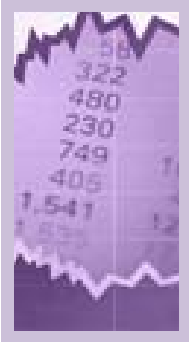


ANTICIPATIONS HEBDO

20 Février 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 20 au 26 février

- La semaine sera marquée par l'aboutissement des négociations sur la Grèce.
 - Accord sur le plan de sauvetage
 - Accord sur la restructuration de la dette grecque
 - Mise en œuvre du plan d'austérité avec les risques associés
- Série d'indicateurs conjoncturels en zone Euro. Les enquêtes de l'INSEE et de l'IFO pour des enquêtes nationales et les estimations flash des enquêtes PMI/Markit en zone Euro et en Chine
- On attendra aussi le détail du PIB allemand



Les points majeurs à retenir du 13 au 19 février

- Le repli du PIB en zone Euro avec des alertes spécifiques en Italie, aux Pays-Bas, au Portugal, en Espagne et en Grèce. L'activité recule de façon significative dans l'ensemble de ces pays, provoquant nécessairement des interrogations sur la situation conjoncturelle en zone Euro.
- Indicateurs plus stables sur l'économie américaine. Les risques de rupture sont plus réduits. C'est un signal très positif pour l'économie mondiale.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Si la croissance est lente en zone Euro, comment redynamiser les gains de productivité source de l'emploi et de l'accroissement de la distribution des revenus ? Quelles incitations pour l'investissement productif ? En France l'investissement des entreprises non financière est encore bien inférieur à son niveau de 2008. Problème
- Inquiétude des dirigeants chinois sur la croissance avec la baisse du taux des réserves obligatoires afin de peser moins sur le développement du crédit.



Les thèmes abordés dans le document

- Graphes sur l'Europe, sa croissance et les inquiétudes provoquées.
- Graphe le net ralentissement de l'inflation en Angleterre. La fin de l'effet haussier de la TVA introduite en janvier 2011 est une explication importante.
- Graphes sur la dynamique de l'activité aux USA via les ventes de détail, les mises en chantier ou encore les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise
- Graphe sur le prix du pétrole en euro. Il est au plus haut historique au risque de provoquer des arbitrages défavorables à l'activité.

