

# SPECIAL REPORT

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 août 2010 - N° 171

Adèle Renaux, +33 1 58 55 61 63, [adele.renaux@natixis.com](mailto:adele.renaux@natixis.com)  
Cédric Thellier, +33 1 58 55 99 94, [cedric.thellier@natixis.com](mailto:cedric.thellier@natixis.com)

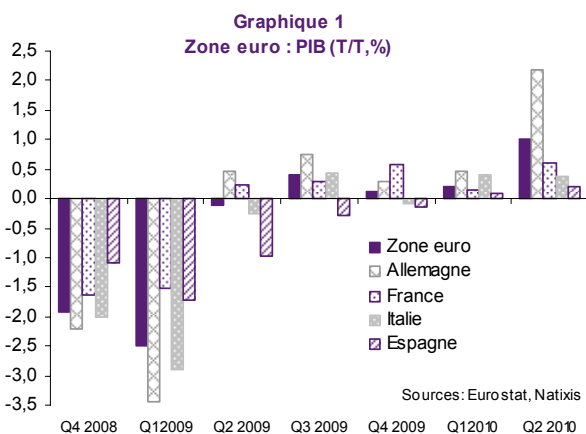
### Pic de croissance en zone euro

Les chiffres de croissance publiés ce matin par les offices statistiques nationaux ont réservé de bonnes surprises. Malgré des situations conjoncturelles assez dissemblables, les performances enregistrées par les quatre grands pays de la zone euro sont en effet ressorties au-dessus des attentes, en particulier en Allemagne. Cependant, la fragilité de la demande intérieure d'une part (ralentissement des salaires, désendettement, disparition du stimulus budgétaire...), et le ralentissement marqué du commerce mondial à court terme d'autre part, plaident pour un essoufflement de la croissance européenne dès le prochain trimestre. Notre scénario central table ainsi sur une stagnation de l'activité au second semestre 2010 (un retour en récession ne peut être totalement écarté) puis sur une reprise modérée et progressive au cours de 2011.

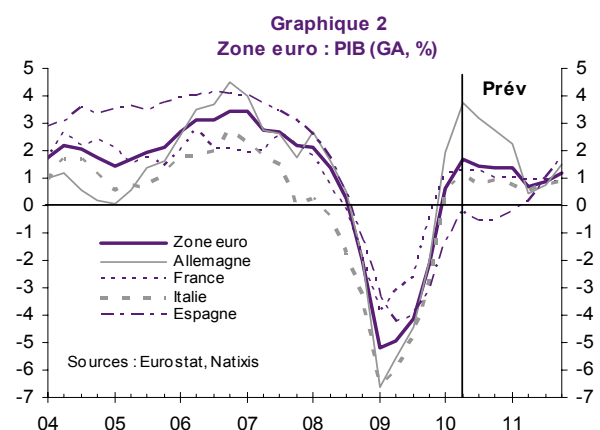
#### L'activité connaît un vif rebond...

Eurostat a publié ce matin en première estimation une croissance très soutenue en zone euro de 1,0% T/T entre avril et juin, au-dessus des attentes (+0,7% pour le Consensus) après un T1 2010 modeste (+0,2% T/T). La progression du PIB s'affiche désormais à 1,7% en GA, soit un plus haut de 9 trimestres. A l'échelle nationale, le rebond est plus ou moins marqué, mais s'observe dans l'ensemble des principaux pays (graphiques 1 et 2) :

- Le rebond de l'économie française s'est lui aussi accentué par rapport aux trois premiers mois de l'année, dans une moindre proportion qu'outre-Rhin néanmoins (+0,6% T/T).
- L'économie transalpine progresse relativement vigoureusement, de +0,4% T/T, soit un rythme comparable à celui du T1.
- L'Espagne confirme sa sortie de récession et enregistre un second trimestre de croissance positive, sensiblement moindre que dans l'ensemble de ses principaux partenaires néanmoins (+0,2% T/T). En termes annuels, la contraction est toujours de mise, avec une baisse du PIB en volume de 0,2%.



