

ANTICIPATIONS HEBDO

31 janvier 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

LES 3 POINTS ESSENTIELS POUR LA SEMAINE DU 31 JANVIER AU 6 FEVRIER 2011

- ▶ Réunion de la BCE alors que l'inflation augmente et que les tensions internationales sont plus fortes. Propos attendus de Trichet
- ▶ Chiffre de l'emploi américain. Encore un chiffre décevant ?
- ▶ Enquêtes ISM et PMI/Markit pour les autres régions du monde.

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 24 AU 30 JANVIER 2011

- ▶ Le FMI a révisé en hausse ses prévisions pour 2011 passant de 4.2 à 4.4 % et 4.5 % en 2012. C'est la prévision des Etats-Unis qui a été revue à la hausse de façon significative (de 2.3 à 3%). L'Europe reste à 1.5 % en 2011 et 1.7 % en 2012. La France n'est pas révisée en hausse à 1.6 % en 2011 et 1.8 % en 2012. Olivier Blanchard confirme la croissance bien distincte entre les pays émergents (+6.5% en 2011 et 2012) et les pays avancés (2.5% 2011 et 2012). La dynamique des pays avancés est conditionnée par celle des émergents.
- ▶ Le PIB américain a progressé de 3.2 % en taux annualisé au 4^{ème} trimestre après 2.6 % au 3^{ème} trimestre. Sur un an, l'activité est en hausse de 2.8 %. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a été de 2.9 % après un recul de -2.6 % en 2009. L'acquis est de 1%. A titre de comparaison, le chiffre était de 1.1 % fin 2009 (la croissance moyenne mesure la variation entre la moyenne du PIB trimestriel en 2010 et la moyenne du PIB en 2009. A la fin 2010, si le chiffre du T4 est supérieur à la moyenne 2010 il y a une avance qui bénéficiera à 2011 lors du calcul de sa moyenne)
- ▶ Sur le trimestre, la demande interne a une contribution de 3.5 %. Au sein de celle-ci, la consommation a été très forte (contribution de 3.1 %) alors que l'investissement productif continuait de ralentir (contribution de 0.5 % contre 1.8 % en T2). L'investissement résidentiel a été stable. Les exportations ont progressé modérément sur le trimestre (contrib de 1%). La chute des importations a permis d'avoir une contribution de 3.4 % du commerce extérieur. La variation des stocks a eu une contribution négative de -3.7 %.
- ▶ Sur l'ensemble de l'année 2010, la décomposition du PIB montre que ce sont les exportations qui ont la contribution la plus forte en moyenne sur l'année (+1.35 %). Elles ont augmenté de 11.7 % après avoir reculé de -9.5 % en 2009. La consommation a une contribution robuste avec 1.25 %. Les dépenses de consommation ont augmenté de 1.8 % en moyenne sur l'année après avoir reculé de -1.2 % en 2009. L'investissement ne contribue qu'à hauteur de 0.5 %. Cependant ce poste est hétérogène puisque l'investissement productif a une contribution très importante (+1.1 % après -1.2 % en 2009) alors que l'investissement logement continuait de ralentir (contribution de -0.4 % après -0.8 % en 2009) et que l'investissement de structure stagnait (contribution de -0.1 % après -0.8 % en 2009). Les importations ont contribué négativement -1.8 % malgré le repli du dernier trimestre.
- ▶ On notera que le poids de l'immobilier résidentiel n'est plus que de 2.4 % au dernier trimestre 2010. Au plus haut, T3 2005, il représentait 6.2 % du PIB. Ainsi même s'il reprenait rapidement sa contribution à la croissance du PIB serait limitée (la contribution est la croissance de l'immobilier résidentiel multiplié par son poids dans le PIB).
- ▶ La consommation des ménages qui était perçue comme excessive est toujours un peu supérieur à 70 % du PIB (70.3 % en 2010 contre 70.2 % en 2007). Au dernier trimestre 2010, elle représentait 70.5 % du PIB.
- ▶ Nouvelle amélioration de l'enquête PMI/Markit pour l'ensemble de la zone Euro au mois de janvier. Les services continuent de progresser sous l'impulsion de l'Allemagne et la France. Ce qui nous intéresse est la bonne tenue de l'indice manufacturier alors que l'indice allemand est en léger repli et que celui de la France baisse franchement. Cela suggère que les autres pays de la zone s'améliorent rapidement (on ne dispose pas encore du détail par pays). Cela pourrait indiquer une amélioration des échanges au sein des pays européens. Ce serait très positif pour le cycle. C'est ce point qui retiendra notre attention dans les prochains mois.
- ▶ Repli du PIB anglais de 2 % en taux annualisé sur le 4^{ème} trimestre. La croissance n'est que de 1.4 M% sur l'année après un repli de -4.9 % en 2009. L'acquis est très faible (0.25 %). Associée à une politique budgétaire qui va vraiment être restrictive, un taux d'inflation très élevé et une banque centrale un peu perdue, la situation anglaise est précaire. Pourra-t-elle échapper à une nouvelle récession ? C'est la vraie question pour l'Angleterre avec une autre. Le mariage princier pourra-t-il sauver les anglais ?