ANTICIPATIONS HEBDO

20 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 13 AU 19 FEVRIER 2012

- ▶ Les signaux de stabilisation de l'économie américaine se font un peu plus marquants. Les indicateurs d'enquêtes auprès des entreprises en février suggèrent que l'activité retrouve une allure plus robuste. Les commandes sont reparties sans pour autant être à des niveaux excessifs. La production manufacturière a aussi une trajectoire favorable (+0.8 % sur le mois) avec encore une accélération des capacités de production. C'est le point le plus remarquable, les capacités de production progressent malgré la hausse du taux d'utilisation de ces capacités. C'est un signal intéressant.
- ▶ Le marché immobilier est aussi en train de retrouver une allure susceptible de laisser imaginer que la crise immobilière est en train de s'achever. Tout n'est pas terminé mais les signaux sont plus positifs même s'ils sont encore d'ampleur limitée.
- ▶ Les dépenses des consommateurs sont robustes.
- ▶ Aucun de ces signaux ne reflète une fragilité susceptible d'inverser la tendance. La progression n'est pas spectaculaire mais elle ne faiblit pas. Compte tenu de la taille de l'économie américaine, ces facteurs sont des signaux positifs pour l'économie globale.
- ▶ En zone Euro l'activité s'est ralentie au dernier trimestre 2011. On peut voir page 5 que l'écart à la tendance d'avant crise s'accroît légèrement pour la France ou la zone Euro mais progresse rapidement pour l'Italie, les Pays Bas ou encore le Portugal. Deux à 3 chiffres à retenir : la croissance moyenne en 2011 a été de 1.5 % pour la zone Euro, de 3.1 % en Allemagne et de 1.7 % en France. Cependant, la tendance depuis le point bas du début de l'année 2009 est pour la zone Euro de 1.4 % contre 1.9 % avant la crise. En France la comparaison est quasi similaire (1.4% et 1.8%) alors qu'en Allemagne la reprise est de 2.8 % contre une tendance de 1.3 % avant la crise. Les chiffres espagnol, italien ou portugais sont très réduits et bien en deçà de ceux observés avant 2008.
- ▶ Le graphique de la page 5 (en haut) est stupéfiant pour montrer la façon dont la dynamique européenne s'écarte de la trajectoire qui était la sienne avant la crise.
- ▶ Cela pose la question du renouvellement de la capacité de production et de la croissance des gains de productivité. Si les chiffres de croissance restent faibles, alors la dynamique de l'investissement va être réduite. En effet, quelles sont les incitations à investir si les perspectives de croissance sont limitées alors qu'ailleurs....Plus il y a d'attente plus le risque de ralentissement durable du taux de croissance est fort.
- ▶ On pourrait imaginer un rôle des investissements publics pour soutenir l'activité et permettre une intégration de progrès technique supplémentaire susceptible de créer les gains de productivité nécessaires à l'emploi et à la distribution de revenus.
- ▶ Au-delà des aspects politiques, ce choix se heurte aux engagements de réduction des déficits publics. Comment construire des incitations pour permettre à la zone Euro de retrouver une trajectoire de croissance plus favorable? Vraie question qui ne se dissout pas dans le rééquilibrage des comptes publics.
- ▶ Si l'on revient sur les chiffres du 4^{ème} trimestre, on doit avoir une interrogation sur les chiffres espagnols. Le repli de l'activité sur le trimestre est limité (-0.3 % en rythme non annualisé) mais cela reflète une grande volatilité des composantes. L'investissement chute rapidement, les dépenses publiques contribuent négativement, la consommation se replie et les exportations régressent. Seule la très forte réduction des importations permet de ne pas avoir un chiffre d'activité trop négatif en T4.
- ▶ L'économie espagnole, avec des supports externes plus limités en T4 a vu sa demande interne se replier, sans qu'il y ait de facteurs de stabilisation. Cela s'est vu dans l'accélération des réductions d'emploi sur la fin de l'année. S'il n'y a pas de reprise du commerce mondial c'est probablement un pays très fragile au cours des prochains mois. On comprend aussi les réticences du nouveau premier ministre à vouloir, coûte que coûte, réduire le déficit public.

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 13 AU 19 FEVRIER 2012

- ▶ La hausse récente du prix du pétrole est problématique. Il est revenu au voisinage de 120 dollars pour un baril de Brent et il est au plus haut exprimé en euros (voir graphe page 6)
- ▶ Le renchérissement du prix de l'or noir n'aurait pour l'instant qu'un impact limité sur l'inflation. Il pourrait avoir un effet plus fort sur les arbitrages notamment du côté du consommateur. Au 2^{ème} trimestre 2011, l'accélération du prix du baril a modifié les comportements des consommateurs tant aux Etats-Unis qu'en Europe. L'élasticité de la demande de pétrole (essence ou fuel) est réduite à court terme. Les achats sont maintenus provoquant dès lors des arbitrages sur les achats d'autres biens.
- ▶ Dans un environnement fragile cela doit être un facteur d'attention.
- ▶ Une étude de la BCE montre que les transactions sur les marchés d'actions sont très nettement affectées durant les matches de football lors des coupes du monde. Une étude des comportements lors de la coupe du monde de 2010 montre une baisse de 45 % des transactions lors des matches. Lors des buts, pour son équipe ou pour l'adversaire, les transactions baissent encore un peu plus. Le football est-il la solution aux excès de marchés ?

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 13 AU 19 FEVRIER 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a gagné +2%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a progressé de +0.56%. Le spread s'est resserré à 375 pb (-13 pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: Real brésilien +0.49 %, Rand sud africain inchangé et Livre turque +0.4 %.
- ▶ La Chine a baissé de 50 pb son taux de réserves obligatoires à 20.5%, indiquant les craintes des autorités sur la croissance.
- ▶ Au Brésil, l'inflation est revenue dans la zone de tolérance de la banque centrale en janvier à 6.2% (vs 6.5%). Cependant, la consommation des ménages reste robuste à l'image des ventes au détail (volume) qui ont augmenté de 0.3% GM cvs (vs 1.2%), soit 5% GA (vs 5.2%) et pourrait ramener des pressions inflationnistes.
- ▶ Au Mexique, la croissance du PIB a été de 0.4% GT (vs 1.2%), soit 3.7% GA (vs 4.5%).