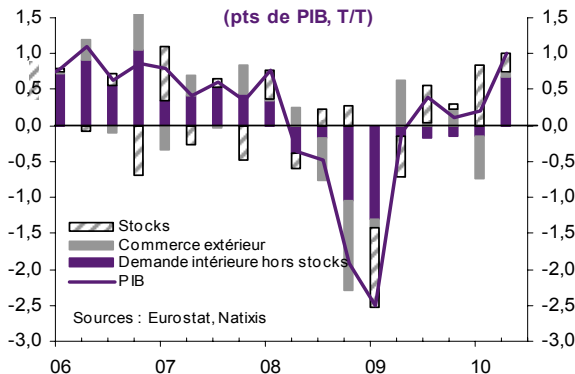
- La croissance allemande s'est envolée (+2,2% T/T), essentiellement tirée par le rebond de l'investissement, en particulier dans la construction après le net repli enregistré durant l'hiver en conséquence de mauvaises conditions climatiques. Dans le même temps, les chiffres du PIB du T1 ont été révisés significativement en hausse, à +0,5% T/T, contre +0,2% initialement.



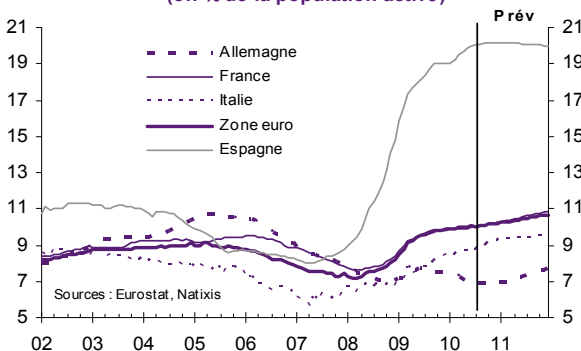
Le détail des comptes de l'Union sera publié le 2 septembre. Au regard des données dures disponibles dans l'ensemble des pays au T2, il apparaît néanmoins :

- Un léger rebond de la consommation privée, en raison notamment d'un moindre contrecoup lié à l'affaiblissement des dispositifs de prime à la casse automobile en Allemagne et en France, tandis qu'en Espagne, les ménages ont vraisemblablement anticipé leurs dépenses de consommation préalablement à la hausse prévue de 2 points de la TVA au 1<sup>er</sup> juillet.
- Un sursaut de l'investissement total, sans doute supérieur à 2% T/T après un recul de huit trimestres consécutifs, et suite en particulier à la mauvaise performance de l'investissement résidentiel enregistrée au T1. La contribution positive de la FBCF totale à la croissance devrait avoisiner +0,4 point.
- La variation des stocks devrait encore tirer significativement la croissance européenne ce trimestre (0,3 pt), avec une contribution positive attendue dans l'ensemble des grands pays de la zone, en particulier en France, où le déstockage se réduit fortement.
- Au total, la contribution de la demande intérieure devrait être proche de 0,9 point sur le trimestre.
- Enfin, la demande extérieure devrait ressortir en légère progression à l'échelle de la zone (**graphique 3**), la contribution positive attendue en Allemagne et en Italie étant globalement compensée par celle, négative, attendue en France et en Espagne.

**Graphique 3**  
Zone euro : contributions à la croissance  
(pts de PIB, T/T)



**Graphique 4**  
Taux de chômage harmonisé  
(en % de la population active)

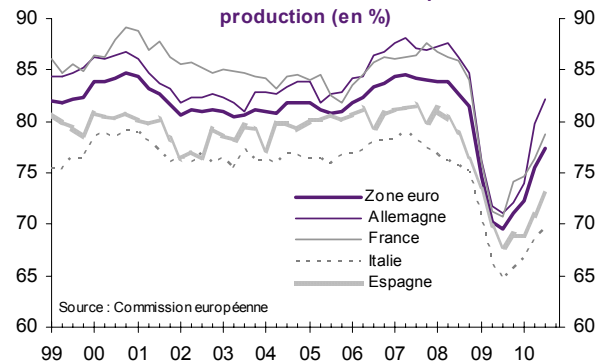


### ... mais devrait s'essouffler dès le T3

Dans un environnement de progression du taux de chômage (un demi-point encore sur les douze prochains mois, **graphique 4**), de ralentissement des salaires et de faible progression du crédit, la consommation des ménages demeurera atone sur les prochains trimestres.