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 24 AU 31 JANVIER 2011

- ▶ Les tensions en Egypte peuvent engendrer des changements d'anticipations. La situation évolue très vite. Le marché du pétrole est au cœur des interrogations pour le conjoncturiste. Un pétrole plus cher est générateur d'une inflation supplémentaire. Un pétrole encore plus cher et le risque est alors de voir l'activité s'infléchir sous l'impact d'un nouveau choc pétrolier.
- ▶ L'Egypte produit 600 000 barils/jour auquel on doit ajouter le million de barils/jour qui passe par le canal de Suez et 1.1 million de barils/jour passant par le pipeline SUMED.
- ▶ L'épisode du blocage du canal de Suez en 1956-57 avait engendré 10 % de production en moins. Il avait fallu 3 mois pour compenser ce choc par d'autres productions et 6 mois après cet épisode pour retrouver la production d'avant la fermeture au Moyen Orient. Une fermeture du canal de Suez aurait un impact moindre parce que le poids de ce qui passait par le canal était supérieur (en % de la production) à ce qu'il est actuellement. Cela arriverait néanmoins dans un environnement de tensions sur les matières premières.
- ▶ Pas de changement d'orientation dans la politique monétaire de la Fed à sa réunion.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 24 AU 31 JANVIER 2011

Les troubles géopolitiques en Egypte ont ravivé les craintes d'un embrasement de la région.

- ▶ Les marchés actions ont chuté, l'indice MSCI EM a perdu -0.9%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a perdu -0.79 % sur la semaine. Le spread s'est à 305 pb (+21 pb).
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements se sont dépréciées face au billet vert. Face dollar: real brésilien -0.34%, rand sud africain -1.75% et Livre turque -2.66 %.
- ▶ La Chine a relevé à 60% (vs 40%) le taux d'apport en capital pour acheter une seconde résidence, dans le but de limiter la spéculation sur l'immobilier.
- ▶ En Corée, le PIB a progressé de 0.5% au T4 (vs 0.7%), soit 4.8% GA (vs 4.4%), l'investissement ayant ralenti.
- ▶ A Taiwan, la croissance du PIB a été de 6.5% GA (vs 9.8%) au T4, soit une croissance pour l'année 2010 estimée à 10.47% par le gouvernement. Les autorités ont également revu à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2011 à 5.03% (vs 4.51% en novembre) et celles d'inflation à 2.04% (vs 1.85%).

ANTICIPATIONS HEBDO

31 janvier 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 28 JANVIER 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	28/01/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	4002.32	3331.29	4065.65	8.50	5.19	-0.38			
DAX	6914.19	7102.80	5434.34	7155.58	28.20	2.73	0.57			
EuroStoxx	2792.82	2954.13	2488.50	3012.65	7.92	5.78	-0.55			
FTSE	5899.94	5881.37	4805.75	6056.43	14.30	-0.31	-0.25	14.98	-0.67	-1.46
SNP 500	1257.64	1276.34	1022.58	1299.54	17.69	1.49	-0.55	20.58	-0.08	-0.84
Nasdaq	2652.87	2686.89	2091.79	2765.85	23.31	1.28	-0.10	26.34	-0.28	-0.40
Nikkei 225	10228.92	10360.34	8824.06	11339.30	-0.52	1.28	0.84	11.39	-1.71	0.99
MSCI Emerging USD	1151.39	1126.29	855.52	1165.05	19.81	-2.18	-0.91	22.76	-3.69	-1.21
MSCI World USD	1280.07	1302.13	1033.74	1321.14	15.40	1.72	-0.03	18.24	0.16	-0.33

