

ANTICIPATIONS HEBDO

3 Octobre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 3 au 9 Octobre

- Les réunions de la BCE et de la Banque d'Angleterre. L'accélération à 3 % du taux d'inflation en Zone Euro n'incitera pas la BCE à couper son taux refi mais des annonces sur la liquidité pourraient être faites. On attend en Angleterre des développements sur un éventuel QE évoqué par la BoE à plusieurs reprises.
- Les enquêtes PMI et ISM sur le mois de septembre. Elles valideront peut être un scénario de récession à venir en zone Euro.
- Emploi aux USA



Les points majeurs à retenir sur la semaine 26 Septembre au 2 Octobre

- Fragilité toujours du consommateur américain. Il est toujours inquiet, observe la réduction de son pouvoir d'achat et consomme peu.
- Inquiétude en Zone Euro avec un taux d'inflation à 3 % en septembre
- La dynamique du marché du travail en zone Euro se dégrade rapidement



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Les questions européennes ont avancé avec le vote allemand sur le Fond Européen de Stabilisation Financière.
- Ce n'est pas encore suffisant car le montant d'intervention du fond reste insuffisant et les liens avec la BCE ne sont pas encore clarifiés



Les thèmes abordés dans le document

- La consommation des ménages américains
- L'inversion de la dynamique de l'emploi en zone Euro
- Les chiffres du budget grec pour 2012 tablent sur un nouveau repli de l'activité.

ANTICIPATIONS HEBDO

3 Octobre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 26 SEPTEMBRE AU 2 OCTOBRE 2011

- ▶ Situation paradoxale aux Etats-Unis. Les ménages envoient un signal très prudent sur la conjoncture. Les dépenses de consommation ont été stables en août (après +0.4% en juillet) alors que du côté des entreprises les commandes de biens d'équipement se sont plutôt bien tenues progressant de 1.1 % durant le même mois (repli de -0.2 % en juillet).
- ▶ Du côté du consommateur, l'acquis de la consommation pour le T3 à la fin du mois d'août est de 0.28 % contre une progression de 0.17 % en T2 (chiffres non annualisés). Il n'y a pas de rupture sur la consommation en dépit d'une baisse significative du pouvoir d'achat (-0.3 % en août et un acquis à fin Août pour T3 de -0.25% (non annualisé)). Le principal changement entre juillet et août porte sur les biens durables. L'ajustement à la hausse sur l'automobile en juillet ne s'est pas prolongé en Août.
- ▶ Les commandes de biens durables ont un acquis de 1.7% contre une progression de 4.7% en T2 (taux non annualisé). Malgré l'inflexion de l'activité, les chefs d'entreprise souhaitent maintenir un flux d'investissement significatif. C'est un signal qui n'incite pas à mettre une probabilité excessive sur un risque de récession aux Etats-Unis.
- ▶ Le PIB américain du 2^{ème} trimestre est finalement estimé à 1.3 %. L'acquis est de 1.3 % à la fin du T2. Les ajustements se sont fait sur la consommation (un peu plus forte) et le commerce extérieur.
- ▶ L'indice Case Shiller est stable en juillet par rapport à juin. Sur 3 mois l'indice est en hausse de 0.3 % et sur un an il recule de -4.2%. Des 20 villes de l'indice c'est Washington DC, Los Angeles et New York qui ont les prix les plus élevés. Le prix le plus bas s'observe à Detroit puis Las Vegas et Cleveland. L'évolution des prix de chaque ville semble retrouver une source de dynamique locale plus marquée. Cela signifie que ce n'est plus uniquement une force globale, indifférente aux particularités locales, qui oriente les prix. C'est une évolution importante si elle se confirme.
- ▶ Au Japon, le taux d'inflation est ressorti à 0.2 % en Août alors que l'indice sous jacent s'inscrivait à -0.5%. Les chiffres étaient les mêmes en juillet.
- ▶ La production industrielle japonaise était en progression de 0.75 % en août mais toujours en repli de -1.45 % sur un an (données lissées sur 3 mois). Dans l'enquête associée, les patrons de l'industrie indiquent s'attendre à un repli de la production de -2.5% en septembre mais à une hausse de +3.8% en octobre.
- ▶ Le taux d'inflation en zone Euro s'est inscrit en forte hausse à 3 % pour le mois de septembre après 2 mois à 2.5%. Il y a là certainement un effet lié à l'indice sous jacent (voir page 6). C'est le chiffre le plus fort depuis octobre 2008.
- ▶ Le taux de chômage est resté stable à 10% en Août. Ce taux est stable depuis mai. L'Espagne est toujours le pays avec le taux de chômage le plus élevé à 21.2 %. La Grèce avait un taux de 16.7 % en juin (enquête trimestrielle uniquement), l'Irlande de 14.6 % et le Portugal de 12.3%. La Hollande et l'Autriche ont un taux de chômage au voisinage de 4%.
- ▶ Sur le marché du travail, les enquêtes de septembre tant auprès des entreprises que des ménages suggèrent une dégradation de l'emploi. (voir page 6)
- ▶ Le PIB français a été stable en T2 (confirmation du 0% de la 1^{ère} estimation) mais le profil a été légèrement modifié. L'acquis est de 1.5% et il faudrait 0.3 % par trimestre en T3 et T4 pour atteindre l'objectif de 1.75 % du gouvernement. Dans la 1^{ère} estimation c'était 0.4 % par trimestre. Cependant, au regard des enquêtes, cela pourrait n'être pas si simple à mettre en œuvre.
- ▶ Les chiffres des demandeurs d'emploi se sont stabilisés en Août pour la catégorie A mais sensiblement dégradés pour ceux travaillant moins de 78 heures. L'évolution des enquêtes sur l'activité suggère que la partie des demandeurs dont le nombre est fonction de la conjoncture va s'accroître. Le complément est davantage fonction des contraintes réglementaires et donc moins facilement quantifiables a priori.
- ▶ La consommation des ménages a été stable au cours de l'été en France (-0.2 % en juillet et +0.2 % en Août). L'acquis est de 0.5 % après un repli de -1.9 % en T2 (taux non annualisés) (voir page 6)