ANTICIPATIONS HEBDO

20 Février 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 17 FEVRIER 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	17/02/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3439.62	2781.68	4157.14	-17.26	8.86	1.97			
DAX	5898.35	6848.03	5072.33	7527.64	-7.79	16.10	2.32			
EuroStoxx	2316.55	2520.31	1995.01	3068.00	-17.85	8.80	1.60			
FTSE	5572.28	5905.07	4944.44	6082.99	-2.92	5.97	0.90	-1.88	6.35	1.50
SNP 500	1257.60	1361.23	1099.23	1363.61	1.36	8.24	1.38	5.01	6.75	1.58
Nasdaq	2605.15	2951.78	2335.83	2959.85	4.16	13.31	1.65	7.91	11.74	1.85
Nikkei 225	8455.35	9384.17	8160.01	10857.53	-13.45	10.99	4.88	-5.83	6.11	2.81
MSCI Emerging USD	916.39	1062.46	831.22	1206.49	-5.31	15.94	1.95	-1.90	14.34	2.15
MSCI World USD	1182.60	1288.05	1074.50	1391.86	-5.47	8.92	1.45	-2.07	7.41	1.65

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 17 FEVRIER 2012

	Taux d'intérêt au 17 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				
USA	0 - 0.25	0.493	0.29	2.01	-0.013	0.020	0.050	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	1.036	0.228	1.913	-0.027	0.012	-0.026	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	1.1	0.452	2.187	0.000	0.046	0.056	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.105	0.950	0.000	-0.026	-0.030	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (17/02/12)	2 ans (17/02/12)	10 ans (17/02/12)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.54 (-0.56) [§]	0.06 (0.05) [§]	0.10 (0.02) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		0.06 (0.04) [§]	0.22 (0.19) [§]	0.27 (0.06) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