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 28 JANVIER 2011

	Taux d'intérêt au 28 Janvier 2011							Taux de référence 31 Décembre 2010			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
USA	0 - 0.25	0.304	0.54	3.36	0.001	-0.09	-0.08	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1	1.063	1.346	3.163	0.038	0.07	-0.008	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	0.8	1.257	3.757	0.000	-0.072	-0.036	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.340	0.19	1.211	0.000	0.010	0.007	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (28/01/11)	2 ans (28/01/11)	10 ans (28/01/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.76 (-0.72) [§]	-0.81 (-0.67) [§]	0.20 (0.27) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.26 (-0.22) [§]	-0.09 (0.05) [§]	0.59 (0.62) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

* Le taux à 3 mois est le taux interbancaire, [§] semaine précédente

MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 28 JANVIER 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	28/01/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.363	0.30	1.56	-2.40	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	112.120	-0.15	3.05	-10.69	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.861	1.49	0.02	-0.08	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	82.770	-0.34	1.57	-8.29	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.584	-0.92	1.20	-1.82	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.582	-0.02	-0.13	-3.59	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	97.78	1.16	5.36	37.33
	Euro	69.18	71.76	0.86	3.73	40.71
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1329.55	-1.10	-6.21	22.35
	Euro	1056.73	975.81	-1.40	-7.66	25.36

Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Croissance du PIB

Les indicateurs dans le graphique ci contre représentent des mesures distinctes sur la dynamique de l'économie américaine.

Le PIB représente l'ensemble de l'activité et sa variation est la mesure utilisée pour évaluer la progression ou le repli de l'activité. Cette mesure n'est pas suffisante. L'absorption traduit les besoins de la demande interne. Tout ce qui n'est pas exporté est à usage interne. Cette mesure sur le trimestre évolue peu (-0.25 %) en raison du repli des importations.

La demande finale traduit la demande nette des importations et hors stocks adressée aux entreprises. Là le mouvement est spectaculaire (+7.1%). Attention cela traduit la baisse des importations.

Si l'on ne regarde que la demande (conso+inv+dep.gvt+exports) on constate qu'elle progresse de façon régulière.

La demande (bâtonnet vert) a été robuste, comprise entre 2 et 4 % en taux annualisé depuis le T2 2009. Il y a eu hausse concomitante des stocks et des importations. C'est ce qui explique la faible progression de la demande finale et l'écart inhabituel avec l'absorption. En T4 2010, la demande (bâtonnet vert) est restée robuste, il y a alors eu liquidation des stocks et reflux des importations. L'absorption est alors médiocre et la demande finale progresse vite. Le trimestre prochain les importations vont reprendre.

Pas de rattrapage

On note que la progression du PIB en volume est toujours parallèle à la tendance qui prévalait avant la récession. Il n'y a pas de convergence. De la sorte, les tensions sont réduites au sein de l'appareil productif. Le PIB en niveau est plus élevé que le point haut du T4 2007.

