

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Janvier 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

## MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 9 AU 15 JANVIER 2012

- ▶ L'Allemagne a indiqué que sa croissance en 2011 avait été de 3%. Cela correspondrait selon la publication officielle à un repli de 0.4 % au cours du dernier trimestre de 2010. L'acquis serait nul à la fin 2011 pour 2012.
- ▶ L'indice de confiance de l'Université du Michigan revient sur les niveaux observés avant l'été, avant les discussions après sur plafond de la dette. Avec des ventes de détail en sensible accélération en T4, la dynamique américaine est ferme
- ▶ En France, accélération de l'inflation moyenne en 2011 à 2.1 %. En glissement le taux d'inflation est de 2.1%. On notera surtout que la hausse des prix du secteur manufacturier à 1% n'a jamais aussi forte depuis juillet 1996. Y aurait il un changement de process ?

## MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 9 AU 15 JANVIER 2012

- ▶ Pas de changements dans la politique monétaire de la BCE lors de sa réunion de janvier
- ▶ La France et l'Autriche ont perdu un cran à AA+, tandis que l'Espagne, l'Italie et le Portugal perdaient 2 crans de notation. L'Espagne passe ainsi à la notation A tandis que l'Italie devient BBB+ et le Portugal BB. La note des Pays-Bas et de la Finlande est toujours AAA et celle de la Belgique est AA. Le point à souligner est que pour tous les pays de la zone Euro, à l'exception de l'Allemagne, les notes de Standard and Poor's ont été assorties d'une perspective négative, préalable à une possible dégradation à moyen terme. Au final, seule l'Allemagne a été épargnée
- ▶ Cet événement doit être relativisé. Il avait déjà été évoqué respectivement par les agences S&P et Moody's au début du mois de décembre. Contrairement aux rumeurs, la France est loin d'un risque avéré de faillite et ses conditions de financement restent tout à fait raisonnables. Le taux d'intérêt sur les obligations d'Etats à 10 ans oscille entre 3 et 3.5 %, ce qui reste historiquement des niveaux très bas.
- ▶ Cette décision était largement anticipée sur les marchés. Marginal de 2005 à 2008, l'écart de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne s'est élargi depuis pour des raisons essentiellement de liquidité plus importante du marché allemand. Cet écart s'est accentué fortement depuis l'automne 2011 en fonction des négociations sur la résolution de la crise de la zone Euro et des alertes des agences de notation. En conséquence, la décision de S&P ne reflète aucune dynamique nouvelle de rupture, mais ne fait qu'officialiser un état de fait. Cela n'aura pas de conséquences fortes sur la dynamique immédiate de l'économie française
- ▶ L'agence Standard and Poor's s'interroge sur le diagnostic porté par les européens sur la crise qu'ils traversent. L'attention portée sur la question budgétaire est essentielle mais insuffisante pour bien appréhender les risques actuels, notamment ceux portant sur la croissance de la zone. Dès lors, utiliser la consolidation budgétaire comme arme immédiate et principale de la résolution de la crise ne permet pas de réduire le risque sur la croissance.
- ▶ Ces changements de notation affecteront forcément la manière dont les européens négocieront les prochaines étapes de la résolution de la crise de la zone. La hiérarchie avait déjà évolué lors de la réunion du 26 octobre à Bruxelles, donnant un poids majeur à l'Allemagne. Ce changement est encore plus marqué avec le changement de notation et notamment le passage de l'Italie en BBB+. De ce point de vue, la réunion du 30 janvier sera essentielle pour valider ou non ce changement de hiérarchie qui se traduirait alors par la réaffirmation des objectifs de réduction des déficits budgétaires à un horizon court.
- ▶ Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) sort également fragilisé de cette annonce. Auparavant de 444 milliards d'euros, la part du fonds soutenue par des pays notés triple A passe à 272 milliards d'euros. Nous sommes donc particulièrement vigilants sur l'avenir à court terme de ce véhicule, pour lequel deux scénarios s'affrontent : soit les quelques pays toujours notés AAA, Allemagne en tête, montent dans le FESF (basé sur l'emprunt), soit le processus de transfert à l'ESM (basé sur les fonds propres) est accéléré. Nous attendons plutôt la deuxième option, la première ayant pour but d'être temporaire. (Le lundi 16 au soir S&P a dégradé le FESF de AAA à AA+)
- ▶ La dégradation annoncée par S&P et les explications sur les perspectives négatives mettent en lumière les interrogations sur la croissance française à un horizon de 3 à 4 ans et sur la façon dont les futurs gouvernements devront la relancer.
- ▶ Pour l'Italie, en revanche, cette décision est une très mauvaise nouvelle. Reléguée dans la catégorie à part des BBB, sa dette pourrait souffrir de flux vendeurs pour des raisons purement réglementaires. De ce fait, le timing de S&P (un vendredi 13 !) est très critiquable, car sa décision intervient après des adjudications qui se sont globalement bien déroulées et risque dès lors de modifier la perception plutôt en voie d'amélioration de la dette italienne sur les marchés. Les prochaines adjudications seront donc critiques. Car si l'Italie peut encore tenir avec des taux de refinancement à 7 % pour quelques mois, elle ne pourra pas le faire indéfiniment sur plusieurs années. La décision de S&P pourrait alors bien accélérer la tendance actuelle tournée vers le refinancement domestique par les particuliers. C'est clairement la situation de l'Italie qu'il faudra observer avec la plus grande attention car c'est une source de fragilité forte pour l'ensemble de la zone Euro.

## MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 9 AU 15 JANVIER 2012

- ▶ Les marchés actions ont rebondi, l'indice MSCI EM a gagné +2.8%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a perdu - 0.33%. Le spread s'est élargi à 440 pb (+16 pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: real brésilien +3.77 %, rand sud africain +0.6% et Livre turque +0.9 %.
- ▶ En Chine, l'inflation s'est améliorée en décembre à 4.1% GA (vs 4.2%). L'inflation a été de 5.4% sur l'année 2011 (vs 3.3% en 2010) au dessus de la cible de 4% fixée par les autorités.
- ▶ La Corée a gardé son taux directeur inchangé pour la septième fois consécutive à 3.25%, indiquant des risques sur la croissance en raison de la crise de la dette en zone euro et la dépréciation du won qui menace la stabilité des prix.
- ▶ Au Brésil, les ventes au détail ont été robustes en novembre à + 1.3% GM, soit 6% GA (vs 5%), liées à la hausse des ventes de véhicules de +4.6% GM (vs -2.6%).
- ▶ Au Mexique, l'activité s'essouffle en raison de l'affaiblissement du secteur manufacturier. La production a augmenté de 0.1% GM cvs (vs -0.5%), soit 2.8% GA cvs (vs 3.3%).
- ▶ En Turquie, la production industrielle a chuté en novembre à -2.5% GM cvsjo (vs 4.2%), soit 5.5% GA cvsjo (vs 7%). L'activité perd de son momentum.

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Janvier 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 13 JANVIER 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	13/01/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3196.49	2781.68	4157.14	-19.75	1.16	1.88			
<b>DAX</b>	5898.35	6143.08	5072.33	7527.64	-13.18	4.15	1.41			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2338.01	1995.01	3068.00	-19.94	0.93	1.71			
<b>FTSE</b>	5572.28	5636.64	4944.44	6091.33	-6.09	1.15	-0.23	-4.65	1.96	-0.66
<b>SNP 500</b>	1257.60	1289.09	1099.23	1363.61	-0.32	2.50	0.88	5.15	5.05	1.26
<b>Nasdaq</b>	2605.15	2710.67	2335.83	2873.54	-1.62	4.05	1.36	3.78	6.64	1.74
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	8500.02	8160.01	10857.53	-19.04	0.53	1.31	-8.11	2.97	1.86
<b>MSCI Emerging USD</b>	916.39	952.92	831.22	1206.49	-17.85	3.99	2.79	-13.34	6.57	3.17
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1201.06	1074.50	1391.86	-8.25	1.56	0.79	-3.21	4.09	1.16

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 13 JANVIER 2012

	Taux d'intérêt au 13 Janvier 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	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	0.567	0.24	1.89	-0.015	-0.010	-0.090	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	1.231	0.147	1.778	-0.057	0.009	-0.031	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1.1	0.397	2.026	0.000	-0.025	-0.005	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.125	0.950	0.000	0.000	-0.030	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (13/01/12)</b>	<b>2 ans (13/01/12)</b>	<b>10 ans (13/01/12)</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>		-0.66 (-0.71) <sup>§</sup>	0.09 (0.11) <sup>§</sup>	0.11 (0.17) <sup>§</sup>	-0.703	-0.163	0.413				
<b>UK – Zone Euro</b>		-0.13 (-0.19) <sup>§</sup>	0.25 (0.28) <sup>§</sup>	0.25 (0.22) <sup>§</sup>	-0.206	-0.008	0.619				