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 26 SEPTEMBRE AU 2 OCTOBRE 2011

- ▶ Le plan européen mettant le fond de stabilisation européen (accord du 21 juillet) a été adopté par l'Allemagne. Cela permet de continuer le processus et notamment de définir plus clairement les attributions de ce fond et les degrés de liberté dont il pourra disposer. Cela ne règle pas pour autant les interrogations sur la capacité d'intervention insuffisante du fond, ni l'articulation de celui-ci avec la BCE. Ces 2 points sont à régler avant de commencer à imaginer une situation d'apaisement en zone Euro.
- ▶ Ce vote permet en outre d'accroître le montant qui sera garanti par l'Allemagne. Ce montant de garanti a été porté à 211 Mrds contre 119 précédemment. La France a déjà voté ce texte et sa garanti avait été portée à 158 Mds
- ▶ La Grèce a annoncé le 2 octobre son projet de budget. La dégradation du chiffre de 2011 a été confirmée puisque le déficit attendu est de -8.5 % du PIB (contre -7.4 % initialement). En 2012, les attentes sont encore de -6.8 % avec un PIB qui ne se contracterait que de -2% après -5.5 % en 2011. Dans le plan de juillet 2011, la croissance devait être positive dès 2012.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 26 SEPTEMBRE AU 2 OCTOBRE 2011

Accalmie sur les marchés financiers.

- ▶ Les marchés actions ont rendu, l'indice MSCI EM a gagné +2.2%
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a consolidé sur la semaine. Le spread est resté quasi-inchangé à 465 pb.
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements se sont dépréciées face au billet vert : real brésilien -2.5 %, rand sud africain -0.31% et Livre turque -1.2%.
- ▶ A Taiwan, la production industrielle a baissé en août de -1.8% GM cvs (vs 2.1%), soit 4% GA (vs 7%), reflétant le ralentissement de la demande globale.
- ▶ Taiwan a gardé son taux directeur inchangé à 1.875% en raison de la dégradation de l'environnement macroéconomique globale.
- ▶ En Corée, la production industrielle a chuté en août de -2% GM cvs (vs -0.3%), soit 5% GA. Le ratio stocks sur livraison a augmenté en août à 1.06, reflétant l'augmentation des stocks +3.1% GM cvs sur le mois.
- ▶ Au Brésil, le gouvernement a annoncé la baisse de la taxe sur l'essence, « la Cide tax », afin de réduire le prix des importations en essence et la hausse de l'inflation (dépréciation du réal).
- ▶ Au Mexique, l'indicateur d'activité global (proxy du PIB) a augmenté en juillet +0.8% GM cvs (vs -0.2%), soit 3.7% GA (vs 3.5%).