ECONOMIE JAPONAISE

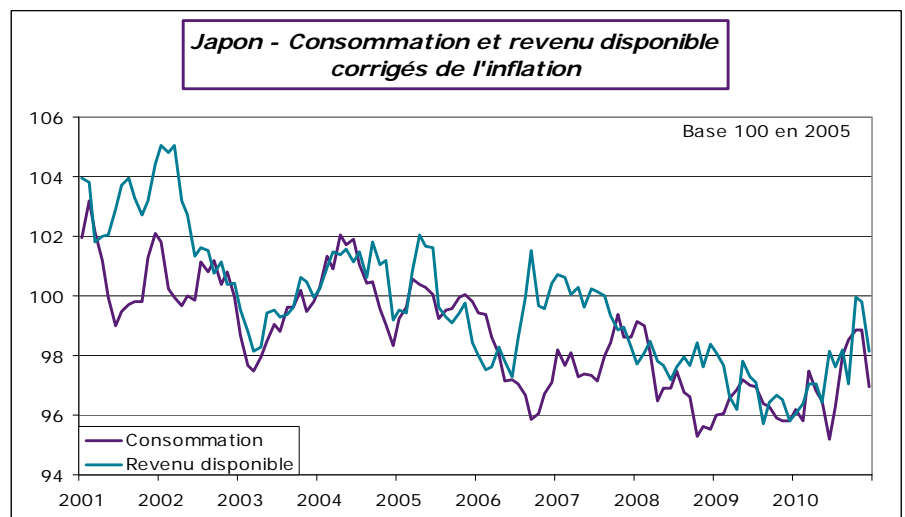
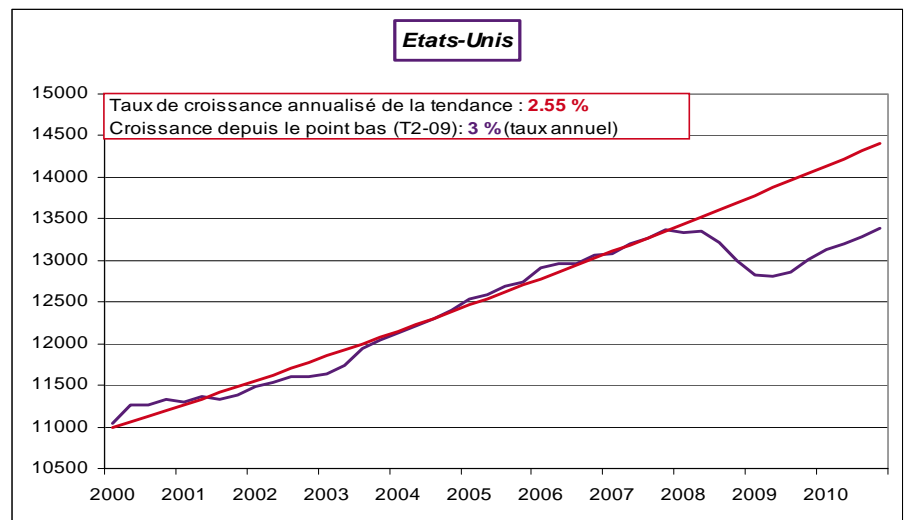
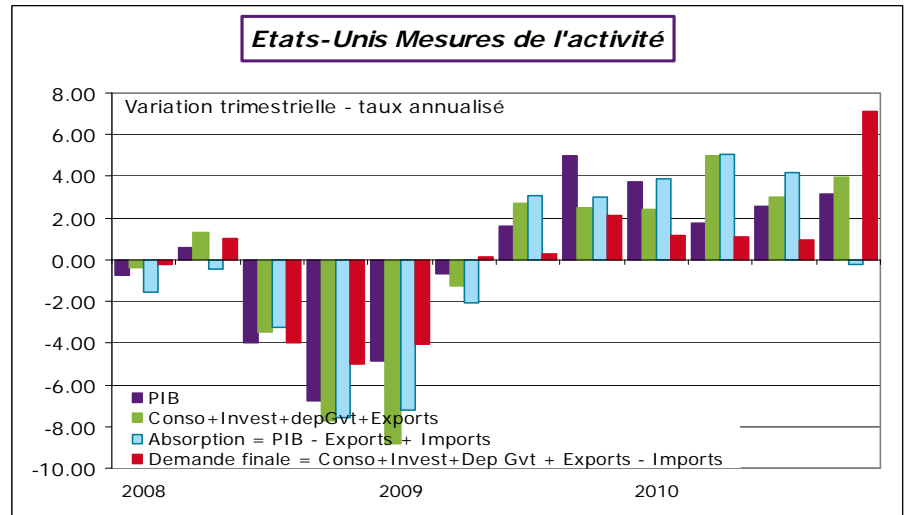
Dépenses des ménages

Le graphique représente l'évolution du revenu disponible des ménages et celle des dépenses de consommation. Les deux mesures sont corrigées du taux d'inflation. Deux constats:

La tendance est franchement déclinante pour les deux indicateurs depuis le début des années 2000. Le revenu disponible ne progressant pas il est logique que la demande interne n'augmente pas.

Les hausses récentes du revenu et des dépenses reflètent les mesures mises en place par le gouvernement. L'arrêt des mesures est très visible sur le graphique à la fin 2010.

De nouveaux soutiens à la consommation sont prévus dans la loi de finances qui démarrera en avril.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE ANGLAISE

Croissance du PIB

Le repli de l'activité a été fort au dernier trimestre 2010. Après 4 trimestres de hausse le PIB replonge de 2% en taux annuel.