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

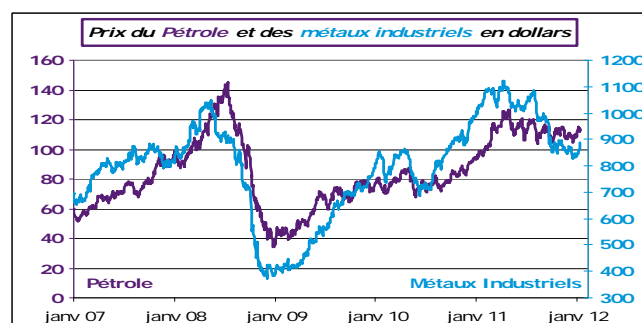
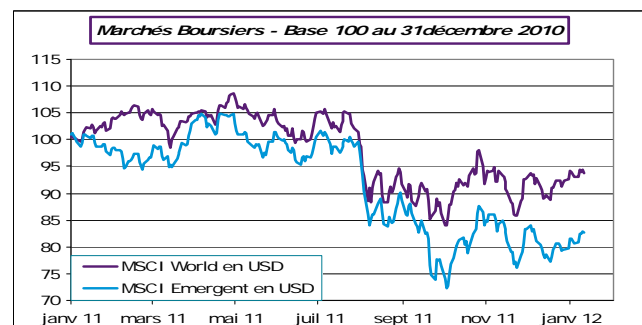
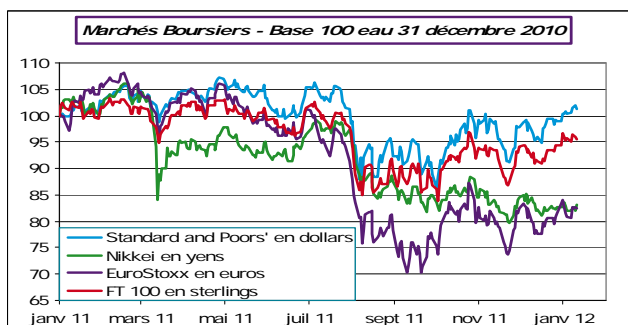
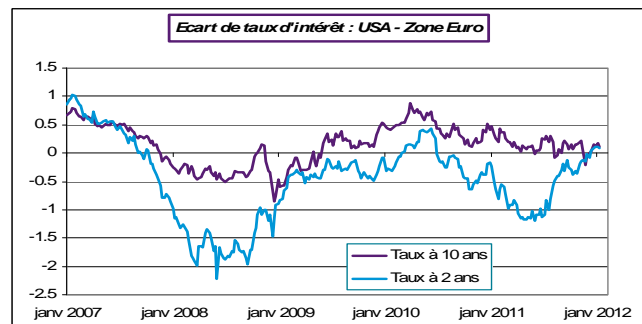
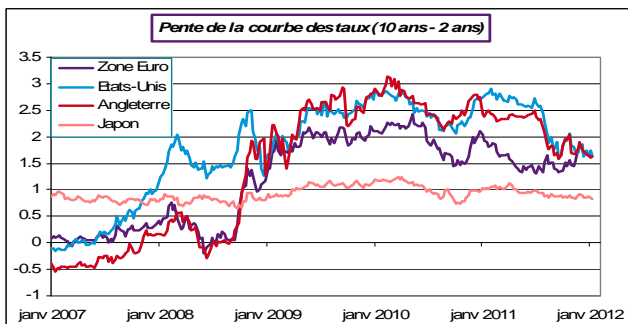
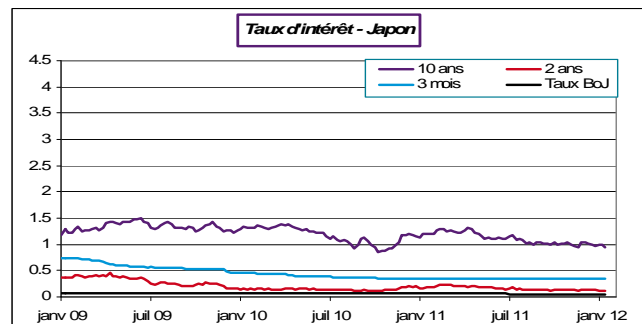
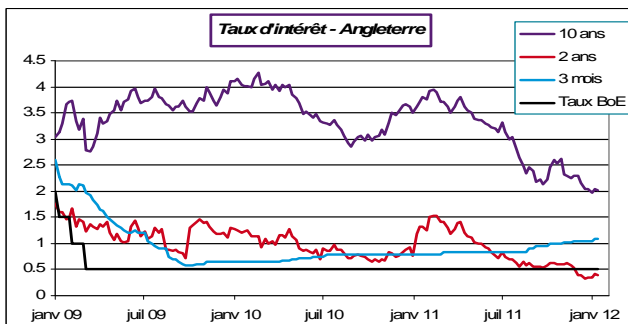
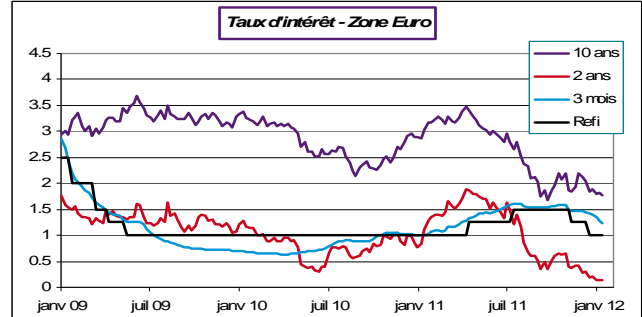
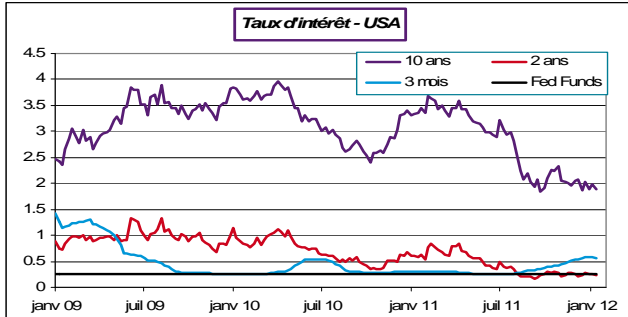
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 6 JANVIER 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	06/01/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.267	-0.37	-2.43	-5.21	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	97.507	-0.55	-2.38	-11.89	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.833	0.82	-0.25	-1.07	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	76.810	-0.49	-1.20	-7.25	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.529	-0.80	-1.65	-3.75	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.307	-0.04	0.20	-4.28	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	113.88	1.33	5.17	15.25
	<b>Euro</b>	83.41	89.91	1.70	7.78	21.58
<b>Prix de l'Ounce d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1634.15	0.80	3.78	20.21
	<b>Euro</b>	1212.94	1290.12	1.17	6.36	26.81