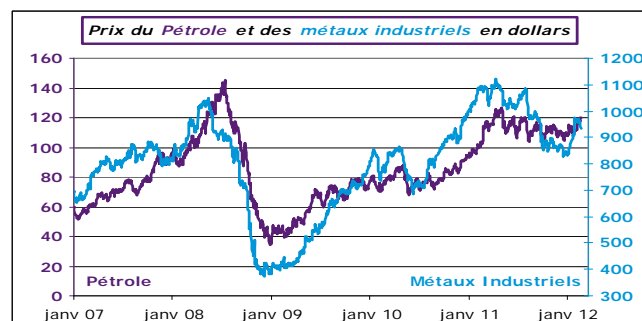
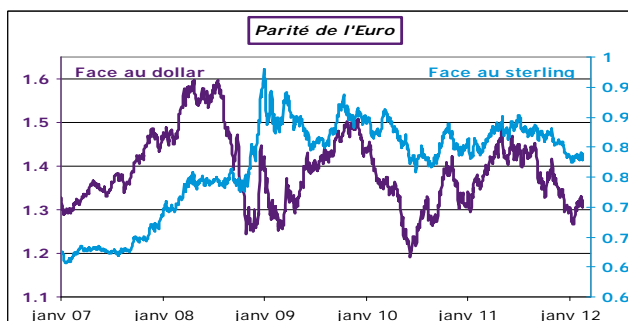
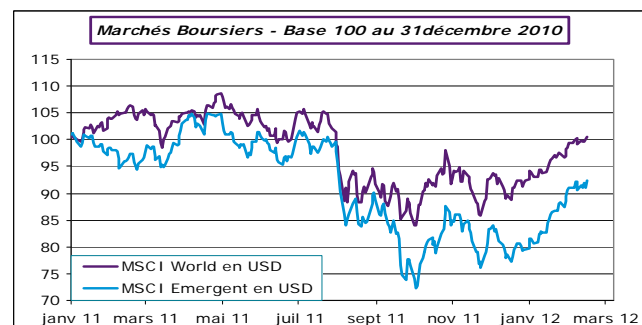
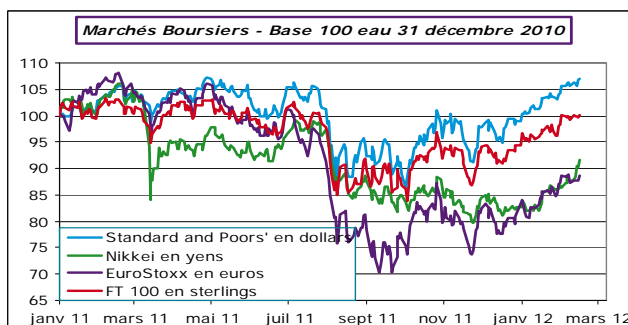
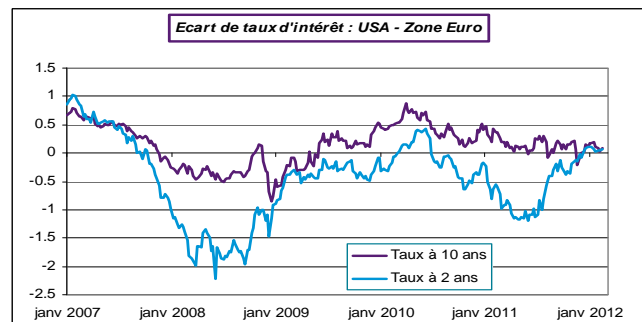
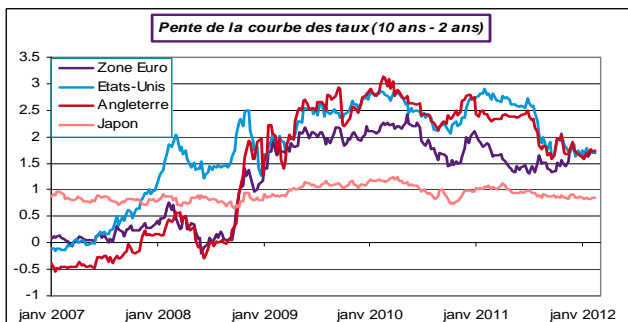
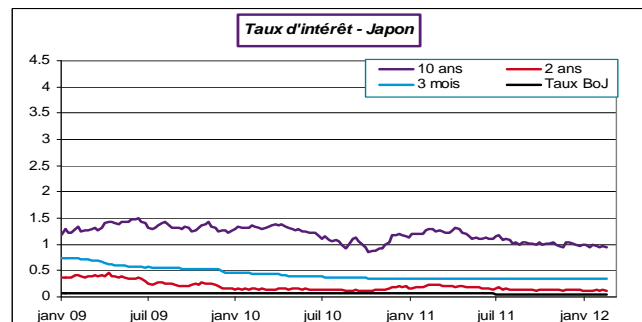
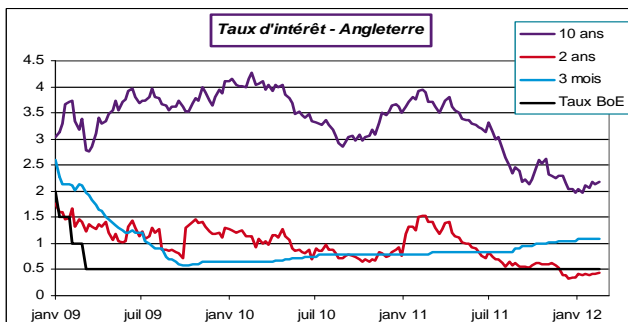
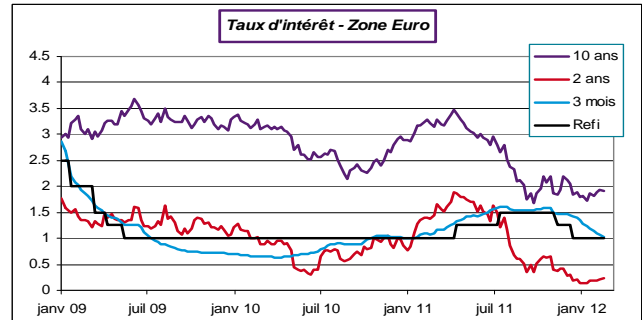
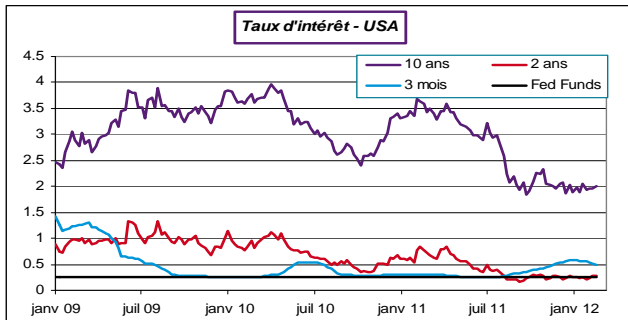
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 17 FEVRIER 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	17/02/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.316	-0.20	1.40	-3.48	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	104.462	2.01	4.59	-8.10	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.831	-0.62	-0.50	-1.00	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	78.970	1.66	1.58	-5.28	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.581	0.40	1.76	-2.43	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.299	-0.01	0.08	-4.18	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	119.79	1.96	10.63	16.95
	Euro	83.41	91	2.16	9.10	21.16
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1720.24	-0.11	9.25	24.17
	Euro	1212.94	1306.86	0.08	7.74	28.64

