

# ANTICIPATIONS HEBDO

6 Février 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



## Les attentes de la semaine du 6 au 12 février

- Semaine des banques centrales avec les réunions de la BCE et de la Banque d'Angleterre. Il faudra regarder si les signaux en provenance des institutions monétaires changent en raison du léger rebond des indicateurs d'activité en Janvier.
- Il est souhaitable que les options prises soient maintenues afin de ne pas contraindre une reprise trop limitée et trop fragile.
- Intervention de Ben Bernanke au Congrès
- Première estimation du PIB japonais du T4, Inflation en Chine



## Les points majeurs à retenir du 30 Janvier au 5 Février

- Indicateurs d'enquêtes beaucoup plus positifs aux Etats-Unis, au Royaume Uni, en Inde et en Allemagne. Amélioration en zone Euro mais dynamique toujours limitée. Fragilité encore en Asie
- Accélération de l'emploi américain en janvier. Il retrouve la hausse constatée mensuellement de février à avril 2011. Hausse de l'emploi manufacturier et dans les services aux entreprises.
- Repli des dépenses de consommation en zone Euro en décembre. Sur le trimestre le recul est de -2.6 %.
- Hausse continue du taux de chômage en zone Euro à 10.4% en décembre



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

- Les modifications constatées en ce début d'année aux USA pourraient permettre au président sortant de retrouver une meilleure assise pour les élections présidentielles de novembre prochain. Les données macroéconomiques donnent souvent le ton dans l'élection américaine.
- Les négociations sur la compétitivité de l'économie grecque pourraient provoquer des trajectoires très distinctes au sein de la zone Euro. Clairement, il est souhaité que l'économie grecque entre en déflation avec une baisse significative de son revenu afin de rééquilibrer son compte courant.



## Les thèmes abordés dans le document

- Graphes sur les indices régionaux d'activité. Les signaux sont plus positifs notamment aux Etats-Unis et en Inde. L'Allemagne est à nouveau au-delà du seuil de 50.
- Graphe sur la reprise de l'emploi aux USA au mois de Janvier. 243 000 emplois créés, c'est important mais pas spectaculaire néanmoins.
- Graphe sur les ventes de détail en zone Euro. Cohérence du repli.
- Graphe sur les taux de chômage par pays en zone Euro jusqu'en décembre 2012.
- Graphe sur la consommation des ménages en France. Cela pose la question de l'autonomie de la croissance en France.

# ANTICIPATIONS HEBDO

6 Février 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

## MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 30 JANVIER AU 5 FEVRIER 2012

- ▶ Les signaux sur la macroéconomie ont été plutôt positifs au cours de la semaine écoulée.
- ▶ Les indices ISM aux Etats-Unis sont en progression rapide comme le suggère le graphe page 5. Ils reflètent une amélioration significative des nouvelles commandes et de l'indice relatif à l'emploi.
- ▶ Sur ce dernier aspect, les créations d'emplois ont validé ce qu'indiquaient les enquêtes. 243 000 emplois supplémentaires en janvier, contre une moyenne mensuelle de 159 000 en 2011.
- ▶ Trois remarques : les niveaux observés tant sur l'ISM global que sur l'emploi sont comparables à ceux constatés entre février et avril 2011. N'oublions pas la fragilité constatée à partir du printemps 2011 lorsque le prix des matières premières a commencé à progresser. L'autre remarque est la hausse de seulement 1.5 % du taux de salaire de référence. C'est la plus faible progression depuis 1965 (début de la série statistique). On notera aussi que le taux de participation (population active sur Population totale) est au plus bas depuis 1983. Cela aide pour réduire le taux de chômage. Les chômeurs découragés sortent des statistiques.
- ▶ Les statistiques européennes ont donné deux sons opposés. D'abord les enquêtes auprès des entreprises montrent que la situation ne se dégrade plus au rythme rapide de la fin 2011. L'indice synthétique issu de l'enquête PMI/Markit pour l'économie de la zone Euro reste au dessous du seuil de 50, indiquant une contraction de l'activité mais un rythme plus lent. L'Allemagne a un indicateur au dessus de 50, celui de la France indique une activité stable (49.8) mais ceux de l'Italie et de l'Espagne continuent d'indiquer une contraction marquée de l'activité.
- ▶ En revanche les statistiques sur le mois de décembre des ventes de détail et du taux de chômage montrent une dégradation continue. Les ventes de détail en volume se sont contractées de -2.6 % en taux annualisé en T4 et le taux de chômage était en décembre de 10.4% qui est un niveau record. (voire graphes page 6)
- ▶ La question est de s'interroger sur la pérennité du mouvement de hausse de l'activité retracé par les enquêtes alors que le commerce mondial ne s'accélère pas et que la demande interne de la zone Euro reste médiocre.
- ▶ En Asie, les indices PMI/Markit montrent toujours une dynamique réduite en Chine, Corée du sud et Taiwan. Les échanges entre ces 3 pays restent limités. N'oublions pas que les impulsions de la croissance mondiale sont parvenues de cette zone. S'il n'y a pas de redémarrage durable dans la région, il est peu probable que le commerce mondial retrouve spontanément une allure haussière qui serait bénéfique aux pays industrialisés, notamment à l'Europe.
- ▶ L'indice synthétique pour le Japon de l'enquête PMI/Markit revient juste au dessus de 50 en janvier. C'est la première fois depuis avril 2010. Par ailleurs les statistiques japonaises sont un peu hétérogènes avec une hausse de la production industrielle en décembre (+3.6 % mais -1.7 % sur le trimestre en taux annualisé). Hausse du taux de chômage à 4.6 % (contre 4.5%). Les ventes de détails apparaissent plus robustes en fin d'année.
- ▶ Le PIB espagnol a reculé de -0.3 % en taux non annualisé au 4<sup>ème</sup> trimestre par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre. Sur un an, sa progression n'est plus que de 0.3 %.

## MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 30 JANVIER AU 5 FEVRIER 2012

- ▶ L'amélioration des indicateurs en zone Euro (voir plus haut) et le resserrement des écarts de taux d'intérêt de l'Italie et de l'Espagne avec l'Allemagne ne marquent pas la fin des préoccupations européennes. La croissance manque d'autonomie (demande interne limitée), le marché du travail reste précaire et les gouvernements mettent en place des politiques budgétaires restrictives alors que les banques restent plutôt restrictives dans la distribution du crédit (c'est ce qu'indiquait l'enquête de la BCE auprès des banques commerciales). Dans ces conditions, la BCE doit maintenir le cap d'une politique monétaire très accommodante afin de réduire les contraintes issues des éléments cités. Cela doit permettre de modifier les anticipations dans la durée et de nourrir la croissance.
- ▶ Si les anticipations sont altérées rapidement le risque est de converger vers une croissance médiocre voire une plongée en récession plus durable. Les éléments macroéconomiques actuels montrent que l'activité pourrait tendre vers la stabilisation. C'est très insuffisant pour améliorer le marché du travail et rendre l'activité plus autonome. La politique monétaire doit peser sur l'arbitrage. Que la rigueur soit laissée aux gouvernements et à la politique monétaire la capacité d'améliorer la situation conjoncturelle.
- ▶ En Grèce, outre les négociations sur le PSI (restructuration de la dette détenue par le secteur privé) il y a des velléités d'OSI (restructuration de la dette détenue par les officiels, notamment la BCE). Cela pourrait coûter 15 Mds à la BCE et de la crédibilité.
- ▶ Le FMI est intervenu en Grèce en conditionnant son aide à l'adoption de mesures visant à améliorer la compétitivité de l'économie grecque. Cela passe par une baisse de 25% du salaire minimum et de 35% des retraites complémentaires. Le souhait est de rééquilibrer le compte courant grec afin de faciliter le financement de l'économie grecque par elle-même. Le risque est de provoquer une dynamique déflationniste dont l'arrêt ne serait atteint qu'avec un niveau de revenu encore beaucoup plus bas.

## MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 30 JANVIER AU 5 FEVRIER 2012

- ▶ Les marchés actions ont rebondi, l'indice MSCI EM a gagné +3%.
- ▶ Sur les marchés obligataires, l'indice EMBIG a gagné +1.05%. Le spread s'est resserré à 387 pb (-24pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement se sont appréciées face au billet vert: real brésilien +1.1 %, rand sud africain +3% et livre turque +1.3 %.
- ▶ En Chine, le PMI manufacturier officiel est sorti à 50.5 en janvier (vs 50.3), tiré par les composantes « nouvelles commandes » et « production ». A contrario, les composantes « nouvelles commandes à l'export » et « emploi » sont en retrait, lié à la détérioration des perspectives du secteur des exportations. Le PMI officiel tout comme celui d'HSBC/Markit (48.8), indiquent une consolidation de l'activité chinoise dissipant les craintes d'un atterrissage brutale de l'économie.
- ▶ En Corée, les prix à la consommation ont augmenté en janvier de 0.5% GM (vs 0.4%), soit 3.4% GA (vs 4.2%), liés à la baisse de la contribution de l'alimentaire.
- ▶ La balance commerciale est déficitaire en janvier à -1957 Mln\$, liée à la chute des exportations -6.6% GA (vs 11%), notamment vers la zone Euro. L'amélioration de l'inflation donne des marges de manœuvre à la BOK afin de soutenir l'activité.
- ▶ La Russie a gardé ses taux inchangés, dont son taux de refinancement à 8% indiquant que le niveau actuel des taux était approprié pour équilibrer les risques d'inflation et de ralentissement économique.

# ANTICIPATIONS HEBDO

6 Février 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 3 FEVRIER 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	03/02/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3427.92	2781.68	4157.14	-15.08	8.49	3.29			
<b>DAX</b>	5898.35	6766.67	5072.33	7527.64	-5.94	14.72	3.91			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2515.15	1995.01	3068.00	-16.04	8.57	3.22			
<b>FTSE</b>	5572.28	5901.07	4944.44	6091.33	-1.38	5.90	2.92	0.26	6.51	3.88
<b>SNP 500</b>	1257.60	1344.90	1099.23	1363.61	2.89	6.94	2.17	6.88	5.80	2.25
<b>Nasdaq</b>	2605.15	2905.66	2335.83	2905.66	5.51	11.54	3.16	9.60	10.34	3.25
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	8831.93	8160.01	10857.53	-15.33	4.45	-0.11	-6.04	3.81	0.17
<b>MSCI Emerging USD</b>	916.39	1048.36	831.22	1206.49	-7.48	14.40	3.12	-3.89	13.18	3.21
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1273.74	1074.50	1391.86	-4.23	7.71	2.22	-0.51	6.55	2.31

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 3 FEVRIER 2012

	Taux d'intérêt au 3 Février 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	0.527	0.23	1.97	-0.024	0.010	0.040	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	1.102	0.166	1.833	-0.036	-0.022	0.023	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1.1	0.423	2.089	0.000	0.035	0.023	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.126	0.950	0.000	-0.005	-0.020	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (03/02/12)</b>	<b>2 ans (03/02/12)</b>	<b>10 ans (03/02/12)</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>		-0.57 (-0.59) <sup>§</sup>	0.06 (0.03) <sup>§</sup>	0.14 (0.12) <sup>§</sup>	-0.703	-0.163	0.413				
<b>UK – Zone Euro</b>		-0.02 (-0.04) <sup>§</sup>	0.26 (0.20) <sup>§</sup>	0.26 (0.26) <sup>§</sup>	-0.206	-0.008	0.619				