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Janvier 2012

## Indicateurs Financiers au 13 Janvier 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Ventes de détail

Le graphique de droite est intéressant pour la lecture de la conjoncture américaine. Les ventes de détail progressent de façon significative au cours du dernier trimestre de 2011. La hausse sur le trimestre est de 7.9 % en taux annualisé contre 4.7 % au 3<sup>ème</sup>. L'accélération s'observe notamment dans l'automobile. Mais même hors automobile et essence le mouvement de hausse est perceptible, passant de 5 % à 5.7 %.

Dans le même temps, l'évolution des prix s'est ralentie. Cela implique une progression en volume qui s'améliore significativement. Les données de consommation vont être robustes en T4 lors de l'estimation de la croissance.

C'est une vraie différence avec la zone Euro. L'acquis pour le 4<sup>ème</sup> trimestre est à la fin novembre de -3.1 % en volume et en taux annualisé.

#### Dynamique des exportations

Le graphique ci contre montre l'évolution des exportations américaines en volume en variation sur 6 mois et l'indice des nouvelles commandes à l'exportation tiré de l'enquête ISM dans le secteur manufacturier. Les deux indicateurs ont une allure cohérente mais l'on perçoit bien que la dynamique réduite des commandes à l'exportation ne permettra pas une reprise rapide des échanges. L'Amérique subit aussi le ralentissement de l'activité mondiale.