Il est expliqué le rôle majeur des intempéries. La neige tombée en excès a pénalisé l'activité. Cette neige n'a pas affecté l'Allemagne de la même façon. Possible mais on ne peut exclure que la dynamique de l'économie britannique est médiocre.

J'ai du mal à comprendre le repli fort (-2.7 % en taux annualisé) des services aux entreprises.

La situation de l'économie anglaise est fragile et la mise en place d'une politique budgétaire très restrictive ne va pas modifier cette situation. La hausse de la TVA ne va pas arranger les choses.

Dans ce contexte où le taux d'inflation va rester élevé, que doit faire la Banque d'Angleterre?

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Enquête PMI/Markit Janvier 2011

L'estimation flash de l'enquête PMI/Markit indique toujours une bonne orientation de l'activité en zone Euro. On observe sur le graphique que les 3 composantes géographiques progressent (on ne dispose que du détail sur la France et l'Allemagne). Les autres pays de la zone Euro progressent notamment dans le secteur manufacturier. Cela pourrait correspondre à une hausse des échanges si le mouvement de décembre est prolongé.

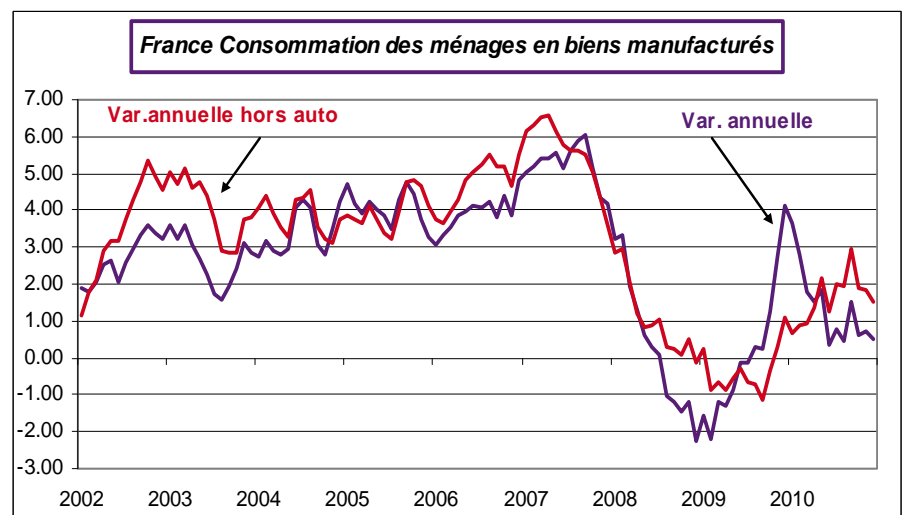
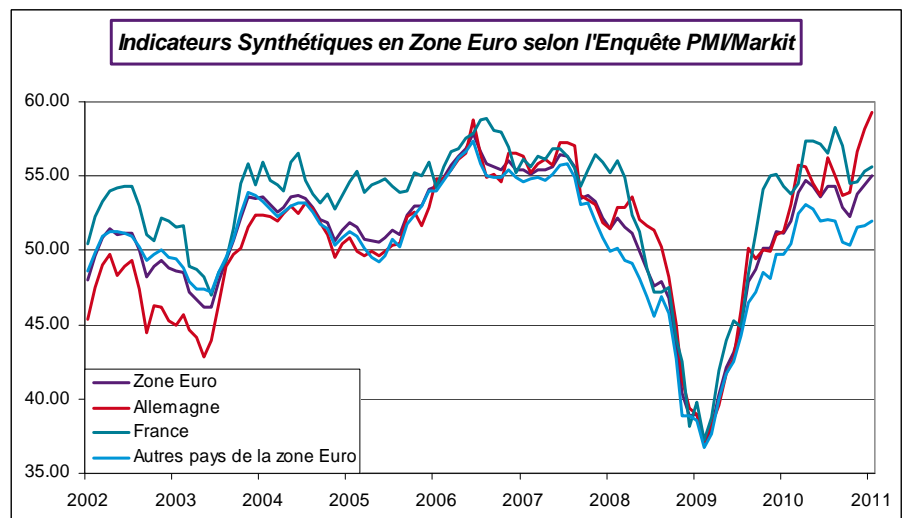
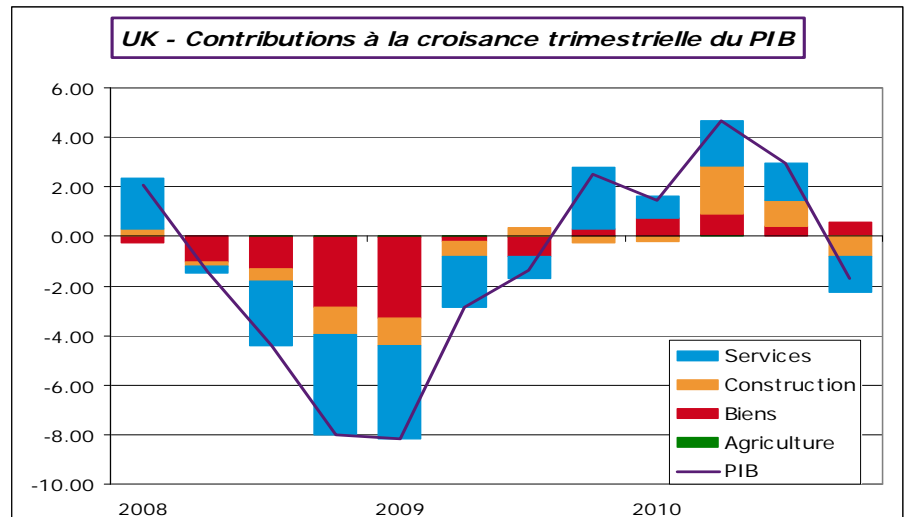
Cela pourrait alors traduire une dynamique cyclique au sein de la zone euro beaucoup plus favorable qui passerait par une hausse des échanges entre pays de la zone euro. C'est une configuration qui a toujours été dans le passé porteuse d'une dynamique robuste.