Du côté des entreprises, les faibles perspectives de débouchés, les taux d'utilisation des capacités de production qui demeurent en deçà de leur moyenne de long terme malgré leur récente remontée (**graphique 5**), plaident pour un investissement productif durablement faible.

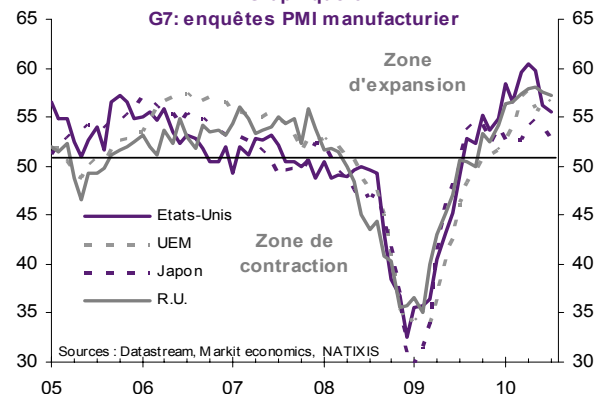
**Graphique 5**  
Zone euro : taux d'utilisation des capacités de production (en %)

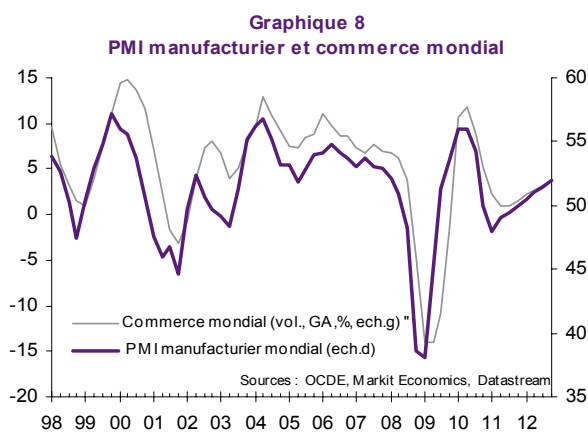
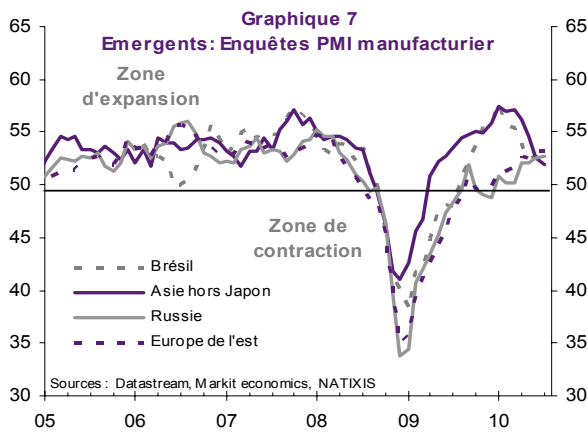


Enfin, la disparition progressive des effets des plans de relance et surtout la perspective d'une forte consolidation budgétaire inévitable dans un contexte de finances publiques sous pression suggèrent un ralentissement de la demande intérieure au cours du second semestre 2010.

Quant au soutien des échanges extérieurs, il apparaît fragile à moyen terme compte tenu du ralentissement de l'activité déjà perceptible dans les différentes zones géographiques (**graphiques 6 et 7**) et partant, du moindre dynamisme attendu du commerce mondial (**graphique 8**).