Le point marquant est que les bons chiffres attendus au 4<sup>ème</sup> trimestre pour la croissance du PIB reflètent d'abord une allure positive de la demande interne. Celle-ci n'est pas très robuste mais elle progresse de façon significative et permet à l'économie de retrouver une allure plus favorable. C'est cet aspect qui est important aujourd'hui. Ayons cela à l'esprit alors que la campagne pour l'élection présidentielle a commencée. Si la dynamique interne se maintient cela sera très profitable pour le président sortant.

### ECONOMIE CHINOISE

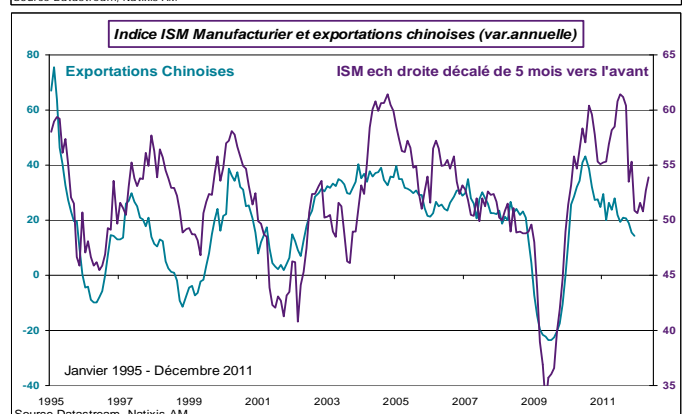
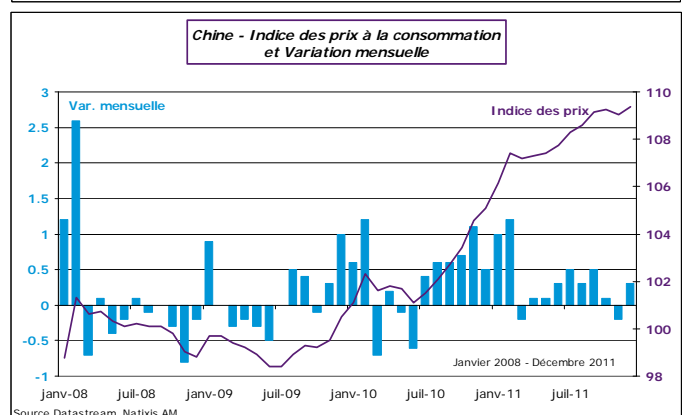
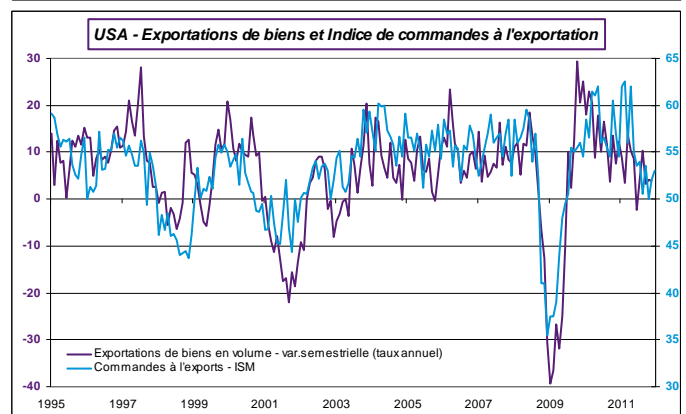
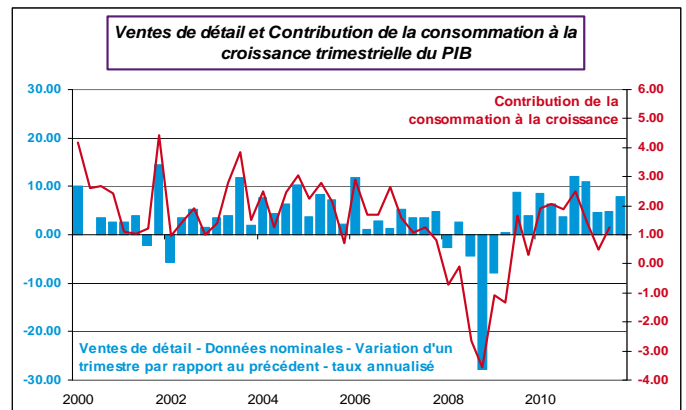
#### Taux d'inflation de décembre

Le taux d'inflation en décembre s'est inscrit à 4.1 % contre 4.2 en novembre. La contribution de la composante alimentaire se stabilise alors que celle de la partie non alimentaire se réduit, notamment les prix immobiliers pris en compte dans l'indice des prix. Ils passent d'un plus haut de 6.8 % en janvier 2011 à un point bas de 2.1%. L'ajustement sur l'immobilier a commencé.