ANTICIPATIONS HEBDO

3 Octobre 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 30 SEPTEMBRE 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	30/09/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	2981.96	2781.68	4157.14	-19.23	-21.63	6.12			
DAX	6914.19	5502.02	5072.33	7527.64	-11.42	-20.42	5.88			
EuroStoxx	2792.82	2179.66	1995.01	3068.00	-20.24	-21.96	7.58			
FTSE	5899.94	5128.48	5007.16	6091.33	-8.30	-13.08	1.22	-7.43	-13.52	2.92
SNP 500	1257.64	1131.42	1119.46	1363.61	-1.29	-10.04	-0.44	1.13	-10.04	0.32
Nasdaq	2652.87	2415.40	2341.84	2873.54	1.88	-8.95	-2.73	4.39	-8.96	-1.99
Nikkei 225	10228.92	8700.29	8374.13	10857.53	-7.49	-14.94	1.64	2.42	-10.51	1.32
MSCI Emerging USD	1151.39	880.43	851.51	1206.49	-18.94	-23.53	2.19	-16.94	-23.54	2.98
MSCI World USD	1280.07	1104.06	1089.33	1391.86	-6.77	-13.75	0.84	-4.47	-13.76	1.61

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 30 SEPTEMBRE 2011

	Taux d'intérêt au 30 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				
USA	0 - 0.25	0.374	0.25	1.92	0.014	0.020	0.080	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1.50	1.554	0.533	1.957	0.017	0.184	0.273	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	0.95	0.579	2.322	0.000	0.037	0.195	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.336	0.131	1.030	0.000	0.005	0.040	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (30/09/11)	2 ans (30/09/11)	10 ans (30/09/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-1.18 (-1.18) [§]	-0.28 (-0.12) [§]	-0.04 (0.16) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.60(-0.59) [§]	0.05 (0.19) [§]	0.36 (0.44) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