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

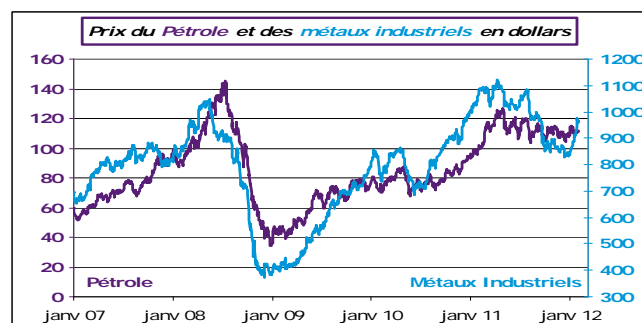
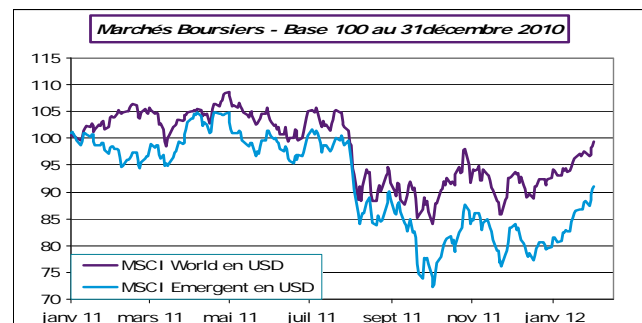
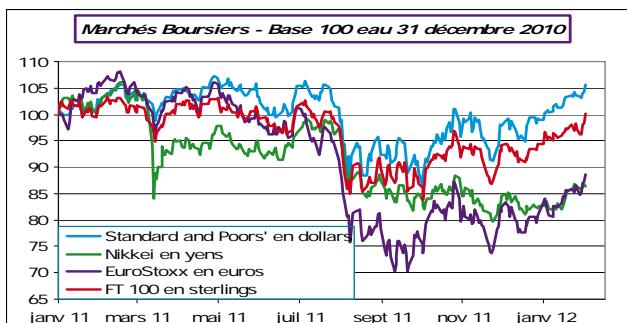
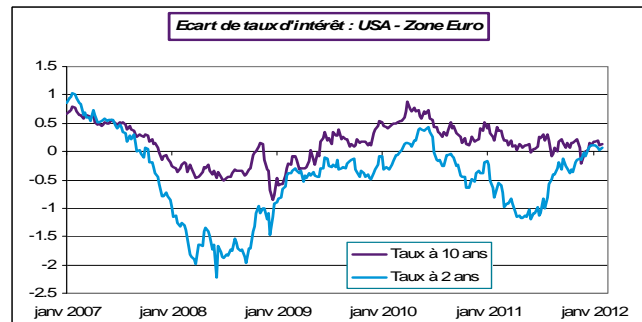
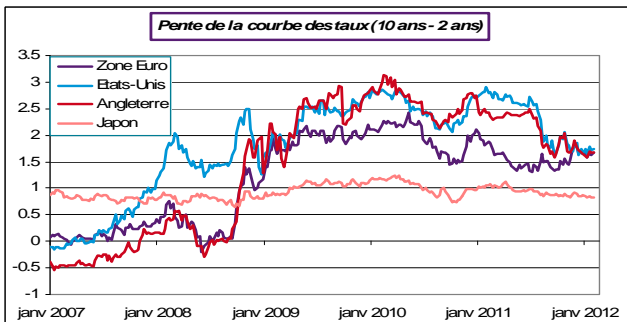
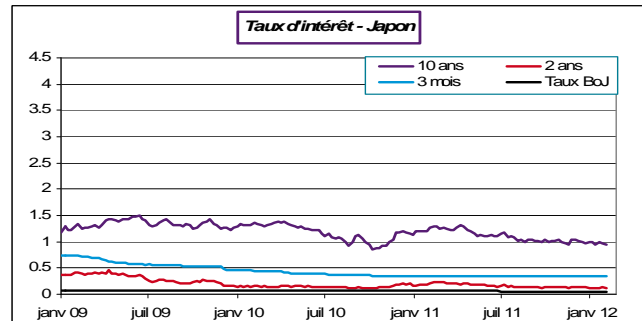
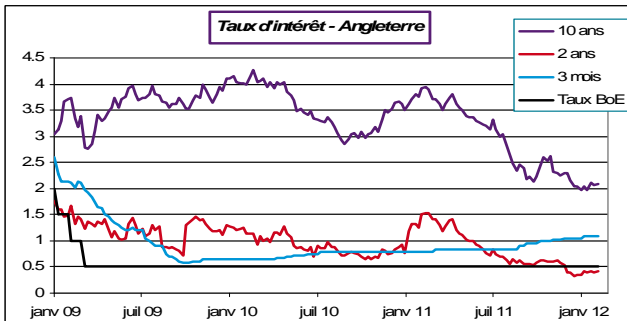
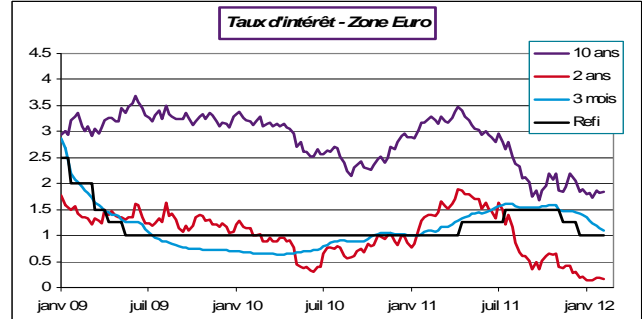
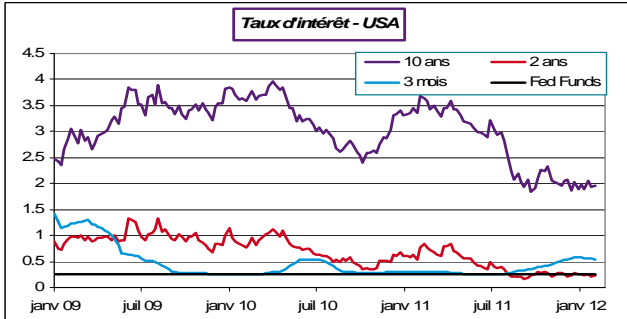
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 3 FEVRIER 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	03/02/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.312	-0.08	1.08	-3.73	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	100.495	-0.27	0.62	-9.89	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.832	-0.56	-0.37	-1.94	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	76.240	-1.49	-1.93	-6.59	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.580	0.85	1.67	-2.14	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.303	-0.49	0.14	-3.90	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	111.79	0.44	3.24	9.73
	<b>Euro</b>	83.41	85.19	0.52	2.14	13.98
<b>Prix de l'Ounce d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1759.24	1.60	11.73	31.94
	<b>Euro</b>	1212.94	1340.69	1.68	10.53	37.06