ANTICIPATIONS HEBDO

20 Février 2012

Indicateurs Financiers au 17 Février 2012

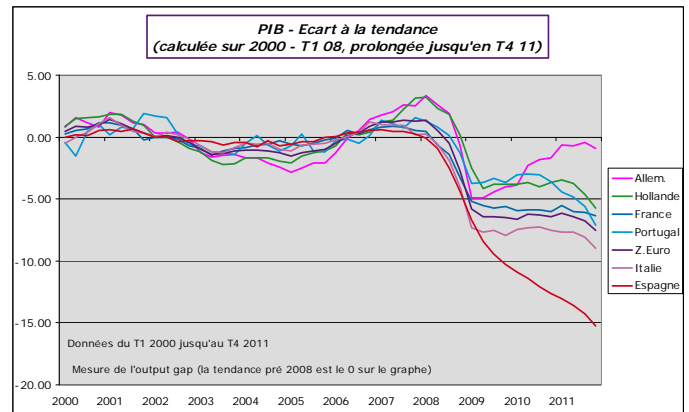


Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Chiffres de croissance du 4^{ème} trimestre

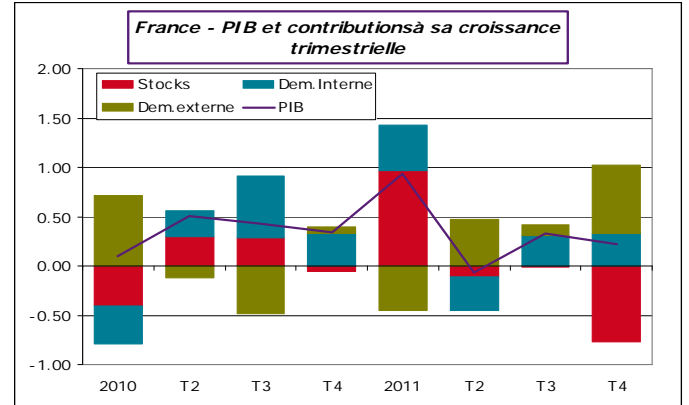
Dans le graphique ci contre j'ai fait figurer l'écart entre le PIB effectivement observé et la tendance calculée sur la période d'avant crise et prolongée jusqu'à la fin 2011. L'intérêt de ce graphe est de donner une mesure du coût de la récession qui a touché l'ensemble de ces économies à l'automne 2008. La lecture suggère qu'à l'exception de l'Allemagne et de l'Espagne, le cout de cette récession était stable jusqu'à l'été 2011. L'écart entre chaque courbe et le zéro (qui représente la tendance) était assez stable. Ce n'est plus le cas. L'écart s'accroît à nouveau et parfois de façon très rapide comme en Hollande, en Italie ou encore davantage au Portugal. En Allemagne, le cout est très réduit alors qu'en Espagne il s'accroît de trimestre en trimestre. Que faut-il faire pour inverser cette tendance et retrouver une allure plus robuste pour l'activité de la zone Euro? C'est le challenge posé aux gouvernements, plus important pour l'emploi que le rééquilibrage des finances publiques.