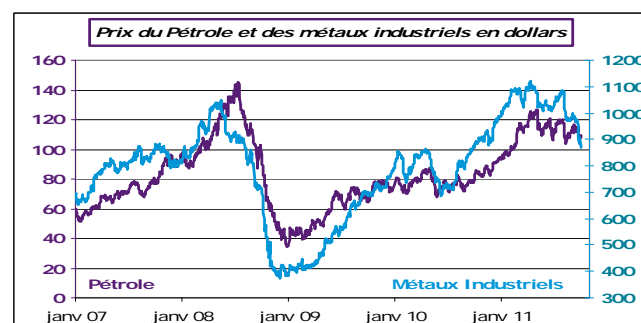
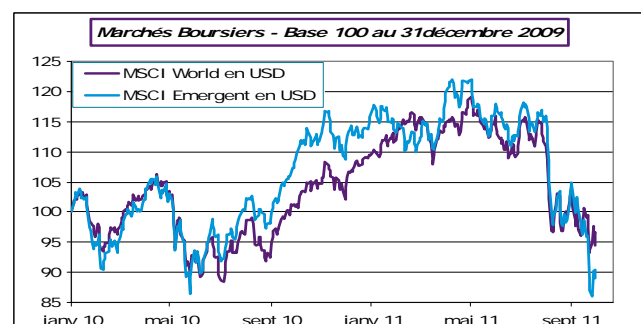
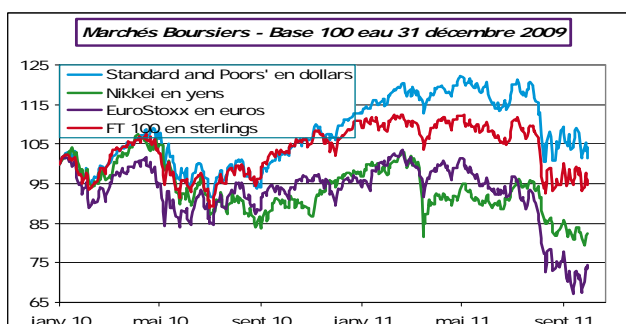
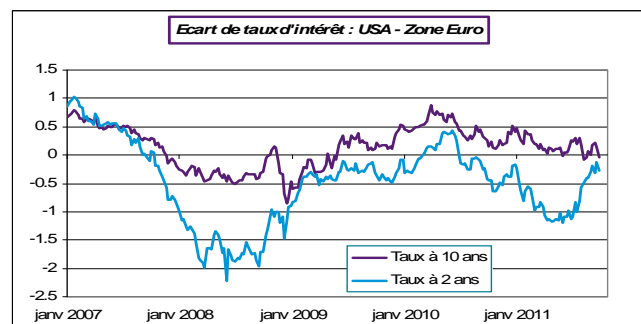
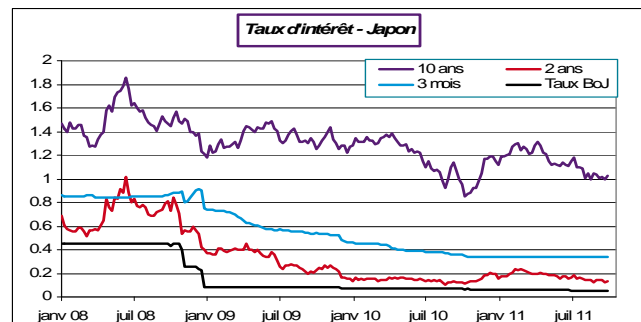
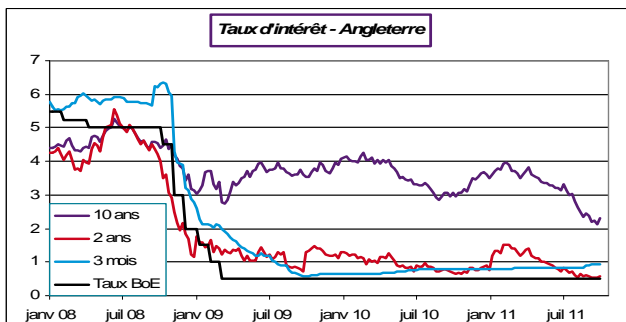
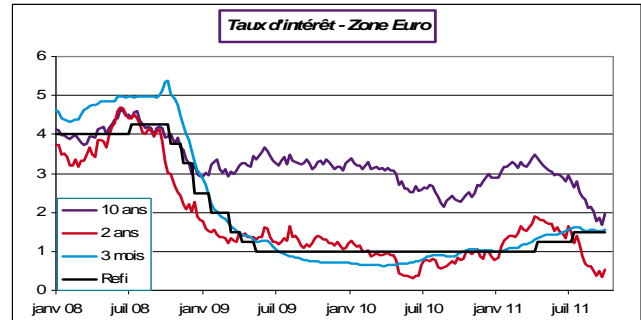
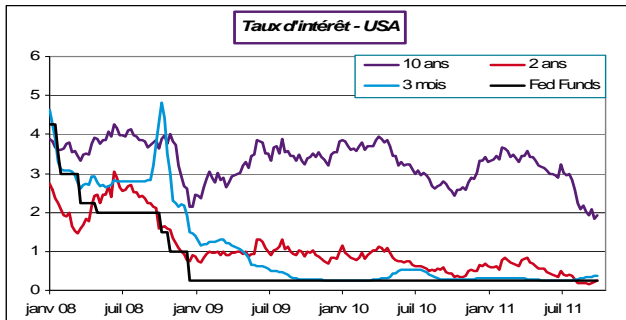
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 30 SEPTEMBRE 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	30/09/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.342	-0.75	0.01	-2.40	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	103.418	0.32	-4.95	-9.67	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.867	-0.65	0.69	-0.11	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	76.650	-0.13	-5.94	-8.27	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.558	0.91	-0.50	-1.47	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.382	-0.09	-3.16	-4.60	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	107.85	-0.53	16.21	30.05
	Euro	69.18	80.39	0.23	16.19	33.25
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1617.79	-3.53	14.12	22.69
	Euro	1056.73	1205.82	-2.79	14.11	25.70

ANTICIPATIONS HEBDO

3 Octobre 2011

Indicateurs Financiers au 30 Septembre 2011



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Consommation et Confiance des ménages

Le chiffre définitif de l'indice de confiance de l'Université du Michigan a légèrement rebondi en septembre après la rupture de l'été. Il se situe néanmoins très en dessous de ce qui était observé sur la première partie de l'année. Les ménages s'inquiètent sur l'évolution de leur situation, notamment sur le marché du travail.

La cohérence avec l'évolution sur 3 mois de la consommation ne plaide pas pour une accélération des dépenses au cours des prochains mois. que américaine.

Dans l'autre enquête sur la confiance des ménages, celle du Conference Board, les ménages traduisent cette inquiétude en indiquant qu'il était à nouveau majoritaire à estimer que leur revenu allait se réduire dans les mois à venir. Cette configuration que l'on avait observée pour la première fois dans l'histoire de l'enquête lors de la récession de 2008/2009 est à nouveau perceptible depuis l'été.