# ANTICIPATIONS HEBDO

6 Février 2012

## Indicateurs Financiers au 3 Février 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE GLOBALE

#### Enquêtes PMI/Markit et ISM

L'allure des enquêtes menées au mois de janvier 2012 dans le secteur manufacturier est rassurante. L'indice mondial s'est inscrit à 51.2 soit le chiffre le plus élevé depuis juin 2011. On observe sur le graphique que toutes les composantes géographiques sont orientées à la hausse. L'indice américain (ISM) à 54.1 est élevé mais l'on note aussi le rebond de l'indice BRIC sous l'impulsion du Brésil (qui repasse au dessus de 50) et de l'Inde alors qu'en Chine l'indice reflète toujours une contraction. Le rebond de l'Angleterre est surprenant (net rebond de la production et des nouvelles commandes) alors qu'au Japon l'indice reste au dessus du seuil de 50. En zone Euro l'indice indique toujours une contraction de l'activité mais un peu moins rapide qu'à la fin 2011. Seuls les indices français, irlandais et grec ne s'améliorent pas en Janvier dans la zone. On observe généralement un ajustement des stocks à la baisse et une dynamique des commandes moins fragile.

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Indice ISM global

L'indice ISM global s'inscrit au-delà de 56 (56.4) en janvier en raison de la hausse des deux composantes; 54.1 pour le secteur manufacturier et 56.8 pour le secteur non manufacturier. L'allure des commandes est robuste dans les deux secteurs et les chiffres d'emplois se sont rapidement accélérés en janvier. Cela donne a priori un signal plutôt fort pour l'évolution du PIB au cours des prochains mois. Attention cependant, même si les données sont encourageantes il y a eu un faux signal de robustesse au début de l'année 2011 déjà. L'enquête avait alors très nettement divergé de la trajectoire du PIB. On ne peut pas conclure pour l'instant qu'il n'en sera pas de même cette année.

### ECONOMIES D'ASIE

#### Enquêtes PMI/Markit sur le secteur manufacturier

Les situations fragiles de l'automne semblent moins marquées aujourd'hui. L'Inde progresse à nouveau très rapidement avec un rebond très fort des nouvelles commandes (interne et externe). En Corée du sud et à Taiwan, la situation continue de se dégrader même si c'est à un rythme moins rapide. Les nouvelles commandes y restent encore réduites, y compris les nouvelles commandes à l'exportation. En Chine, le schéma est proche avec un repli encore de l'indice synthétique et des dynamiques très réduites sur les nouvelles commandes.