ECONOMIE FRANCAISE

Croissance du 4^{ème} trimestre

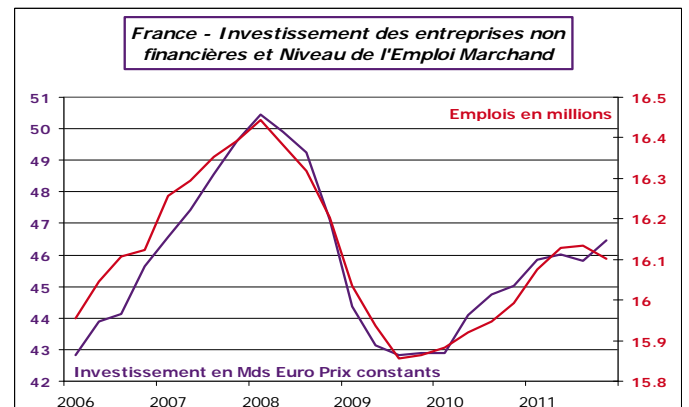
Contrairement à l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne ou encore le Royaume Uni, la croissance française a été positive au 4^{ème} trimestre. La croissance a été de 1.4 % en glissement (Q4 2011 / Q4 2010) et de 1.7 % en moyenne pour l'ensemble de l'année 2011. Dans le graphe ci contre figurent les contributions à cette croissance trimestrielle. Par rapport au T3 la contrib. de la demande interne est stable. La hausse de l'investissement compense le ralentissement de la consommation. En revanche très forte progression de la contribution du commerce extérieur lié à la baisse des importations, notamment dans le secteur industriel (cela a sûrement pénalisé l'Allemagne) Repli des stocks en phase peut être avec la baisse des importations. La reconstitution de ces stocks accélérera les importations ne créant pas d'effet d'accélération de l'activité.



Investissement et Emploi

Au dernier trimestre 2011, l'emploi a reculé de 0.8 % en taux annualisé alors que dans le même temps, l'investissement des entreprises non financières progressait de 5.9 % en taux annualisé. Deux remarques

- Les niveaux de l'emploi et de l'investissement restent encore très en dessous de ceux observés au point haut du cycle économique en 2008. On a ici une illustration de l'absence de rattrapage et du coût permanent de la récession de 2008 sur la situation macroéconomique.
- C'est l'emploi dans les services qui a chuté (recul de l'intérim) alors que l'investissement progressait dans l'automobile principalement. Ce mouvement d'investissement dans ce secteur devrait se prolonger en 2012.

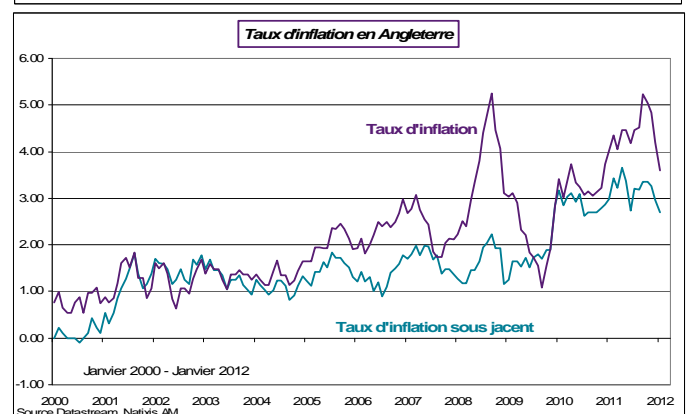


ECONOMIE DU ROYAUME UNI

Evolution du taux d'inflation en janvier 2012

Repli rapide du taux d'inflation à 3.6% en janvier contre une moyenne de 4.5% sur l'ensemble de l'année 2011. La composante énergie reflue rapidement. L'ajustement des composantes de ce poste (essence, fuel, électricité, gaz) apparaît un peu plus rapide que ce qui avait pu être observé par le passé.

La composante sous jacente reflue assez nettement sous le seuil de 3%. La suppression de l'effet de base lié à la hausse de la TVA en janvier 2011 a eu un rôle majeur dans le ralentissement de l'inflation. L'effet de la hausse de TVA en janvier 2011 avait été estimé à 0.8%.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Ventes de détail en Janvier

La graphique ci contre montre le profil des ventes de détail hors les deux facteurs volatils que sont les ventes de voitures et de vente d'essence.