Evolution de la structure des revenus

Le graphique ci contre retrace l'évolution du revenu personnel des ménages américains et la contribution des différentes composantes.

Sur le premier point, on observe que le profil du revenu est orienté à la baisse. En janvier, dopé par les mesures de réduction sur les charges sociales (bleu clair), le revenu des ménages avait progressé de 1.2%. La situation s'est progressivement infléchie, de la sorte qu'en août, le revenu des ménages a reculé de -0.1%. Après impôts (revenu disponible), le revenu des ménages est stable mais en pouvoir d'achat il recule de -0.3 %. C'est le 2^{ème} mois consécutif de repli du pouvoir d'achat du revenu disponible.

Dans la décomposition on notera que pour le 2^{ème} mois consécutif les revenus financiers reculent et qu'en Août, les revenus salariaux se replient également. Cela reflète la dynamique du marché du travail mais alors pas étonnant que les ménages s'inquiètent sur leur avenir.

Consommation et taux d'Epargne

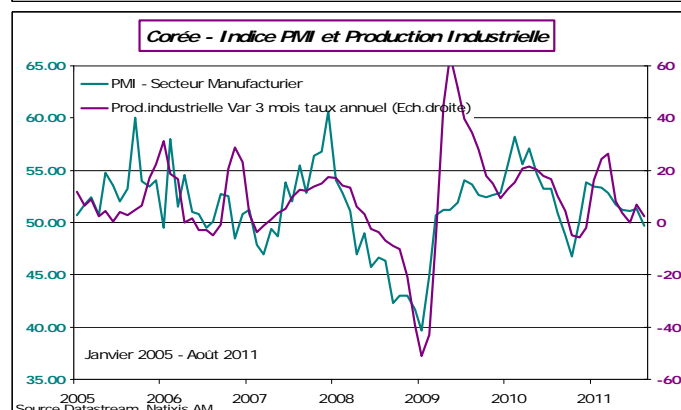
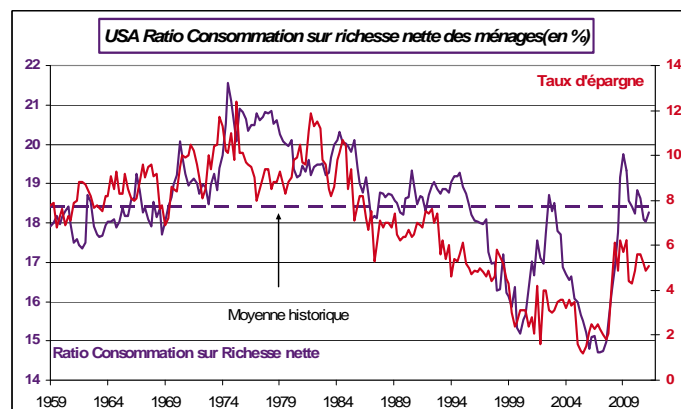
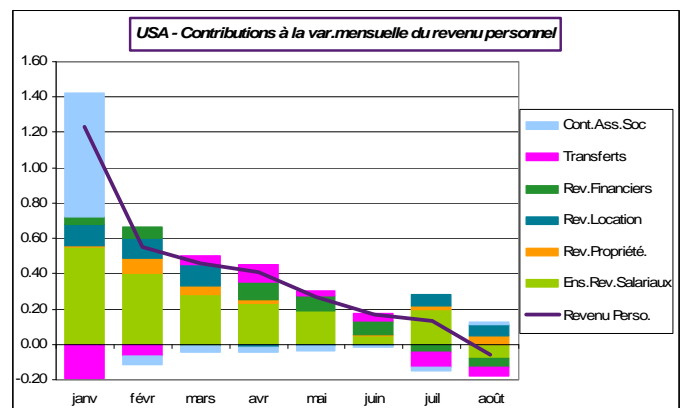
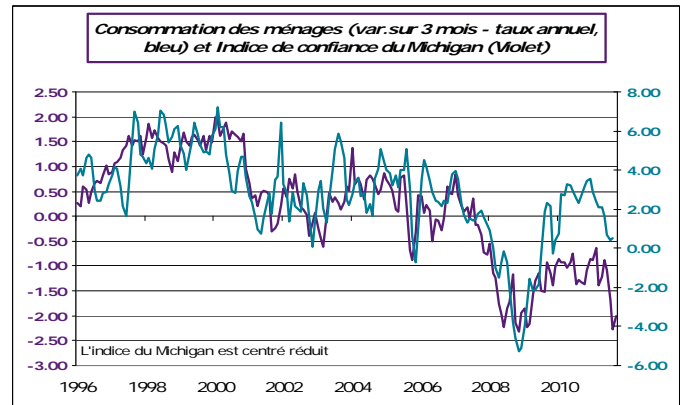
Le graphique retrace le ratio consommation des ménages sur richesse nette (en violet). Avec l'appréciation des actifs financiers puis de l'immobilier, le poids de la consommation en % de la richesse nette avait nettement baissé. Néanmoins, les ménages consommaient beaucoup. Le repli du taux d'épargne en témoigne.