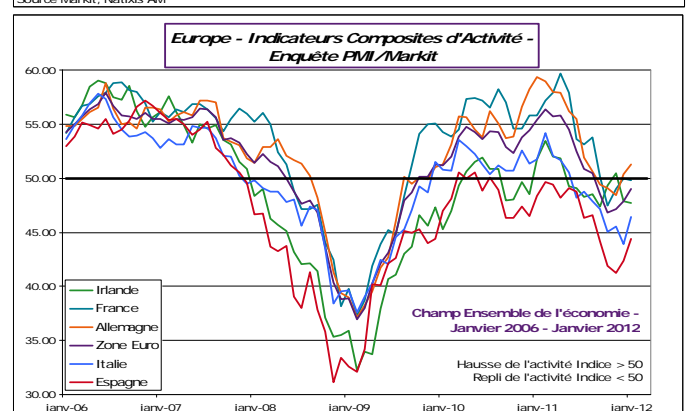
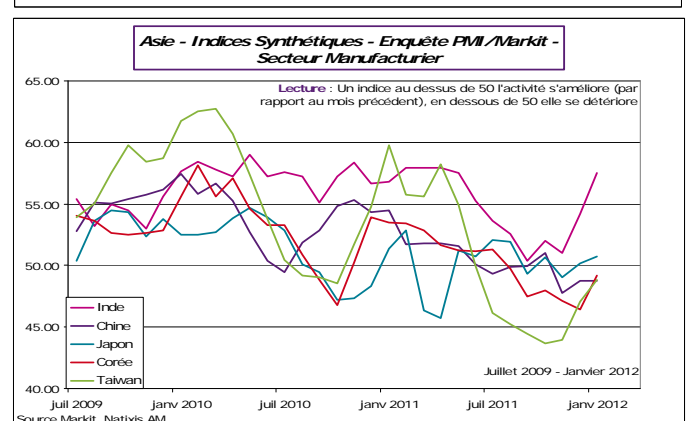
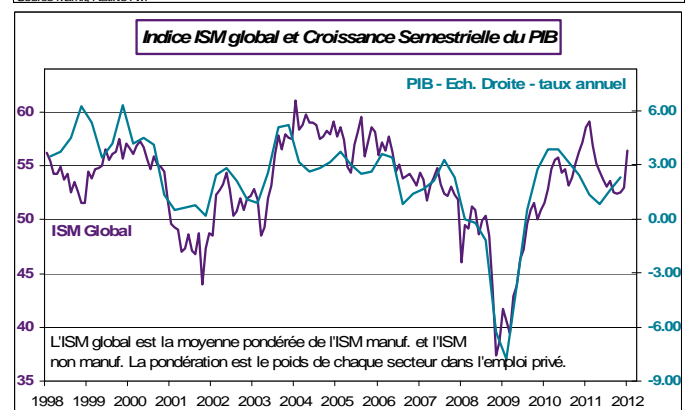
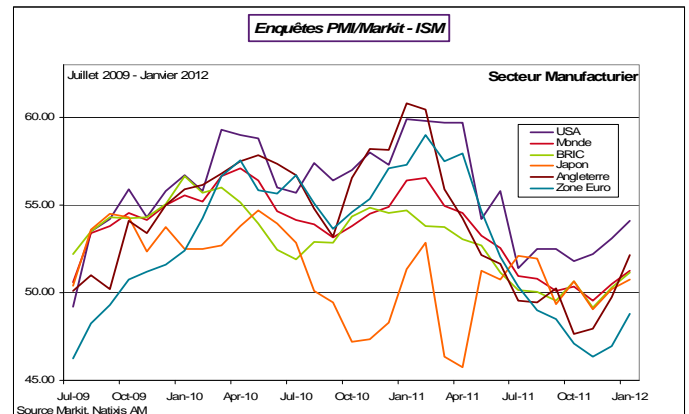
C'est ce point qui est le plus préoccupant car la dynamique interne à la zone Asie avait été au cœur de la reprise. Compte tenu du poids de cette région dans la dynamique mondiale, cette fragilité est préoccupante.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Indices PMI/Markit pour l'ensemble de l'économie

Les indices représentatifs de l'ensemble de l'activité en zone Euro s'améliorent généralement en janvier. Pour la zone Euro dans son ensemble l'indice s'inscrit à 49, reflétant une amélioration significative dans le secteur des services après celle constatée dans le secteur manufacturier (voir plus haut).

L'indice allemand est à nouveau au dessus du seuil de 50 alors que la France bute sur ce seuil. Les données italiennes et espagnoles s'améliorent mais reflètent encore une contraction très forte et très rapide de leur activité. Dégradation aussi de l'Irlande.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Dynamique de l'emploi en Janvier

Le graphique ci contre montre qu'après une période de flottement entre mai et octobre 2011 les signaux constatés sur le marché du travail américain s'améliorent nettement.

Le nombre d'emploi nouveau est de 243 000 en janvier soit un chiffre équivalent à ceux observés entre février et avril 2011. On notera que le secteur public continue de réduire l'emploi. Depuis janvier 2011, seul le mois de septembre avec la rentrée scolaire s'est traduit par une hausse de l'emploi public. Ce sont d'abord les collectivités locales qui réduisent l'emploi. Cette situation locale avait été déjà soulevée la semaine dernière en indiquant que l'investissement public local régressait. C'est un peu la même histoire ici et elle dénoue les liens locaux.