Ce qui est intéressant à regarder dans le graphique ci contre est que le taux d'inflation va probablement encore baisser de façon significative au cours des deux prochains mois. Les chiffres du début d'année 2011 avaient été particulièrement forts en variation mensuelle. Si l'on reste sur des évolutions proches de celles observées récemment le taux d'inflation devrait tendre vers 2- 2.5 %. Pour la politique monétaire cela serait un blanc seing pour relancer.

#### Commerce extérieur

La dynamique du commerce extérieur est moins forte ces derniers mois. Les deux composantes (exportations et importations) ralentissent de façon significative. Cela traduit pour les importations une inflexion marquée des investissements. Du côté des exportations, le graphique ci contre suggère que la reprise de l'économie américaine pourrait avoir un caractère salvateur sur les échanges chinois, redonnant ainsi une vigueur renouvelée à l'économie chinoise.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE EUROPEENNE

#### Production industrielle

Le graphe reprend l'évolution de la production industrielle en Europe. On constate toujours que la production industrielle dans tous les pays mentionnés est toujours à un niveau inférieur à ce qu'il était avant la récession de 2008.

L'acquis à la fin novembre pour le 3<sup>ème</sup> trimestre est négatif pour tous les pays. En Allemagne, il est de -1.9 % alors que l'indice avait progressé de 1.8 % au 3<sup>ème</sup> trimestre. En France, la variation est passée de 0.6 % en T3 à -0.5 % en acquis pour T4. Pour la zone Euro on est passé de 0.5 % à -1.3 % en acquis pour T4.

Le point le plus dramatique est celui de l'Italie et de l'Espagne. On voit très clairement sur le graphe que l'activité ralentit de manière significative. L'acquis est de -2.7 % en T4 après déjà un repli de -1.3 % en T3. En Italie les chiffres sont de -0.5 % en T3 et de -2.7 % en acquis pour T4. Cette contraction de l'activité est rapide. Une stabilisation de l'activité ne sera pas spontanément possible si les taux d'intérêt restent aussi élevés. Cette divergence est une source majeure de fragilité pour la zone Euro.

### ECONOMIE ALLEMANDE

#### Evolution des exportations

Sur le graphique j'ai fait figurer l'évolution sur 3 mois des exportations allemandes en volume ainsi que l'indice des nouvelles commandes à l'exportation issu de l'enquête PMI/Markit.

On constate que les deux séries sont très cohérentes et que le ralentissement net des nouvelles commandes devrait se traduire par une inflexion des exportations autour de la fin d'année 2011. Pour l'économie allemande, l'enjeu majeur est de savoir quand le commerce mondial reprendra. En effet, on peut imaginer un soutien de la conjoncture par la demande interne, mais cela n'aura qu'une incidence temporaire.

### ECONOMIE FRANÇAISE

#### Evolution des exportations

Ce graphique illustre la bonne tenue des exportations françaises. Les niveaux actuels sont proches des records. Certes le commerce extérieur est déficitaire mais cela reflète d'abord une balance énergétique très négative. Hors énergie, la balance est quasiment à l'équilibre (-2.7 Mds à fin novembre)