ECONOMIE FRANCAISE

Consommation des ménages

Le graphique ci contre illustre les chocs provoqués par la prime à la casse sur les dépenses des ménages. On observe que les profils annuels (avec et sans auto) de ses dépenses sont proches jusqu'au début de l'année 2009. On constate l'accélération des ventes d'automobiles jusqu'au point haut de décembre 2009. Le changement de la prime à partir de janvier 2010 a contribué au ralentissement des ventes d'auto. Le redémarrage des ventes de voitures n'a lieu qu'en fin d'année lorsque ce qui reste de la prime est liquidé.

On note que les autres composantes, essentiellement les biens d'équipement de la maison, se comportent mieux mais très loin du régime constaté avant juin 2007.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

Semaine avec la parution de statistiques importantes et également un discours de M Bernanke, le 3/2 à 19h

► Parutions de quatre indicateurs d'activité

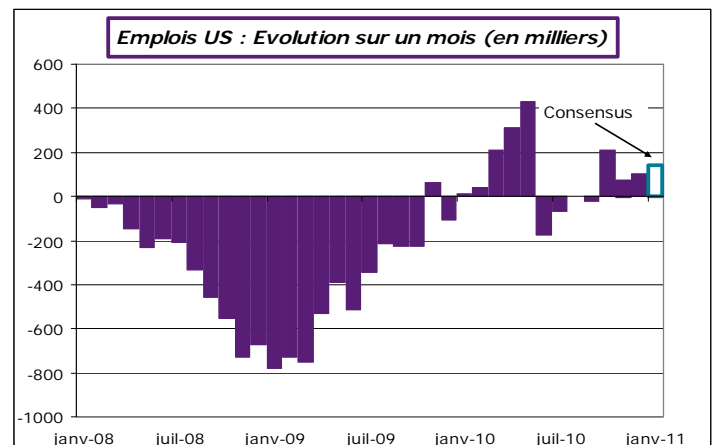
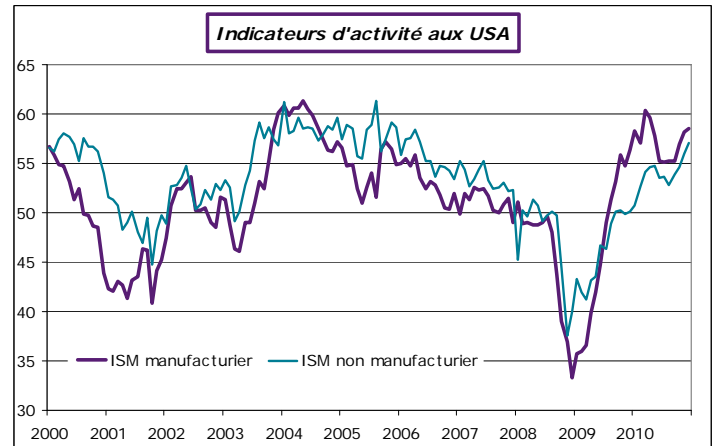
- **Indice ISM manufacturier (janvier), le mardi premier février à 16h** (décembre 58.5, consensus 58).
- **Indice ISM non manufacturier (janvier), le 3 février à 16h** (décembre 57.1, consensus 57)
- **Statistiques sur le marché du travail pour le mois de janvier, vendredi 4 février à 14h30** Taux de chômage (décembre 9.4 %, consensus 9.5 %) ; Création d'emplois (décembre 103 mille, consensus 135 mille)
- **Indice PMI Chicago de janvier, le 31 janvier à 15h45** (décembre 66.8, consensus 65). **[Publication 68.8]**