Depuis 2007, la dynamique s'est inversée. Il n'y a plus d'appréciation excessive sur les actifs financiers. La richesse nette s'est réduite passant de 4.7 PIB au T1 2007 à 3.9 PIB en T2 2011. Les ménages ne peuvent plus s'endetter autant, ils ajustent leur consommation et épargnent davantage. La situation semble se normaliser progressivement.

ECONOMIE COREENNE

Production Industrielle

La production industrielle en Corée du sud s'est réduite au mois d'août de -1.9%. Ce qui nous préoccupe ici est le net ralentissement de l'activité industrielle en Corée depuis 3 mois. On observe la cohérence entre cette variation de la production et l'indice PMI/Markit. Au regard des données chinoises sur l'activité manufacturière au mois de septembre, on ne doit pas faire l'hypothèse d'un retournement à la hausse de la situation coréenne au cours des prochains mois. L'activité économique ralentit en Asie, la Chine progresse moins vite et tous sont affectés.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE ZONE EURO

Taux d'inflation du mois de septembre

L'estimation flash de la zone Euro a montré une nette accélération du taux d'inflation en septembre à 3%. Un tel chiffre n'avait pas été observé depuis octobre 2008.

On ne dispose pas encore du détail des composantes de l'indice. Cependant, au regard de l'évolution du prix du pétrole et du prix des matières premières alimentaires, il n'apparaît pas que cette accélération du taux d'inflation résulte du prix des matières premières. Il y a probablement un effet sur l'indice sous jacent. On avait évoqué dans cette publication, le comportement particulier de l'indice en mars dernier. Cet effet s'est estompé en juillet mais des effets de distorsions peuvent encore se manifester. Le détail nous montrera la source de cette accélération à la fois en termes de secteur mais aussi sur l'origine géographique de cette distorsion. En mars le secteur de l'habillement et l'Italie pouvaient être visés dans l'évolution de l'indicateur sous jacent.

Dynamique du marché du travail

Les enquêtes de septembre menées par la Commission Européenne montrent une accentuation du retournement dans la perception du marché du travail (les données des enquêtes sont centrées et réduites).

Les ménages sont inquiets sur l'évolution de l'emploi. On l'avait déjà noté pour l'enquête de l'INSEE relative à la France, on constate ici qu'il en est de même à l'échelle de la zone Euro.

Les chefs d'entreprises ne sont plus sur une dynamique d'accélération des embauches. Cela confirme la perception évoquée la semaine dernière selon laquelle l'activité avait chuté beaucoup plus rapidement que l'emploi et que celui ci allait changer rapidement de tendance. Cela pourrait être le cas dès le troisième trimestre. Cela sera un facteur négatif pour l'activité car il prolongera le choc négatif perçu au cours de l'été.

ECONOMIE FRANÇAISE

Consommation des ménages

Le graphique reprend l'évolution des dépenses des ménages depuis 1995. Ces mesures sont corrigées de l'évolution des prix. On constate qu'après une longue période durant laquelle la consommation a soutenu la croissance, la tendance a changé. Depuis l'été 2007, les dépenses de consommation des ménages en biens évoluent le long d'une tendance horizontale.