La progression est très stable même si elle se situe sur un rythme légèrement inférieur à celui observé avant la crise de 2008. On relève ici qu'il n'y a pas de retour vers la tendance antérieure et que le coût de la récession de 2008 est durable.

Les données ici sont nominales, i.e. elles intègrent l'évolution des prix. C'est une des raisons de cette relative stabilité alors que les données hors inflation sont un peu plus volatiles.

Même si le rythme de progression n'est pas très rapide, il y a dans ces données la perception d'un risque limité de rupture supplémentaire et pénalisante pour l'ensemble de l'économie.

Premières enquêtes de février 2012

Les deux premières enquêtes sur l'évolution de l'activité pour le mois de février ont une allure robuste.

Après la fragilité constatée depuis le printemps 2011 et qui laissait craindre un repli de l'activité américaine, on constate un rebond significatif des deux indicateurs de la Fed de New-York (Empire State Index) et de la Fed de Philadelphie (PhylliFed) depuis la fin de l'automne.

Ils repassent tous les deux au dessus de la moyenne calculée sur la période commençant en juillet 2001. Ces indicateurs réduisent aussi le risque de rupture sur l'économie américaine et devraient se traduire par un indice ISM qui resterait à un niveau élevé en février. Compte tenu du poids de l'économie américaine dans l'économie globale, c'est un signal de stabilisation et de réduction du risque de contraction supplémentaire de l'activité.

Mises en chantier et Indice des constructeurs de maison

Le marché immobilier américain est il en train d'évoluer? Probablement au regard du signal porté par l'indice des constructeurs de maisons. Après avoir longtemps oscillé entre 10 et 20, il ressort par le haut s'inscrivant à 29 en février (niveau qui n'avait pas été atteint depuis mai 2007)

Il y a à nouveau une certaine cohérence avec l'évolution des mises en chantier de logements individuels. Pour celui-ci le rebond n'est pas encore aussi spectaculaire mais il devrait se dessiner progressivement.

Ce marché scruté depuis très longtemps et témoin des difficultés américaines est enfin en train d'évoluer. Cela ne veut pas dire qu'il retrouvera spontanément de la vigueur mais c'est là encore un signal encourageant.

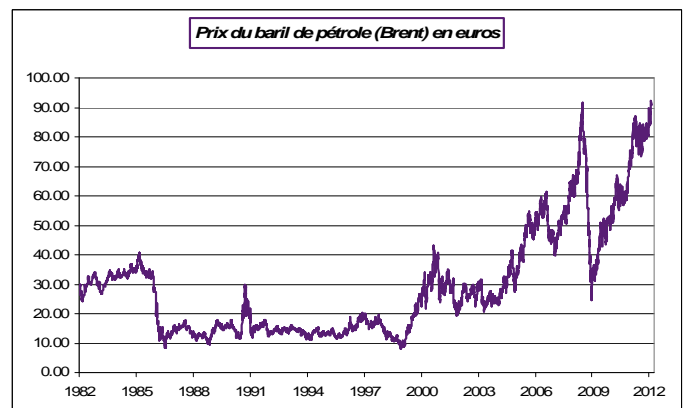
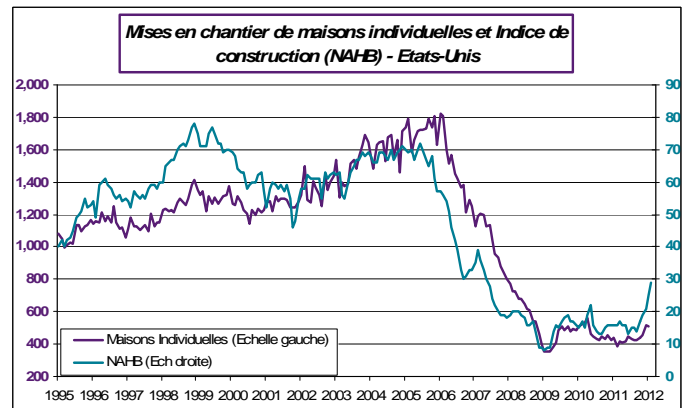
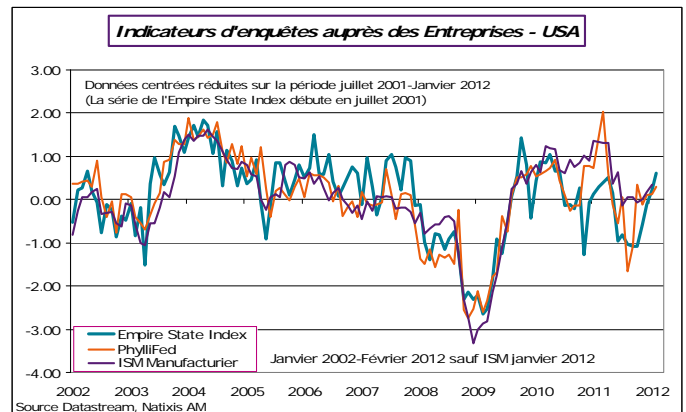
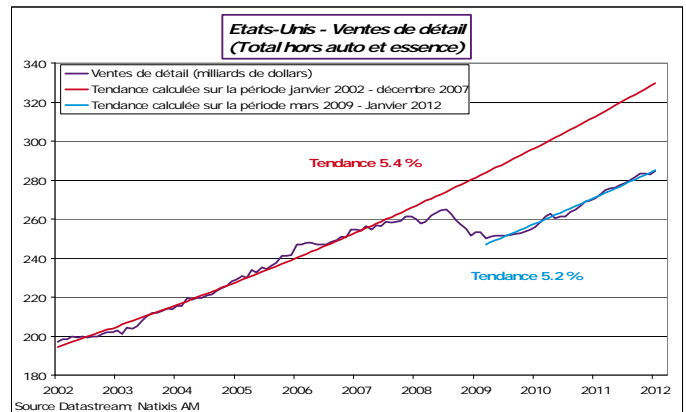
MATIERES PREMIERES