► Publications de statistiques sur la productivité et sur les coûts salariaux unitaires pour T4 2010, le 3 février à 14h30 (T3 2010 2.3 %, cons. 2 % pour la productivité ; T3 2010 -0.1 %, cons. 0.5 % pour les coûts unitaires du travail)

► Publication d'indicateurs relatifs aux ménages

- **Revenu des ménages (décembre) le 31/1 à 14h30** (novembre 0.3 % en var. mensuelle, consensus 0.4 %)
- **Consommation des ménages (décembre), le 31/1 à 14h30** (novembre 0.4 % en var. mens; cons. +0.5 %)

► Parution du taux d'inflation PCE (décembre), le 31/1 à 14h30 (nov. 0.8 %, consensus 0.8 % pour l'indice sous-jacent et nov. 1 %, consensus 1.3 % pour l'indice total)



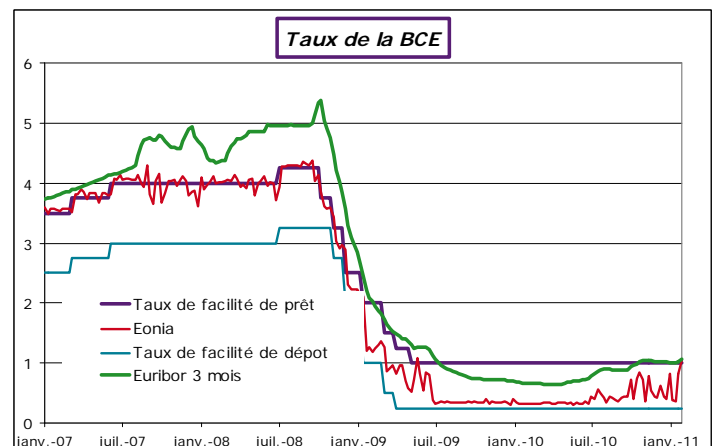
Zone Euro

► Publications de quatre indicateurs d'activité

- **Enquêtes PMI-Markit (secteur manufacturier) en janvier – le premier février à 10h. Le chiffre préliminaire était de 56.9** (décembre 57.1, consensus 56.9) Seront publiées le même jour, les enquêtes PMI manufacturier, relatives aux différents pays de la zone euro
- **Enquêtes PMI-Markit (services) en janvier – le 3/2 à 10h. Le chiffre préliminaire était de 55.2** (déc. 54.2, consensus 55.2) Seront publiées le même jour, les enquêtes PMI services relatives aux différents pays de la zone euro.
- **Ventes de détail (décembre) – le jeudi 3/2 à 11h** (novembre -0.6 % en var. mensuelle, consensus +0.5 %)
- **Taux de chômage de décembre – mardi premier février à 11h** (novembre 10.1 %, consensus 10.1 %)

► Parution du taux d'inflation (Flash) –janvier- le 31/1 à 11h (déc. 2.2 %; consensus 2.3 %) **[Publication 2.4 %]**

► Réunion de la BCE le 3/2 – décision à 13h45 (consensus 1 %).



Allemagne

► Parution de chiffres du marché du travail (janvier), le 1/2 à 9h55 Taux de chômage (déc. 7.5 %, consensus 7.5 %) Evolution du chômage (déc. 3 mille, consensus -10 mille)

► Parution des ventes de détail (décembre), le 31 janvier à 8h (nov. -1.9% en var. mensuelle, consensus 2 %)