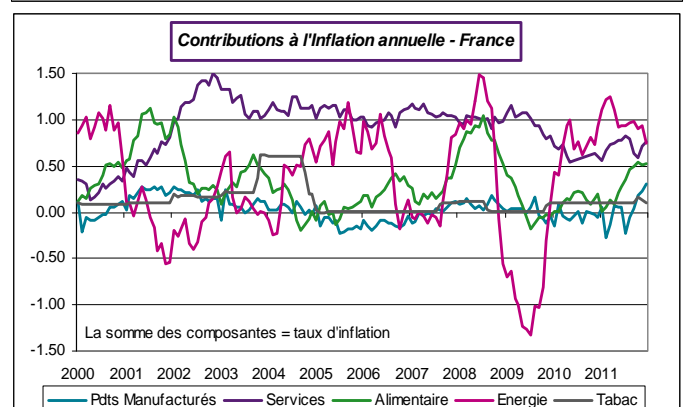
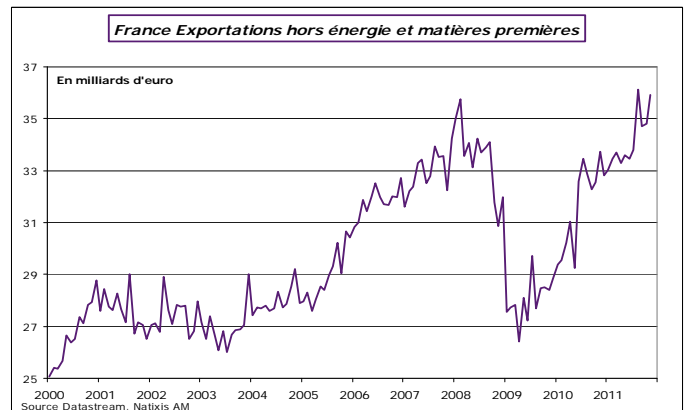
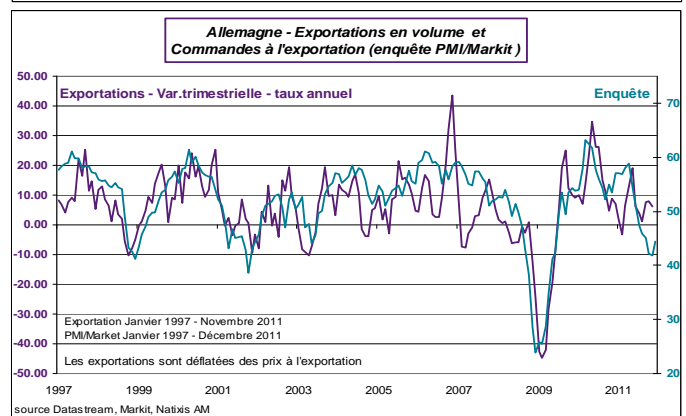
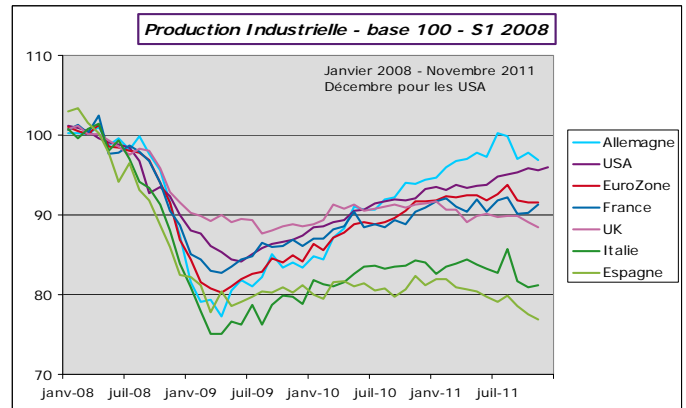
La difficulté sur le marché à l'exportation français est qu'il manque d'ampleur pour créer une véritable impulsion sur l'activité. Le commerce extérieur est très tourné vers l'Europe. Même si les exportations vers l'Asie en développement progressent rapidement, le volume échangé est insuffisant pour engendrer un effet fort sur l'activité. C'est cet effet taille qui fait une vraie différence avec l'Allemagne.

#### Taux d'inflation du mois de décembre

Le taux d'inflation moyen en France pour 2012 s'est établi à 2.1 % contre 1.5 % en 2010. Il est de 2.05 % hors tabac après 1.45 % en 2010.

Sur un an, en glissement, le taux d'inflation s'est inscrit à 2.5% à la fin du mois de décembre. Le point remarquable est l'accélération du prix du secteur manufacturier. Sa progression sur un an est de 1% seulement mais c'est la hausse la plus rapide depuis juillet 1996.

La contribution du prix des matières premières alimentaires se stabilise et celle du prix de l'énergie se réduit légèrement, passant néanmoins en décembre sous la contribution des services.



# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Janvier 2012

## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

► **Parution des prix à la consommation de décembre (Référence CPI), le jeudi 19 à 14h30.** Indice général (nov. 3.4 % en glissement annuel, consensus 3.1 %) **Indice sous-jacent** (nov. 2.2 % en glissement annuel, consensus 2.2 %).