Depuis 2 mois les secteurs manufacturier et de la construction ont une allure plus robuste. Dans les services, l'emploi dans les services aux entreprises progresse rapidement.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Evolution du taux de chômage - Décembre 2011

Le mouvement de hausse du taux de chômage en zone Euro continue. Il s'est inscrit à 10.4 % en décembre. C'est e niveau le plus élevé depuis mai 1998.

Les évolutions au sein de la zone sont très hétérogènes puisque le taux de chômage progresse très vite en Espagne, Grèce et Portugal et reste à un niveau exceptionnellement élevé en Irlande. En revanche, il continue de se réduire en Allemagne. Selon Eurostat, ce taux est en hausse en France (9.9%) et en Italie (8.9%). Bien que toujours très bas, le chiffre hollandais est orienté à la hausse depuis le point bas de juin (4.1%). Il est de 4.9% en décembre.

Ce graphique traduit très directement l'hétérogénéité des situations de croissance au sein de la zone Euro.

#### Evolution des ventes de détail en décembre 2012

Le profil du taux de chômage et de l'emploi est un paramètre majeur dans la dynamique de consommation des ménages. Plus la situation est incertaine plus les ménages sont prudents.

Les ventes de détail ont encore reculé en zone Euro au mois de décembre. Sur le trimestre, le repli est de -2.6% après un recul de -0.3 % en T3. Cette baisse trimestrielle est la 5<sup>ème</sup> consécutive.

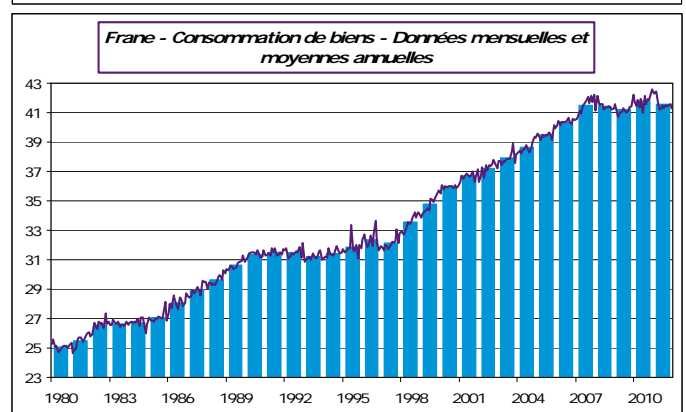
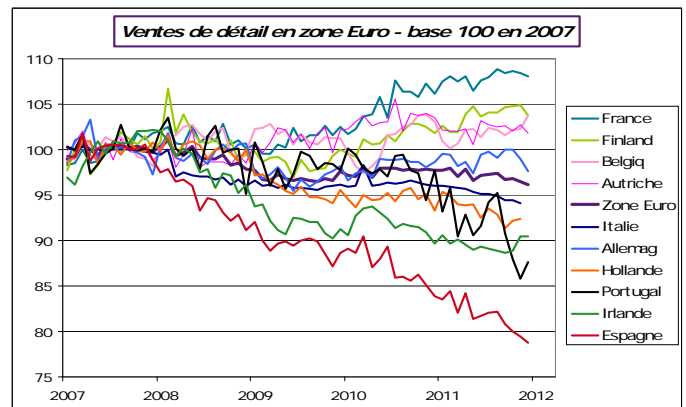
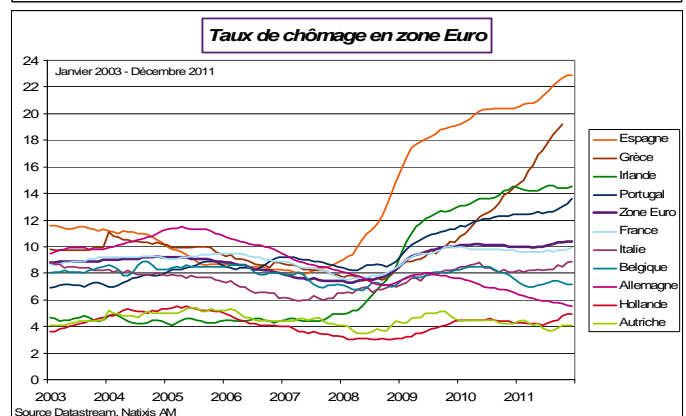
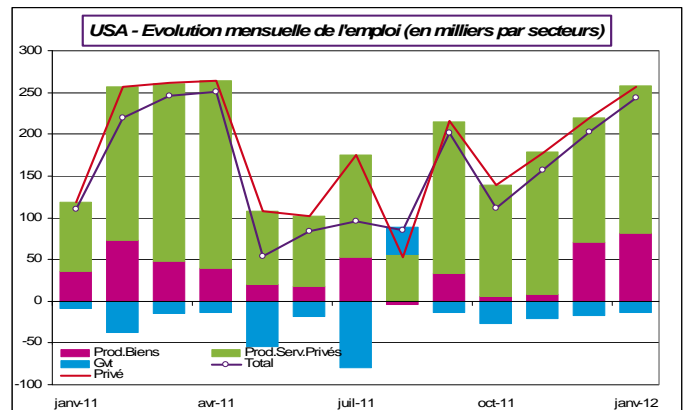
On note sur le graphe, les ruptures constatée en Espagne et de manière plus récente et plus brutale au Portugal. Même la dynamique interne de l'Allemagne est limitée. Le relais par la consommation n'est pas perceptible outre Rhin. Cela était déjà perceptible dans la non amélioration de l'indice sectoriel de la distribution dans le détail de l'enquête IFO du mois de janvier.

### ECONOMIE FRANÇAISE

#### Consommation en biens des ménages

La période très longue du graphique montre bien le changement de régime depuis 2007. Le rythme rapide de la croissance de la consommation qui caractérisait l'économie française n'est plus constatée. Cela traduit une évolution limitée et réduite du pouvoir d'achat par unité de consommation.

Ce graphe pose la question des supports de la croissance. Dans la reprise, la contribution de la consommation (intégrant aussi les services) à la croissance trimestrielle a été en moyenne de 0.4 % en taux annualisé. Elle était de 1.2 % entre 2000 et 2007. Les dépenses publiques ont eu un rôle majeur mais si celles-ci sont réduites en raison de la consolidation budgétaire, que va-t-il rester à la croissance ?



# ANTICIPATIONS HEBDO

6 Février 2012

## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

► Parution de l'indice de Confiance (préliminaire) de l'Université du Michigan (février) – le vendredi 10 février à 15h55 (janvier 75, consensus 74)

► Publication de la Balance commerciale (décembre), le vendredi 10 février à 14h30 (novembre 47.8 Mrds de dollars de déficit, consensus 48.1).

► Intervention de M Bernanke devant le Sénat, le mardi 7 février à 16h. M Bernanke interviendra également de nouveau le vendredi 10 février. Le thème de l'intervention sera « Housing Markets in transition »

### Zone Euro

► Réunion de la BCE – décision le jeudi 9 février à 13h45 (consensus 1 %) Nous anticipons une nouvelle baisse du taux de refinancement principal. Il s'établirait alors à 0.75 %. Si la BCE décide le statu quo sur cette réunion, nous estimons que la baisse aura lieu le mois suivant.

### Allemagne

► Publication de deux indicateurs d'activité

• Commandes industrielles (décembre), le lundi 6 février à 12h (novembre -4.3 % en variation mensuelle, consensus -0.4 %)

• Production industrielle (décembre), le mardi 7 février à 12h (novembre -0.6 % en variation mensuelle, consensus 0 %)

### France

► Parution de la production industrielle (décembre), le vendredi 10 février à 8h45 (novembre 1.1 % en variation mensuelle, consensus -0.6 %)

### Royaume-Uni

► Réunion de la BoE - décision le jeudi 9 février à 13h (consensus 0.5 %).

► Publication de la production industrielle (décembre), le jeudi 9 février à 10h30 (novembre -0.7 % en variation mensuelle, consensus 0.23 %).

### Japon

► Parution de la 1<sup>ière</sup> estimation du PIB (T4 2011), le 13 février (T3 2011 1.4 % en variation trimestrielle, consensus -0.4 %).

### Chine

► Publication de la Balance commerciale (janvier), le vendredi 10 février (novembre -16.5 milliards de dollars, consensus 10.7)

► Publication du taux d'inflation (janvier), le jeudi 9 février (décembre 4.1 %, consensus 4 %)

