,6 % en novembre à +0,5 % en décembre, et d'un indice de diffusion (pourcentage d'indices élémentaires – hors alimentation fraîche – en hausse moins pourcentage d'indices élémentaires en baisse). Cet indice passe de 42,2 en novembre à 43,1 en décembre ; il était de -40 environ en janvier 2011 : les pressions déflationnistes seraient-elles en train de s'atténuer ?

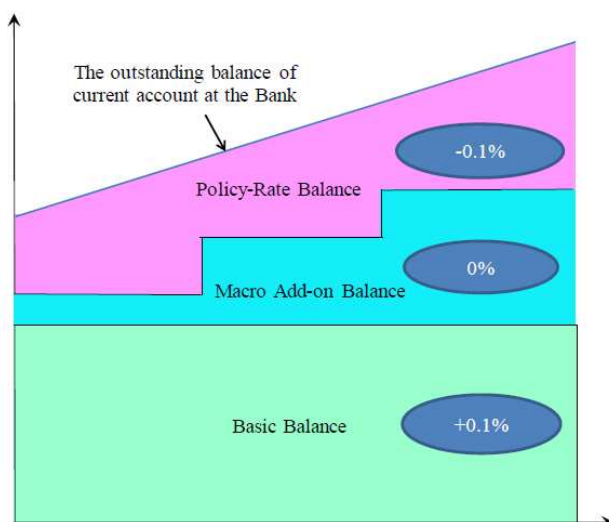
Politique

De façon tout à fait inattendue, la Banque du Japon a instauré des taux négatifs sur une partie des réserves des banques en compte à la banque centrale.

Plus précisément, elle a instauré un système à trois niveaux. Le premier (« basic balance ») est égal aux réserves constituées en moyenne pendant l'année 2015. La rémunération reste inchangée à +0,1 %. Le deuxième niveau (« Macro add-on balance ») est constitué des réserves obligatoires à quoi s'ajoutent les crédits accordés via quelques-uns des fonds spéciaux. Le taux appliqué à ces dépôts sera 0 %. Enfin le troisième niveau (« Policy rate balance ») est le solde entre les dépôts totaux des banques et les deux premiers niveaux, et résultera de l'accroissement de la base monétaire qui résultera, au fil du temps, des opérations d'achats de titres. Le taux appliqué sera de -0,1 %. Il pourra être rendu plus négatifs en fonction de l'environnement économique.

Pour éviter que les banques ne retirent des réserves pour les transformer en espèces (« rémunérées » à 0 % au lieu de -0,1 %), le montant des retraits sera soustrait du niveau 2, ce qui entraînera qu'un taux de -0,1 % leur sera appliqué.

Il semble qu'aujourd'hui, l'encours agrégé du niveau 3 soit voisin de 0.



Chine

Activité

■ Manufacturing PMI- Beijing based National Bureau of statistics

2015-2016	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr
PMI	49,4	49,7	49,6	49,8	49,8	49,7	50,0	50,2	50,2	50,1	50,1	49,9
Production	51,4	52,2	51,9	52,2	52,3	51,7	52,4	52,9	52,9	52,6	52,1	51,4
Nouvelles commandes	49,5	50,2	49,8	50,3	50,2	49,7	49,9	50,1	50,6	50,2	50,2	50,4
Nlles commandes export	46,9	47,5	46,4	47,4	47,9	47,7	47,9	48,2	48,9	48,1	48,3	48,5
Importations	46,4	47,6	46,7	47,5	48,1	47,2	47,8	48,0	47,6	47,8	48,1	47,5
Prix des produits bruts	45,1	42,4	41,1	44,4	45,8	44,9	44,7	47,3	49,4	47,8	45,0	43,9
Emploi	47,8	47,4	47,6	47,8	47,9	47,9	48,0	48,1	48,2	48,0	48,4	47,8

Nouveau tassement de l'indice PMI manufacturier officiel, de 49,7 à 49,4 (le mouvement est faible et n'éloigne guère de 50). Le prix des produits bruts et l'emploi progressent un peu, la production (toujours supérieure à 50), les commandes (qui passent au-dessous de 50), les commandes à l'exportations et les importations se tassent.

■ Non manufacturing PMI- Beijing based National Bureau of statistics

2015-2016	janv	déc	nov	oct	sept	août	juil	juin	mai	avr	mars	févr
PMI	53,5	54,4	53,6	53,1	53,4	53,4	53,9	53,8	53,2	53,4	53,7	53,9
Anticipations	58,4	58,3	60,0	61,1	60,0	59,7	60,0	59,7	60,1	60,0	58,8	58,7
Nouvelles commandes	49,6	51,7	50,2	51,2	50,2	49,6	50,1	51,3	49,5	49,1	50,3	51,2
Prix	49,9	49,0	49,3	51,2	50,8	49,6	48,9	50,6	52,8	50,8	50,0	52,5

Recul de 54,4 à 53,5 de l'indice PMI non manufacturier officiel, à cause des nouvelles commandes ; en effet, les anticipations et les prix sont en légère hausse.

■ Profits industriels

Les profits industriels ont baissé de 4,7 % entre décembre 2014 et décembre 2015. Ce glissement annuel était de -1,4 % en novembre. Pour l'année dans son ensemble, les profits reculent de 2,3 %, après + 3,3 % en 2014 : c'est le premier recul annuel depuis 1998. Ce sont surtout les industries en surcapacités qui souffrent, par exemple les aciéries (-67,9 %).

Pays émergents

Asie

■ Corée

Le PIB du 4^{ème} trimestre progresse de 0,6% par rapport au 3^{ème} trimestre, après +1,3%. Le ralentissement s'explique par une baisse de l'investissement (-2,8% sur le trimestre), tiré vers le bas par le secteur de la construction et une contribution de l'extérieur qui reste négative pour le 6^{ème} trimestre consécutif (-0,2 point à la croissance trimestrielle). En glissement annuel, le PIB progresse de 3% après 2,7% au 3^{ème} trimestre. La consommation des ménages reste soutenue, en hausse de 1,5% sur le seul 4^{ème} trimestre, après +1,2%. En moyenne annuelle la croissance du PIB est de 2,6% en 2015, après 3,3% en 2014.