► **Parution des prix à la production (décembre), le 18 janvier à 14h30.** **Indice général** (nov. 5.7% en glissement annuel, consensus 5.1%) **Indice sous-jacent** (novembre 2.9% en glissement annuel, consensus 2.8%)

► **Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel.**

● **Permis de construire de décembre, le jeudi 19 à 14h30** (novembre 680, consensus 675)

● **Mise en chantier du mois de décembre, le 19 janvier à 14h30** (novembre 685, consensus 685)

● **Indice NAHB de janvier, le mercredi 18 janvier à 16h** (décembre 21, consensus 22)

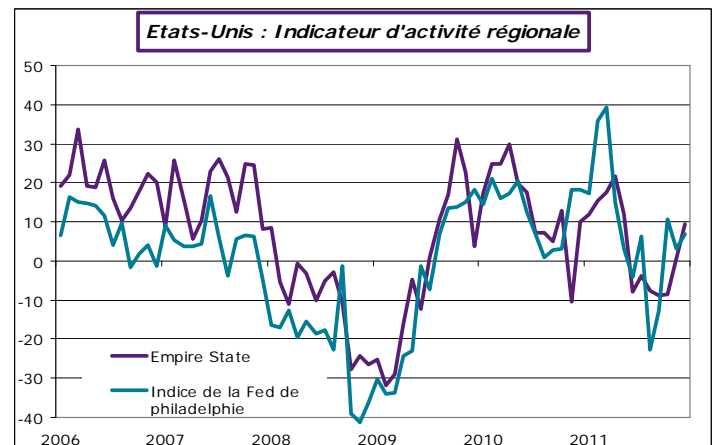
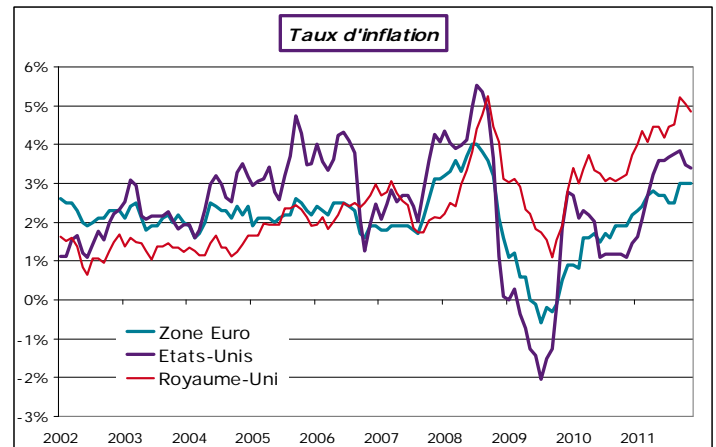
● **Ventes de maisons anciennes de décembre, le 20 janvier à 16h** (novembre 4.42 m, consensus 4.65 m)

► **Publication d'indicateurs d'activité**

● **Enquête Empire State pour janvier - le mardi 17 à 14h30** (décembre 9.53, consensus 10.5)

● **Enquête de la Fed de Philadelphie (janvier) – le jeudi 19 janvier à 16h** (décembre 6.8, consensus 11)

● **Production industrielle et TUC (décembre) le mercredi 18 à 15h15.** Production Industrielle (nov. -0.2 % en variation. mensuelle, consensus 0.5 %). TUC (nov. 77.8, consensus 78.1)



### Zone Euro

► **Parution de l'inflation total et sous-jacent (décembre) – le mardi 17 janvier à 11h** (novembre 1.6 %, consensus 1.6 % **Indice sous-jacent** et novembre 3 %, consensus 2.8 % **Indice total**)

### Allemagne

► **Publication de l'indice ZEW (janvier), le mardi 17 janvier à 11h - Sentiment économique** (décembre -53.8, consensus -49.2) **Situation courante** (décembre 26.8, consensus 24)

### Royaume-Uni

► **Parution du taux d'inflation (décembre) – le mardi 17 à 10h30** (novembre 4.8 %, consensus 4.2 %)

► **Parution des ventes de détail (décembre), le 20/1 à 10h30** (novembre 0.7 % en glissement annuel, cons. 2.4 %)

► **Parution du taux de chômage (décembre) – le 18 janvier à 10h30** (novembre 5 %, consensus 5 %)

### Chine

► **Publication du PIB du quatrième trimestre 2011, le mardi 17 janvier** (T3 2011 9.1 % en glissement annuel ; consensus 8.7 %).