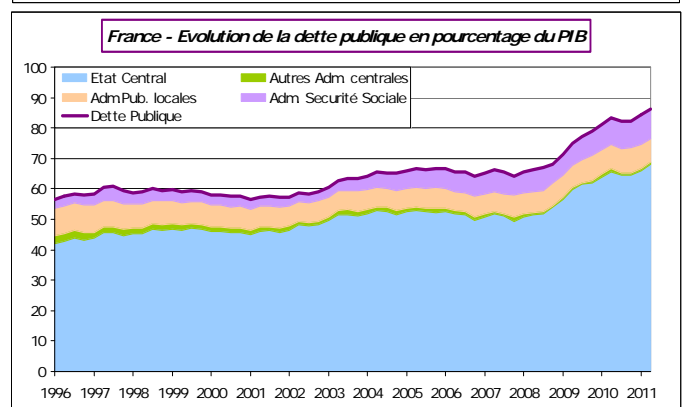
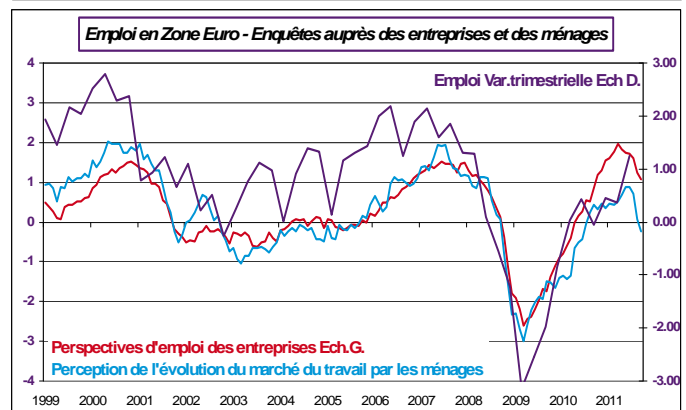
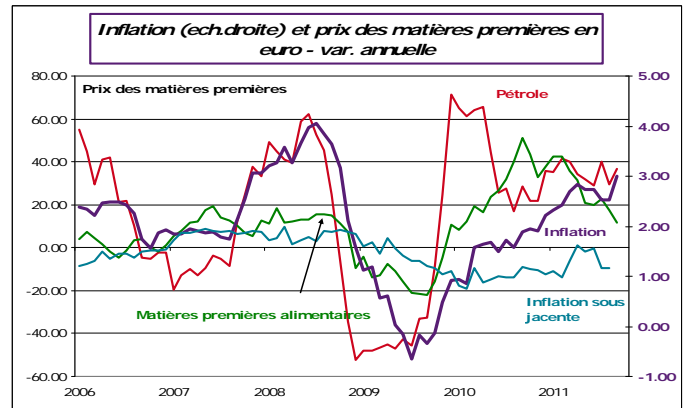
Cela traduit un changement dans la dynamique de l'emploi puisque celui-ci n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la récession de 2008. En outre, la structure de la consommation a changé, ne dépendant plus autant des achats des biens d'équipement de la maison car depuis 2007 le marché de l'immobilier a changé.

Compte tenu d'exportations peu dynamique et au regard de dépenses des ménages limités, la question est celle des sources de la croissance en France ?

Evolution de la dette publique

L'INSEE a publié le montant de la dette publique française à la fin du 2^{ème} trimestre. Elle s'élève à 1693 Mrds représentant 86.2 % du PIB français. L'accélération en 2008-2009 est très perceptible sur le graphe.

La décomposition par source de cette dette montre que c'est l'Etat central qui porte près de 70 % de celle-ci. Les collectivités publiques locales portent 7.8 % et l'administration de la sécurité sociale environ 9.6 %. On observe sur le graphique la progression rapide de cette dette de la sécurité sociale depuis les années 2003-2004.



ANTICIPATIONS HEBDO

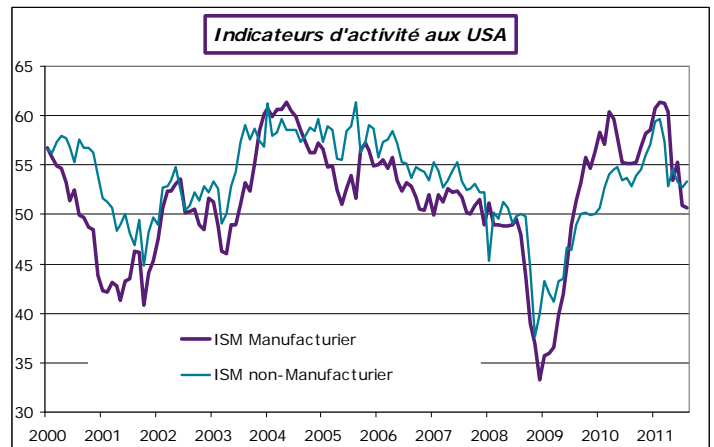
3 Octobre 2011

Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

► Publications de trois indicateurs d'activité.

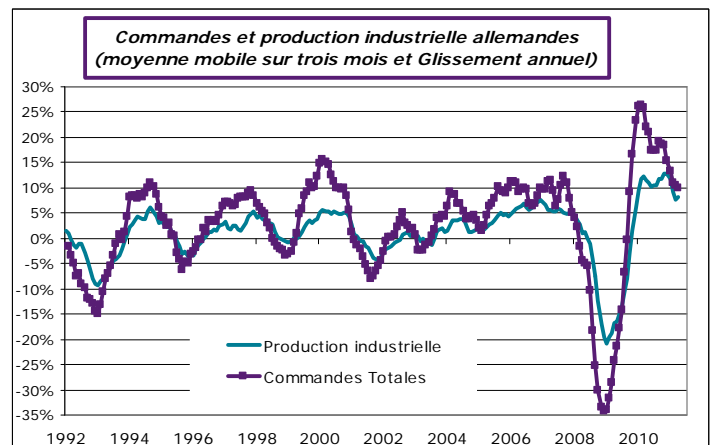
- **Indice ISM manufacturier de septembre, le lundi 3 octobre à 16h** (août 50.6, consensus 50.5).
- **Indice ISM non manufacturier (septembre) le mercredi 5 octobre à 16h** (août 53.3 ; consensus 53)
- **Statistiques sur le marché du travail pour le mois de septembre, vendredi 7 octobre à 14h30** Taux de chômage (août 9.1 %, consensus 9.1 %) ; Création d'emplois (août 0 mille, consensus 50 mille).



Zone Euro

► Publications de trois indicateurs d'activité

- **Enquêtes PMI-Markit de septembre (secteur manufacturier) – le lundi 3 octobre à 10h. Le chiffre préliminaire est 48.4** (août 49, consensus 48.4) Seront publiées le même jour, les enquêtes PMI dans le secteur manufacturier, relatives aux différents pays de la zone euro.
- **Enquête PMI-Markit de septembre (services) mercredi 5 octobre à 10h. Le chiffre préliminaire était de 49.1** (août 51.5, consensus 49.2) Seront publiées le même jour, les enquêtes PMI dans le secteur des services, relatives aux différents pays de la zone euro. A suivre particulièrement l'enquête espagnole.
- **Ventes de détail d'août – le mercredi 5/10 à 11h** (juillet +0.3 % en variation mensuelle, consensus -0.3 %)



- **Réunion de la BCE – décision le jeudi 6 octobre à 13h45** (consensus 1.5 Lors de la précédente réunion de politique monétaire, M Trichet a modifié significativement les éléments de langage. Il estime désormais que les risques sur la croissance ont nettement augmenté. Ce discours ouvre la porte à une baisse des taux d'intérêt. Il est désormais de plus en plus évoqué une réduction des taux directeurs avant la fin de l'année.

Allemagne

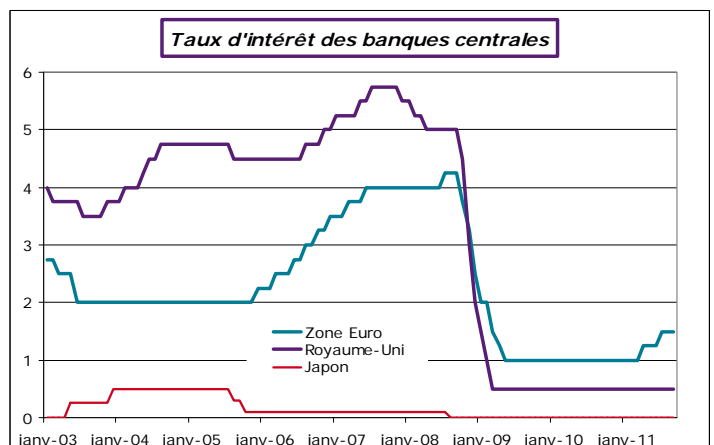
- **Publication des commandes industrielles d'août, le jeudi 6 octobre à 12h** (juillet -2.8 % en variation mensuelle, consensus 0 %)

- **Publication de la Production industrielle d'août – le vendredi 7 octobre à 12h** (juillet 4% en variation mensuelle, consensus -2 %)

Royaume-Uni

- **Publication de la troisième estimation du PIB du deuxième trimestre 2011, le mercredi 5 octobre à 10h30** (2^{de} estimation de T2 2011 0.2 % en variation trimestrielle, consensus 0.2 %)

- **Réunion de la BoE - décision le jeudi 6 octobre à 13h** (consensus 0.5 %).



Japon

- **Réunion de la BoJ - décision le vendredi 7 octobre**