**Graphique 6**  
G7 : enquêtes PMI manufacturier





Finalement, suite à cette surprise sur le T2 et à la révision des chiffres allemands du T1, notre prévision de croissance zone euro pour l'ensemble de 2010 passe de 0,9% à 1,3%. Pour autant, nous conservons notre perspective de quasi-stagnation de l'activité sur le second semestre 2010 puis de reprise modeste et progressive au cours de 2011, avec une prévision de 1% sur l'année.

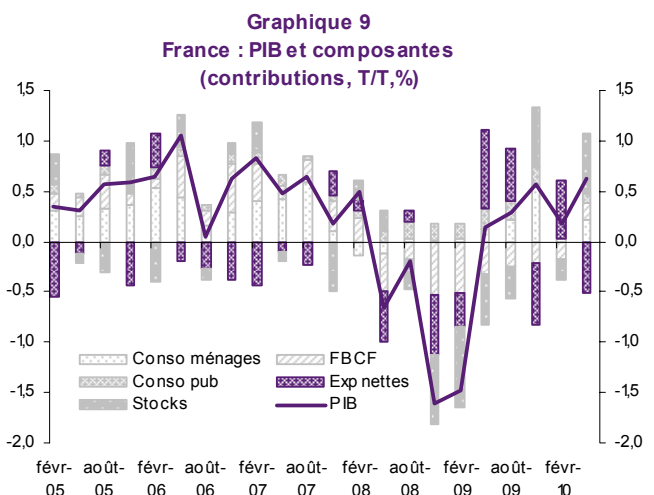
#### France : bonne surprise au T2 2010.

La France est le seul Etat-membre de l'Union publiant le détail de ses comptes nationaux en première estimation. Les chiffres communiqués par l'Insee sont supérieurs à nos attentes (+0,6% T/T pour le PIB), la surprise par rapport à notre prévision (+0,3% T/T) provenant de la formation brute de capital fixe et de la variation des stocks (**graphique 9**) :

- **La consommation des ménages s'accélère** sur le trimestre (+0,4% T/T, +1,7% en GA) après avoir stagné au premier trimestre. Cette hausse provient des dépenses en services (+0,6% T/T) qui ont été plus importantes qu'au trimestre précédent et d'une moindre baisse des dépenses en produits manufacturés qu'au T1-10 (-0,9% T/T). Cette

résistance de la consommation des ménages en produits manufacturés s'explique essentiellement par le recul moins prononcé des ventes d'automobiles (-5,1% T/T, après +7,2% au T1 2010). En revanche, les dépenses en énergie ont ralenti (+1,2% T/T, après +2,8% au T1 2010), suite à un hiver qui avait été particulièrement rigoureux.

- **La formation brute de capital fixe augmente pour la première fois depuis le T1 2008** (+0,8% T/T, -2,5% en GA). Ce chiffre s'explique par une reprise de l'investissement productif (+1,1% T/T, -2,2% en GA) qui était en baisse depuis le T2 2008. Il semblerait donc que la suppression de la taxe professionnelle a contribué à dynamiser l'investissement des entreprises. L'investissement des ménages se redresse également, bien que dans une moindre mesure (+0,1% T/T, -3,6% en GA). D'autre part, l'investissement public qui s'était contracté en début d'année, repart à la hausse au T2 (+0,8% T/T, -1,0% en GA).
- Conformément aux chiffres de balance commerciale, les exportations augmentent moins fortement qu'en début d'année (+2,7% T/T, +9,9% en GA) tandis que les importations progressent moitié plus (+4,2% T/T, +8,9% en GA), si bien que **le commerce extérieur contribue négativement à la croissance au T2 (+0,4 point de PIB)**. L'effet combiné de la dépréciation de l'euro et de la hausse du prix du pétrole semble donc avoir défavorisé le solde extérieur à travers notamment un alourdissement de la facture énergétique.
- Enfin, ce sont **les variations de stocks qui contribuent principalement à la croissance (à hauteur de 0,6 pt de PIB), grâce à un moindre déstockage.**



## AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

**This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.**

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA