

# ANTICIPATIONS HEBDO

26 septembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



## Les attentes de la semaine du 26 Septembre au 2 Octobre

- Les dépenses des ménages américains en septembre pour jauger plus précisément la croissance du PIB américain au cours de l'été
- Le taux d'inflation en zone Euro pour le mois de septembre
- La consommation en France pour les deux mois d'été



## Les points majeurs à retenir sur la semaine du 19 au 25 Septembre

- Dégradation rapide des enquêtes en zone Euro. Le risque de récession s'est accru sur le vieux continent.
- Ralentissement toujours marqué de l'activité en Chine. Cela ne crée pas d'impulsion rapide à la hausse pour les pays industrialisés.
- Changement de politique monétaire à la Fed.
- L'impact de ce changement sur le cours de l'or



## Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Le changement de politique monétaire de la Fed a pour objectif de peser sur l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt.
- L'objectif est de réduire les reports dans le temps des dépenses des acteurs de l'économie en réduisant les incitations à le faire et favoriser ainsi les dépenses immédiates
- Le net ralentissement de la zone Euro.



## Les thèmes abordés dans le document

- Page 3, la thématique abordée est celle du ralentissement marqué de l'activité en zone Euro.
- Face à cela la BCE doit rapidement devenir plus accommodante en réduisant ses taux d'intérêt (dès octobre ?)
- La résolution des tensions passe par la nécessité de trouver un ajustement qui passe soit par une baisse du taux de change (modification de la compétitivité pour faire supporter une partie de l'ajustement à d'autres) soit à répartir le risque dans le temps via la monétisation d'une partie des risques via la BCE.

# ANTICIPATIONS HEBDO

26 septembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

## MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 19 AU 25 SEPTEMBRE 2011

- Inquiétudes sur la croissance en zone Euro - Voir l'édito page 3 et les graphes complémentaires pages 7 et 8

## MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 19 AU 25 SEPTEMBRE 2011

Lors de sa réunion des 20 et 21 septembre, la Federal Reserve américaine a décidé d'intervenir sur les taux d'intérêt afin d'aplatir encore davantage l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt. Elle a aussi décidé de réallouer les recettes issues des actifs titrisés qu'elle a en portefeuille vers le marché du financement de l'immobilier.

### L'ETAT DE L'ECONOMIE

Lors de la réunion du 9 août, la Fed avait indiqué un net ralentissement de l'activité. Elle persiste dans le communiqué du 21 septembre, considérant que l'inflexion observée au milieu de l'été allait se prolonger. Ce n'est pas un choc temporaire qui s'estompera rapidement. C'est une des raisons qui la pousse à agir. Elle souligne l'effet de choc négatif sur l'activité que pourrait avoir les turbulences financières. Néanmoins, la Fed ne considère pas que sur le long terme, la dynamique de l'économie américaine ait changé. Elle indique ainsi que le taux de chômage convergera vers un niveau compatible avec son mandat. Il n'y a ainsi pas de chômage structurel aux USA qui maintiendrait pendant longtemps le taux de chômage à un niveau plus élevé que la norme habituellement constatée sur le marché du travail américain.

### LES MESURES PRISES

La Fed a confirmé l'ancrage du taux des fed funds dans l'intervalle [0; 0.25%] jusqu'à la mi-2013. L'idée est de maintenir très basse la partie courte de la courbe des taux de rendement.

La nouveauté est la modification du portefeuille de titres du Trésor de la Fed. Elle a ainsi décidé d'acheter pour 400 milliards de Titres du Trésor ayant une maturité comprise entre 6 et 30 ans. En contrepartie elle vendra des titres qu'elle a en portefeuille dont la durée résiduelle est supérieure à 3 mois et inférieure à 3 ans.

La structure des achats sera la suivante

Maturité	6 – 8 ans	8 – 10 ans	10 – 20 ans	20 – 30 ans	TIPS 6 – 30 ans
Répartition	32%	32%	4%	29%	3%

L'objectif de cette mesure est, après avoir ancré la partie courte sur le taux des fed funds, d'infléchir vers le bas toute la structure de la courbe des taux d'intérêt. Une courbe des taux d'intérêt basse n'incite pas à transférer sa richesse dans le futur puisque la rémunération est faible. L'incitation est alors de dépenser maintenant et soutenir ainsi la dynamique de l'activité. C'est cet arbitrage qu'il faut avoir à l'esprit.

Cette mesure prendra fin à la fin du mois de juin 2012 et un premier calendrier mensuel des achats devrait être publié le 30 septembre pour le mois d'octobre.

L'autre mesure est d'utiliser les recettes issues des papiers de dette et de titrisation (MBS) des agences que la Fed a en portefeuille pour intervenir sur le marché secondaire de ces actifs (MBS d'agence). Elle souhaite ainsi réactiver ce marché et faciliter la dynamique de financement de l'immobilier. Le marché résidentiel est déprimé, et c'est une source de frein à la reprise de l'activité.

L'opération commencera le 3 octobre et un calendrier mensuel sera annoncé autour du 8<sup>ème</sup> jour de chaque mois. Ces recettes étaient jusqu'à présent consacrées à l'achat d'actifs du Trésor. Ces opérations seront arrêtées à la fin du mois de septembre et seront remplacées à partir du mois d'octobre par les achats de titres sur le marché secondaire des actifs de financement immobilier

### CONCLUSION

L'objectif de la Fed est d'abaisser l'ensemble de la structure des taux d'intérêt afin de limiter l'incitation à reporter sa richesse dans le temps pour dépenser davantage aujourd'hui et relancer la dynamique de l'activité. L'autre objectif est de soutenir le marché du financement de l'immobilier afin de faciliter la reprise de ce marché.

La Fed donne les dates de début des opérations, de fin pour celles sur les titres du Trésor mais elle ne donne pas d'autres perspectives sur la politique monétaire.

La Fed baisse donc les taux d'intérêt pour soutenir l'activité. Elle ne peut plus abaisser son taux traditionnel (Fed funds), elle intervient donc par un arbitrage sur son portefeuille sur des titres plus longs. L'effet sera positif sur l'activité.

- Ce changement de la politique monétaire a eu un impact fort sur le prix de l'or. Celui-ci peut être perçu comme une obligation à très long terme qui se valorise lorsque le taux d'intérêt réel ex ante est faible. Le changement de comportement de la Fed avec des achats à long terme (30 ans) a engendré des arbitrages qui se sont traduits par une baisse du taux à 30 ans (hausse du prix) après l'annonce et une baisse du prix de l'or. Cela reflète des allocations différentes compte tenu de la nouvelle politique de la Fed qui consiste aussi à acheter des taux à 30 ans. Cela se rééquilibrera mais l'impact à court terme est non négligeable.
- La Banque d'Angleterre annoncera en octobre ou en novembre une politique monétaire plus accommodante, mettant en place une stratégie de Quantitative Easing. Cela viendra contrebalancer la politique budgétaire restrictive alors que la croissance chancelle.

## MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 19 AU 25 SEPTEMBRE 2011

La Fed a revu ses perspectives de croissance, fragilisant la situation des pays émergents

- Les marchés actions ont chuté, l'indice MSCI EM a baissé - 12%.
- Sur les marchés obligataires, l'indice EMBIG a baissé à -3.31% sur la semaine. Le spread s'est écarté à 461 pb (+75 pb).
- Les devises émergentes à hauts rendements se sont dépréciées face au billet vert : real brésilien -6 %, rand sud africain -10% et livre turque -4%.
- En Chine, le flash PMI manufacturier est sorti à 49.4 confirmant la modération de l'activité économique.
- A Taïwan, la production industrielle a baissé en août de -1.8% GM cvs (vs 2.1%), soit 4.1% GA (vs 7%), reflétant le ralentissement de la demande globale.
- En Russie, les indicateurs du mois d'août indiquent une certaine robustesse de l'activité économique russe. Le taux de chômage a baissé à 6.1% (vs 6.5%). L'amélioration du marché du travail a soutenu la consommation des ménages.
- La Turquie a gardé son taux repo inchangé à 5.75%, indiquant l'assouplissement de ses instruments de politique monétaire en raison de la détérioration significative du contexte macro global et domestique.

## Risque fort de ralentissement sévère en zone Euro

Au cours de l'été les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise de la zone Euro indiquaient un changement de tendance. Pour les conjoncturistes, les interrogations portaient encore sur la nature de cette perturbation. Était-elle temporaire reflétant un choc sans lendemain ne nécessitant pas de mesures correctrices de la part de la politique économique? Ou était-ce un choc ayant davantage de persistance au point de modifier les comportements et inciter à la mise en place de stratégies pour en limiter l'impact sur la dynamique de croissance.

Avec les enquêtes publiées pour le mois de septembre, la réponse n'est plus ambiguë. Le choc a un caractère persistant. Le mouvement de repli des indicateurs dans les enquêtes est confirmé en septembre et a eu même tendance à s'accroître. Ce changement de régime est perceptible au sein de la zone Euro à la lecture notamment de l'enquête PMI/Markit. L'indice caractéristique de cette enquête entre dans un territoire associé généralement un repli de l'activité. L'incertitude de la situation globale se traduit par un repli significatif de l'indicateur des nouvelles commandes. Chacun devient plus hésitant et repousse le moment d'une dépense ou d'un investissement. En effet, en cas d'incertitude et d'inquiétude il est rationnel d'être plus prudent et reporter des dépenses ou des investissements dans le temps en attendant de disposer d'une information plus complète sur la situation.

Dans une phase de ce type, si une entreprise investit toute seule, elle prend le risque d'être en décalage avec les autres et si la conjoncture reste dégradée, d'avoir été la seule à investir. Il est alors rationnel d'attendre pour ne pas avoir à supporter un coût inutile. Pour le ménage, le raisonnement est proche. S'il y a de l'incertitude sur le futur, il est préférable de lisser ses dépenses dans le temps puisqu'il est attendu que la situation puisse se dégrader dans le futur. Dans ce cas, une situation plus incertaine aura tendance à engendrer un surplus d'épargne au détriment d'une dépense supplémentaire.

C'est ce report dans le temps qui pénalise immédiatement la conjoncture économique. Si cet attentisme se prolonge, on ne doit alors pas exclure une réduction supplémentaire de la demande ouvrant alors la possibilité d'une contraction de l'activité économique et un repli de la croissance.

Les turbulences financières constatées au cours de l'été au sein de la zone Euro sont certainement à l'origine de ce choc d'incertitude. Les interrogations sur le règlement de la situation de la Grèce, les interrogations sur le système bancaire ou encore les fragilités de l'architecture de la gouvernance européenne vont dans ce sens. Sur ce dernier aspect, la question de l'articulation entre la BCE, les gouvernements et le Fond Européen de Stabilisation Financière est toujours d'actualité puisque le champ d'intervention du FESF est toujours à définir car pour les pays les plus importants c'est la BCE qui intervient.

Ces inquiétudes constatées pour l'ensemble de la zone Euro se retrouvent aussi directement dans les enquêtes menées en Allemagne et en France. Le changement de régime est très significatif en Allemagne indiquant que les ressorts qui avaient permis une reprise forte et durable de la croissance allemande se faisaient plus fragiles.

Ces ruptures n'ont pas été observées qu'au sein des entreprises. Les enquêtes menées auprès des ménages donnent aussi des signaux de changements brutaux. Pour l'ensemble des membres de la zone Euro, le repli de l'indicateur de confiance est très marqué en septembre. Pour les ménages allemands, les inquiétudes portent sur l'évolution future et se reflètent dans la composante "Anticipations". En France, les sous indices, notamment celui de l'emploi, montrent qu'un changement brutal a pu être constaté au cours de l'été. Les ménages craignent désormais une dégradation rapide de l'emploi.

Les enchaînements qui ont mené à ce ralentissement témoignent de la longueur de la sortie de crise en Europe. En effet, dans tous les pays de la zone Euro, le niveau d'activité est au mieux à celui constaté avant la récession de 2008. Cette reprise insuffisante s'est traduite par un rééquilibrage lent du marché du travail. La dynamique interne n'a pas en conséquence retrouvée une allure robuste et pérenne.

La reprise avait été dépendante de l'impulsion des pays émergents. Lorsque celle-ci faiblit, la conjoncture de chacun des pays industrialisés devient plus dépendante de sa dynamique interne. Or le déséquilibre sur le marché du travail ne permet pas à la demande interne de prendre le relais. Ce point de fragilité peut être généralement surmonté sauf lorsqu'il y a apparition d'un choc dont la persistance finit par modifier les comportements. C'est probablement ce qui a été observé néanmoins au cours de l'été. Les entreprises deviennent plus prudentes et les ménages s'inquiètent brutalement sur l'évolution du marché du travail.

C'est un enchaînement de ce type qui est à l'œuvre aujourd'hui en zone Euro. Cela amène plusieurs remarques

1 – La source de l'incertitude est la situation européenne. Or la résolution des questions liées à la Grèce et à la gouvernance de la zone Euro prendra du temps, maintenant une situation incertaine au sein de la zone Euro. Une résolution immédiate de ces questions ne permettrait pas d'échapper à un ralentissement sévère.

2 – L'ajustement constaté dans les enquêtes s'observe d'abord sur l'activité alors que l'emploi ne s'ajuste qu'avec retard. Les réductions de l'emploi qui reflèteront l'ajustement de celui-ci au niveau de l'activité prolongeront le repli de l'activité accentuant ainsi la persistance du choc.

3 – Il n'y a pas forcément urgence à réduire à très grande vitesse les déséquilibres des finances publiques sauf à prendre le risque d'accroître fortement le risque de récession.

## Risque fort de ralentissement sévère en zone Euro

- 4 – La BCE doit continuer de limiter les risques sur le système bancaire en apportant des liquidités et en réduisant rapidement ses taux d'intérêt. Ce repli des taux d'intérêt doit être rapide, avant la fin de l'année, peut être dès octobre.
- 5 – Cela limiterait les contraintes pour l'ensemble des secteurs économiques et financiers et mettrait la stratégie de la BCE davantage en phase avec les autres banques centrales puisque la Fed a modifié l'orientation de sa politique monétaire et que la Banque d'Angleterre s'apprête probablement à le faire.
- 6 – Cela pourrait prolonger le mouvement de repli de l'euro qui serait la meilleure façon de redonner des marges de manœuvre à la zone Euro en améliorant sa compétitivité externe.

La difficulté de la zone Euro aujourd'hui est qu'elle bénéficie moins des impulsions extérieures que lors de la reprise de 2009-2010. Elle se retrouve confrontée à sa dynamique interne et à ses déséquilibres. Pour trouver une solution à cette situation, il faut trouver une façon de réduire les contraintes immédiates. La baisse du taux de change en est une afin d'améliorer la compétitivité et faire participer l'extérieur à la résolution de l'équation européenne. Le problème est que la dépréciation de la monnaie ne se décrète pas. L'autre possibilité est de repousser les contraintes en transférant les risques dans le temps. La monétisation de la dette publique par un transfert de risque du marché vers la BCE doit permettre une telle issue. Cela permettrait, avec un programme d'achat clairement défini de la part de la BCE, de limiter les risques de tensions sur les diverses dettes et faciliter ainsi le retour de la croissance en évitant les risques de crises récurrentes.

# ANTICIPATIONS HEBDO

26 septembre 2011

## MARCHE DES ACTIONS AU 23 SEPTEMBRE 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	23/09/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3804.78	2810.11	2781.68	4157.14	-25.71	-26.14	-7.29			
<b>DAX</b>	6914.19	5196.56	5072.33	7527.64	-17.49	-24.84	-6.76			
<b>EuroStoxx</b>	2792.82	2026.03	1995.01	3068.00	-27.45	-27.46	-6.17			
<b>FTSE</b>	5899.94	5066.81	5007.16	6091.33	-9.50	-14.12	-5.62	-11.93	-15.97	-5.94
<b>SNP 500</b>	1257.64	1136.43	1119.46	1363.61	-1.07	-9.64	-6.54	-1.38	-10.33	-4.71
<b>Nasdaq</b>	2652.87	2483.23	2341.84	2873.54	4.28	-6.39	-5.30	3.95	-7.11	-3.44
<b>Nikkei 225</b>	10228.92	8560.26	8518.57	10857.53	-9.62	-16.31	-3.43	-0.51	-11.68	-0.74
<b>MSCI Emerging USD</b>	1151.39	861.53	861.53	1206.49	-18.20	-25.18	-11.81	-18.47	-25.75	-10.07
<b>MSCI World USD</b>	1280.07	1094.92	1089.33	1391.86	-7.45	-14.46	-6.90	-7.74	-15.12	-5.07

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 23 SEPTEMBRE 2011

	Taux d'intérêt au 23 Septembre 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				
<b>USA</b>	0 - 0.25	0.360	0.23	1.84	0.009	0.050	-0.240	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
<b>Zone Euro</b>	1.50	1.537	0.349	1.684	0.002	-0.142	-0.175	1	1.01	0.77	2.89
<b>UK</b>	0.5	0.95	0.542	2.127	0.000	-0.004	-0.106	0.5	0.8	0.76	3.51
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.126	0.990	0.000	-0.015	-0.023	0.1	0.34	0.16	1.12
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (23/09/11)</b>	<b>2 ans (23/09/11)</b>	<b>10 ans (23/09/11)</b>	<b>3 mois (31/12/10)</b>	<b>2 ans (31/12/10)</b>	<b>10 ans (31/12/10)</b>				
<b>USA – Zone Euro</b>		-1.18 (-1.18) <sup>§</sup>	-0.12 (-0.31) <sup>§</sup>	0.16 (0.22) <sup>§</sup>	-0.703	-0.163	0.413				
<b>UK – Zone Euro</b>		-0.59 (-0.58) <sup>§</sup>	0.19 (0.06) <sup>§</sup>	0.44 (0.37) <sup>§</sup>	-0.206	-0.008	0.619				

\* Le taux à 3 mois est le taux interbancaire, <sup>§</sup> semaine précédente

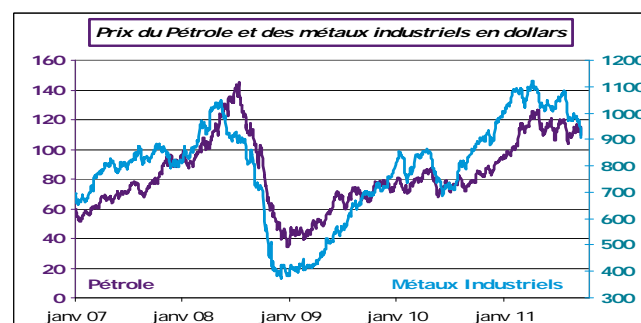
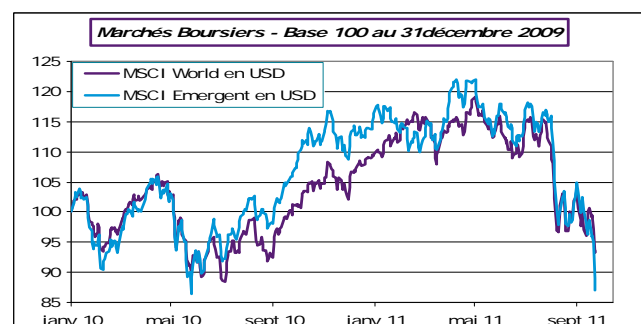
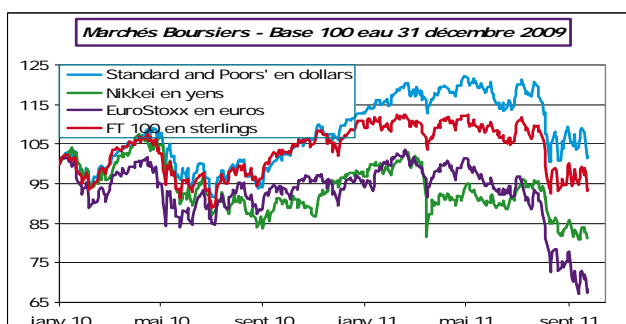
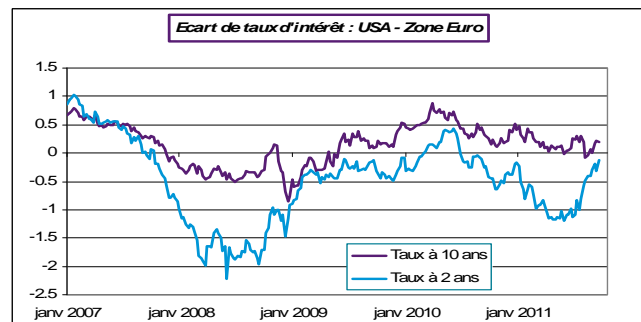
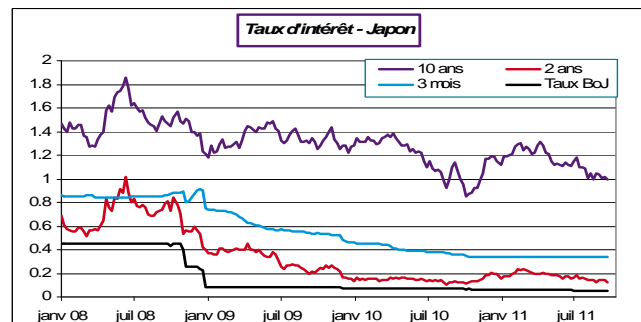
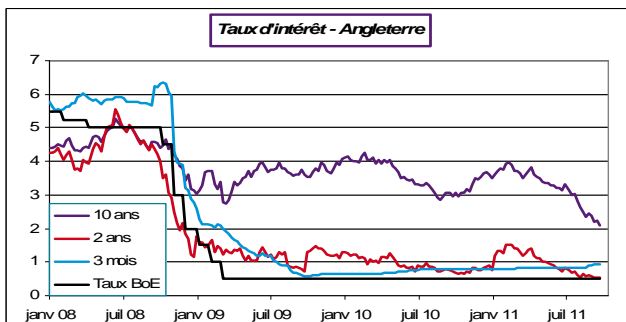
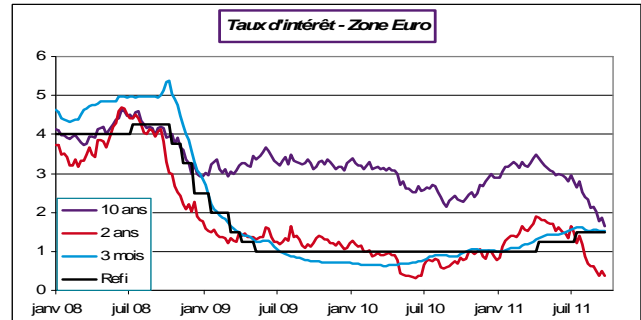
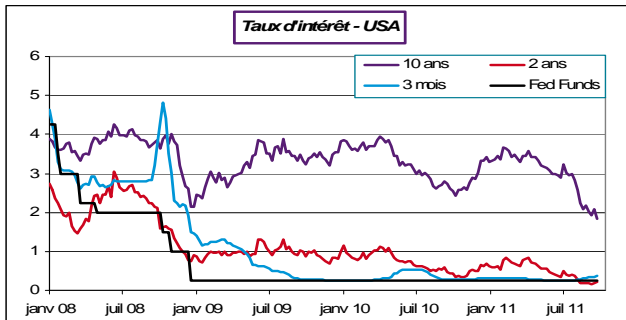
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 23 SEPTEMBRE 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	23/09/11	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.342	1.352	-1.93	0.77	0.32	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	108.806	103.092	-2.71	-5.25	-9.17	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.861	0.872	0.07	1.35	2.21	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	81.490	76.750	-0.09	-5.82	-9.17	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.566	1.544	-2.26	-1.40	-2.38	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.591	6.388	0.08	-3.07	-4.71	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	92.81	109.38	-4.97	17.85	38.75
	<b>Euro</b>	69.18	80.91	-3.10	16.95	38.31
<b>Prix de l'Ounce d'or</b>	<b>Dollar</b>	1417.63	1676.97	-6.61	18.29	29.44
	<b>Euro</b>	1056.73	1240.45	-4.77	17.39	29.02

# ANTICIPATIONS HEBDO

26 septembre 2011

## Indicateurs Financiers au 23 Septembre 2011



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Le marché immobilier

Le marché immobilier américain évolue toujours selon une dynamique réduite et insuffisante. Le graphique présente l'indice d'activité des constructeurs de maisons et les mises en chantier de maisons individuelles. Dans les deux cas chaque indicateur un niveau très bas au regard de son profil historique. L'immobilier a perdu le rôle majeur qu'il avait dans la dynamique macroéconomique américaine. Ce n'est plus un facteur de soutien à la croissance. C'est une des raisons qui a incité la Fed à intervenir sur le financement de l'immobilier dans la nouvelle orientation de sa politique monétaire.

L'aspect financier de l'immobilier est une composante de la dynamique immobilière et la Fed souhaite que cela ne soit plus une contrainte.

### ECONOMIE CHINOISE

#### Enquête PMI /Markit/HSBC

Dans le secteur manufacturier et pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif, l'indice synthétique de l'enquête pour la Chine est en dessous du seuil de 50 indiquant une inflexion de l'activité à la baisse. Les nouvelles commandes se réduisent également pour le 2<sup>ème</sup> mois consécutif. Parmi celles-ci on relèvera aussi le repli des nouvelles commandes à l'exportation.

Cette inflexion constatée en Chine a déjà commencé à se diffuser vers les autres pays de la zone Asie, puisque les indices coréen et taiwanais étaient déjà en ralentissement au mois d'août. Cette région ralentit alors qu'elle est au cœur de la reprise globale depuis 2009. C'est cet aspect qui est préoccupant puisque cette moindre progression ne crée plus l'impulsion haussière souhaitée pour améliorer les perspectives macroéconomiques.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

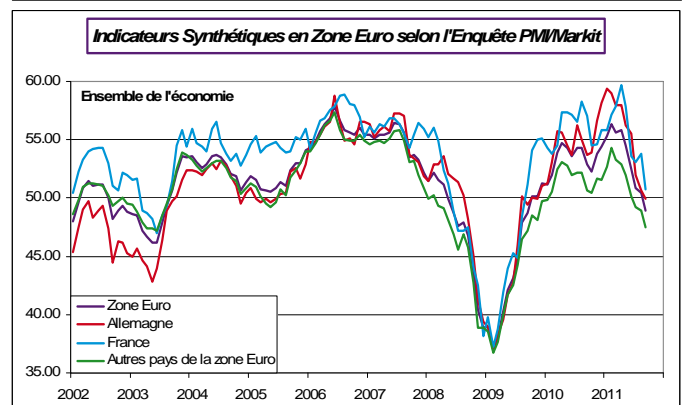
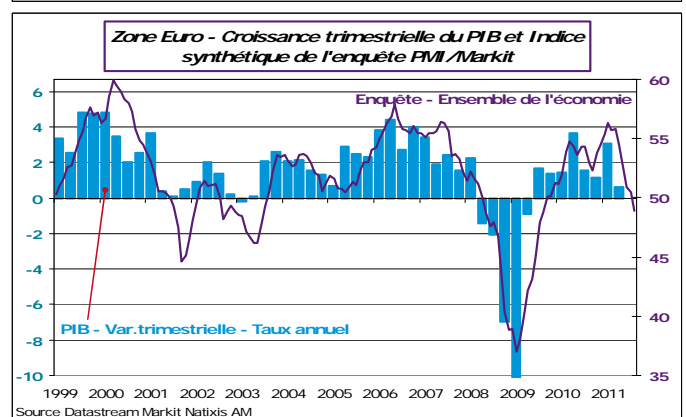
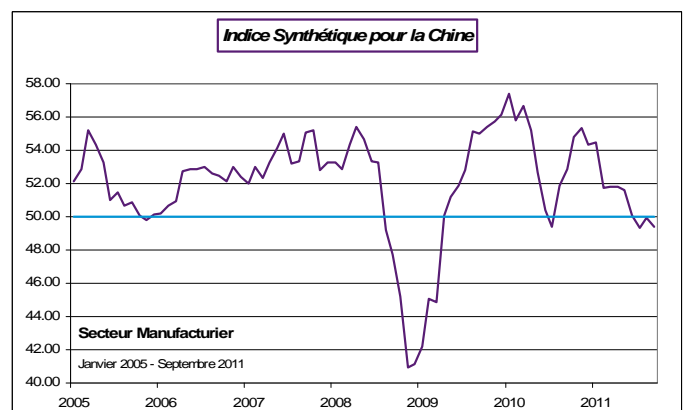
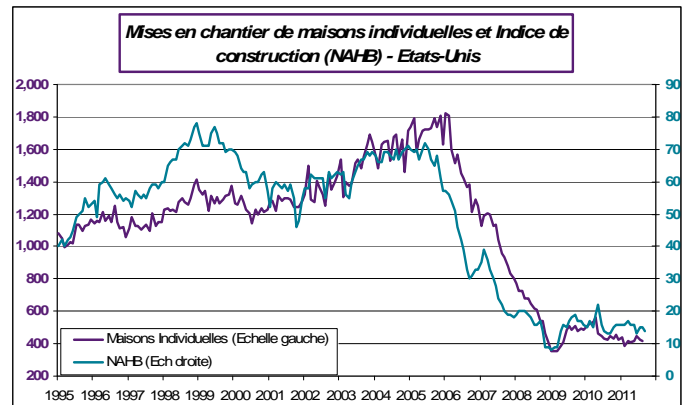
#### Enquêtes PMI /Markit

L'indice synthétique pour l'ensemble de la zone Euro est passé sous le seuil de 50 indiquant que l'activité pour l'ensemble de la zone a ralenti de façon significative au cours du mois d'août. Compte tenu de la cohérence avec l'évolution trimestrielle du PIB, cette situation devrait se traduire par des chiffres de croissance très faible jusqu'à la fin de l'année. On ne peut pas exclure que ces données tendent vers une valeur négative.

Ce qui impressionne sur le graphique et dans les composantes de l'enquête c'est la vitesse de retournement des indicateurs. Alors qu'elle était satisfaisante au printemps, l'activité mesurée à l'aide de ces enquêtes a changé de régime.

L'explication vient du ralentissement des échanges mondiaux notamment via une impulsion des pays émergents moins robuste (cf. la Chine ci-dessus). L'activité est dès lors davantage conditionnée par le marché intérieur. Or la dynamique du marché du travail est encore insuffisante et le choc d'incertitude subi cet été avec des dysfonctionnements dans la gestion de la dette souveraine en zone Euro et une gouvernance un peu déséquilibrée crée une attitude plus attentiste.

On observe sur le 4<sup>ème</sup> graphique que les mouvements de repli en Allemagne et en France sont aussi très rapides et reflètent notamment un net ralentissement des nouvelles commandes. Pour les autres pays de la zone Euro la fragilité est très importante et se traduit par une baisse marquée de l'activité. On ne dispose pas encore du détail par pays. Celui-ci sera connu au début du mois d'octobre.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE DE ZONE EURO

#### Confiance du consommateur

L'intérêt de cette enquête est de montrer le retournement rapide de la perception de leur environnement par les consommateurs au milieu de l'été. Celui-ci était perçu comme "normal" encore en juillet (indice proche de la moyenne qu'est 0 dans cette construction graphique centrée et réduite) et qui se dégrade très rapidement en septembre. On ne dispose pas encore du détail de l'enquête mais l'incertitude à régler la question grecque et les difficultés de la situation en zone Euro ont certainement eu raison de l'optimisme des consommateurs européens.

### ECONOMIE ALLEMANDE

#### Enquêtes sur l'activité

Le changement de régime est radical en Allemagne comme le montre le graphique ci contre. Chaque enquête est centrée et réduite afin de les rendre comparables sur la période. (le 0 est dans ce cas la moyenne pour chaque série). On observe qu'avec des modèles et des échantillons de personnes très différents, le résultat est identique dans les 3 enquêtes avec un retournement très significatif depuis l'été. L'indice de l'enquête PMI/Markit est en dessous de sa moyenne, c'est le cas de l'indice ZEW également. Sur cette dernière on notera que la composante liée à la situation courante s'est ajustée très fortement. Cela n'a pas encore été le cas pour l'enquête IFO. Celle-ci s'ajuste aussi fortement. Un indicateur de retournement du cycle allemand peut être calculé en comparant la moyenne des deux derniers indices par rapport à la moyenne des deux mois précédents. Ce calcul identifie généralement assez bien les changements de régime en Allemagne. Sur les mois d'août et septembre, le repli est plus fort que lors de la récession de 1993

### ECONOMIE FRANÇAISE

#### Confiance des ménages

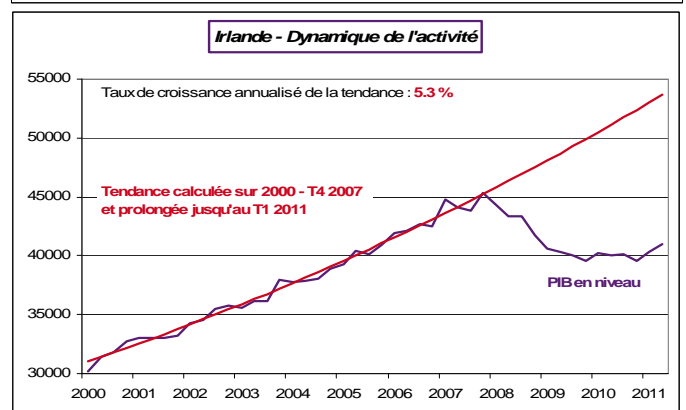
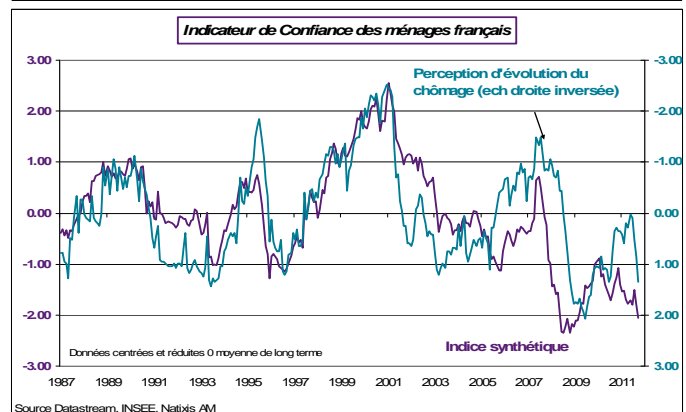
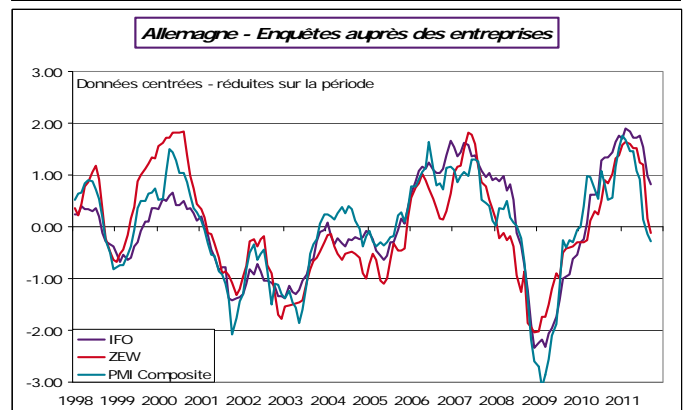
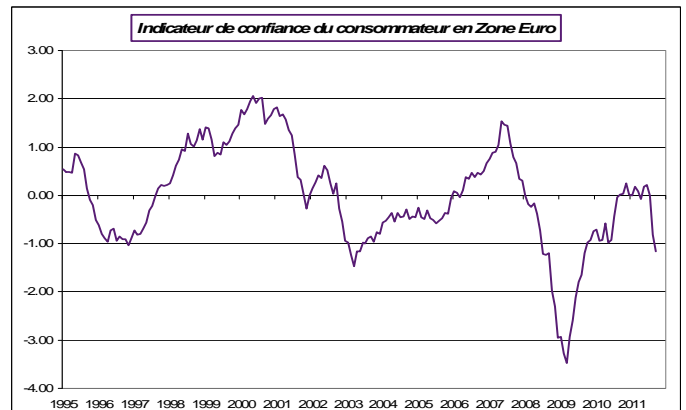
L'inquiétude est plus forte sur la dynamique de l'économie française. Du côté des entreprises les commandes ralentissent très rapidement et les perspectives d'activité se sont sensiblement dégradées au cours de l'été. Ceci se lit facilement dans le graphe du bas de la page 6. Ce qui est intéressant aussi est de regarder les attentes du consommateur. Dans le graphe de droite on constate que l'indice de confiance des ménages s'est dégradé de façon significative au mois de septembre. Le plus perturbant néanmoins est le changement marqué constaté sur la perception de la dynamique du marché du travail. Au printemps, il n'y avait pas d'inquiétude sur celui-ci. L'indicateur bleu sur le graphe était proche de 0, sa valeur de long terme. En septembre, l'inquiétude s'accroît brutalement. Les ménages perçoivent un changement rapide au sein de leurs entreprises.

### ECONOMIE IRLANDAISE

#### Croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre

La croissance du PIB irlandais s'est inscrite à 6.4 % au 2<sup>ème</sup> trimestre en rythme annualisé après déjà 7.7% sur les 3 premiers mois. Sur un an, l'activité progresse de 2.3 % et l'acquis est de 2 % pour 2011 à la fin du printemps.

Par rapport au point haut du dernier trimestre de l'année 2007, la baisse du niveau d'activité est encore de 9.7%. On observe bien sur le graphe la phase de stabilisation de l'activité. Le mécanisme à l'œuvre dans la reprise irlandaise est une dévaluation interne avec baisse des coûts nominaux et notamment des salaires afin de retrouver de la compétitivité. Ce processus prend du temps et demande de la patience pour être éventuellement efficace.





## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

► Publication de trois indicateurs d'activité

- **Indice PMI Chicago du mois de septembre, le vendredi 30 septembre à 15h45** (août 56.5, consensus 56.5)
- **Commandes de biens durables (août) mercredi 28 septembre à 14h30** (juillet 4.1 % en variation mensuelle, consensus -1%)
- **Troisième estimation du PIB (T2 2011), le vendredi 30 septembre à 14h30** (2<sup>ième</sup> estimation +1 % en rythme annualisé, consensus 1.2 %)

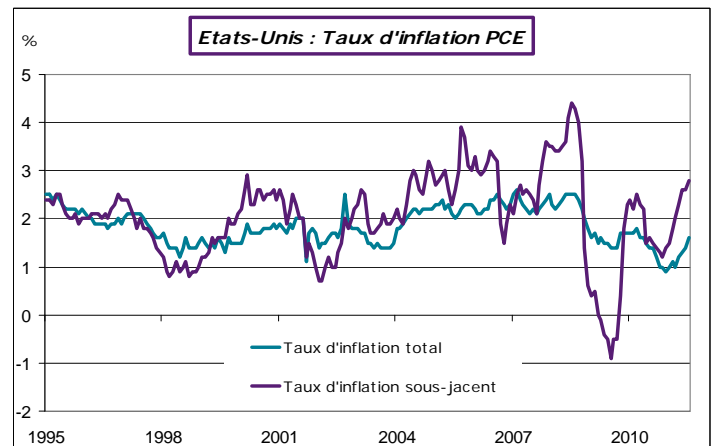
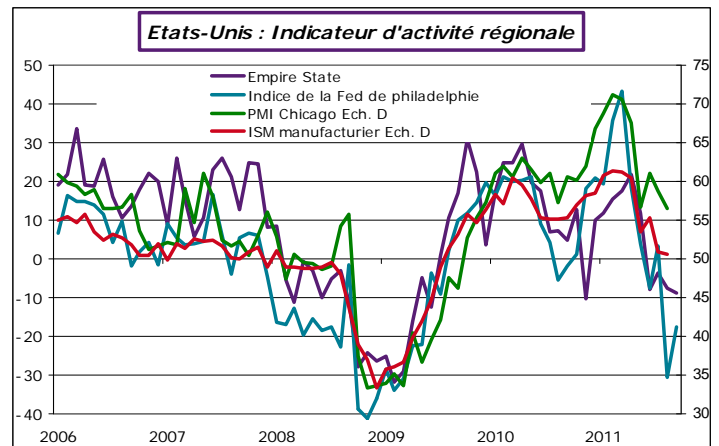
► Publication d'indicateurs relatifs aux ménages

- **Publication de la confiance des ménages du Conference Board (septembre) – mardi 27 septembre à 16h** (août 47, consensus 44.5)
- **Revenu des ménages (août), le vendredi 30 septembre à 14h30** (juillet 0.3 % en variation mensuelle, consensus 0.1 %)
- **Dépense des ménages (août), le vendredi 30 septembre à 14h30** (juillet 0.8 % en variation mensuelle, consensus 0.2 %)
- **Indice de confiance définitif de l'Université du Michigan (septembre) – le vendredi 30 septembre à 15h55.** Le chiffre préliminaire était de 56.5 (août 58.8, consensus 56.5)

► Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel

- **Indice du prix de l'immobilier Case-Shiller de juillet, le mardi 27 septembre à 15h** (juin -4.5 % en glissement annuel, consensus -4.7 %)
- **Promesses de ventes de logements pour août, le jeudi 29 septembre à 16h** (juillet -1.3 % en variation mensuelle; consensus -1%)
- **Ventes de maisons neuves (août) lundi 26 septembre à 16h** (juillet 298 mille, consensus 295 mille)

► **Publication du taux d'inflation total et sous-jacent PCE d'août, le vendredi 30 septembre à 14h30** (juillet 1.6 %, consensus 1.7 % pour l'indice sous-jacent et juillet 2.8 %, consensus 2.9 % pour l'indice total)

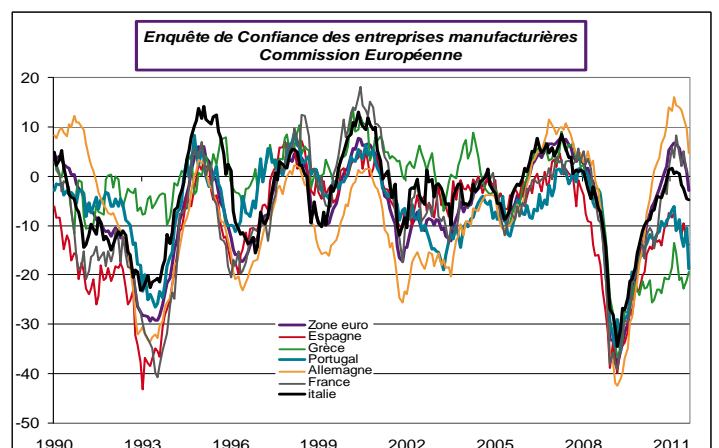


### Zone Euro

► Publications de deux indicateurs d'activité

- **Taux de chômage du mois d'août – vendredi 30 septembre à 11h** (juillet 10 %, consensus 10 %)
- **Publication de l'Enquête de confiance (septembre) calculées par la commission européenne (pour les entreprises manufacturières, les ménages, le secteur des services et indices du sentiment économique), le jeudi 29 septembre à 11h.** A regarder, les enquêtes relatives aux pays du sud de la zone euro.

► **Publication de l'indice (Flash) des prix à la consommation de septembre, le vendredi 30 septembre à 11h** (août 2.5 %, consensus 2.5 %).



# ANTICIPATIONS HEBDO

26 septembre 2011

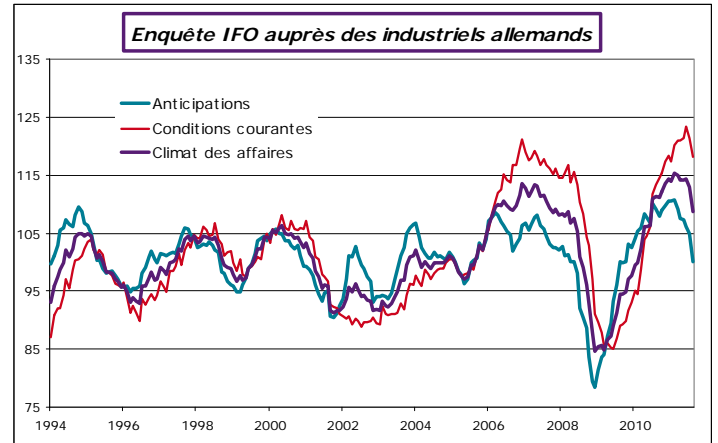
## Allemagne

► Parution de l'Indice IFO pour le mois de septembre, le lundi 26 septembre à 10h (Climat des affaires août 108.7, consensus 106.5 ; Conditions courantes août 118.1, consensus 115.7; Anticipations août 100.1, consensus 97.3) Alors que l'enquête PMI-Markit du mois de septembre est peu encourageante, il est clairement anticipé une nouvelle baisse de l'IFO sur ce mois. [Publication 107.5 climat des affaires ; 117.9 situation courante, 98 anticipations]

► Publication de l'indice des prix à la consommation de septembre (indice préliminaire), le mercredi 28 septembre (août 2.4 %, consensus 2.4 %)

► Parution de statistiques sur le marché du travail pour le mois de septembre, le jeudi 29 septembre à 8h55 Taux de chômage (août 7 %, consensus 7 %) ; Création d'emplois (août -8 mille, consensus -8 mille)

► Publication des ventes de détail pour août, le lundi 26 septembre à 8h (juillet +0.3% en variation mensuelle, consensus -0.5 %)



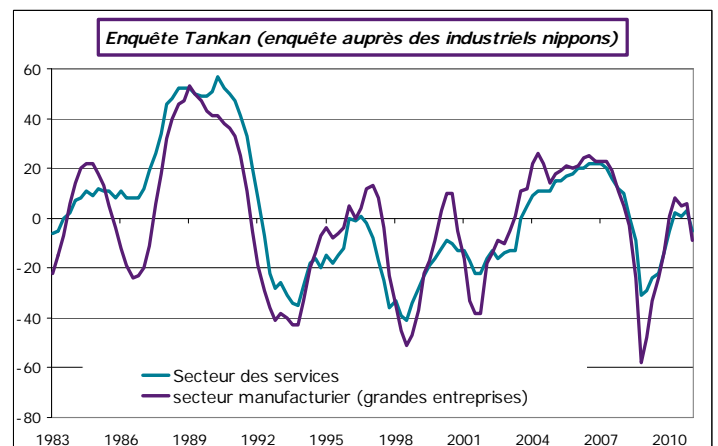
## France

► Parution des dépenses des ménages (août) - le vendredi 30 septembre à 8h45 (juillet 1.2% en variation mensuelle Consensus 0.1 %).

► Parution de l'estimation finale du PIB du T2 2011, mercredi 28 septembre à 8h45 (2<sup>ème</sup> estimation T2 2011 0 % en variation trimestrielle, consensus 0 %)

## Royaume-Uni

► Parution de l'indice Nationwide Building Society des prix immobiliers (septembre) – 26-30 septembre (août -0.4 % en glissement annuel, consensus -0.5 %).



## Japon

► Parution de l'indice des prix à la consommation (août), le vendredi 30 septembre (juillet -0.5 %, consensus -0.6% pour l'indice sous-jacent et juillet 0.2 %, consensus 0.1 % pour l'indice total)

► Publication du taux de chômage (août), le vendredi 30 septembre (juillet 4.7%, consensus 4.7 %)

► Parution de la production industrielle d'août, le vendredi 30 septembre (juillet 0.4% en variation mensuelle, consensus 1.5 %)

► Parution de l'enquête Tankan (T3 2011), durant le week-end (T2 2011 -9, consensus 2 pour le secteur manufacturier ; T2 2011 -5, consensus 2 pour les services).

## Chine

► Publication de l'indice PMI dans le secteur manufacturier (septembre) durant le week-end (indice officiel), (août 50.9)