Le prix du pétrole u plus haut à la mi-février

Le graphique reprend l'évolution du prix du baril de Brent sur une longue période. On constate que dans le courant de la semaine dernière, le prix exprimé en euro était au plus haut. Le prix en dollar est à nouveau plus élevé au voisinage de 120 USD.

La raison majeure est une tension géopolitique au Moyen-Orient et les craintes d'une réduction de l'offre si les choses s'envenimaient.

Notre attention portera sur les conséquences de cette hausse du prix du baril. L'année dernière à la même époque la hausse du prix de l'or noir avait engendré des arbitrages de consommation de la part des consommateurs. C'était une composante majeure du repli de la consommation en T2 2011 aux USA et en zone Euro.



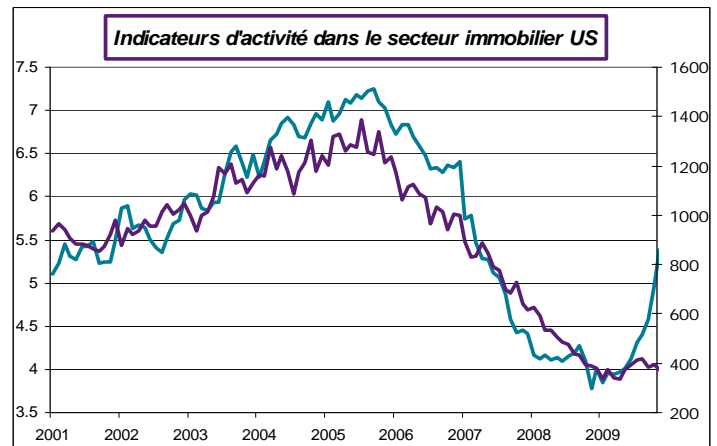
ANTICIPATIONS HEBDO

20 Février 2012

Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

- ▶ Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel
 - Ventes de maisons anciennes (janvier) le mercredi 22 février à 16h (décembre 4.61 m, consensus 4.65 m)
 - Ventes de maisons neuves de janvier – le vendredi 24 février à 14h30 (décembre 307 mille, consensus 315 mille)
- ▶ Publication de l'indice de confiance définitif de l'Université du Michigan (février) – le vendredi 24 février à 15h55. Le chiffre préliminaire était de 72.5 (janvier 75, consensus 72.5)

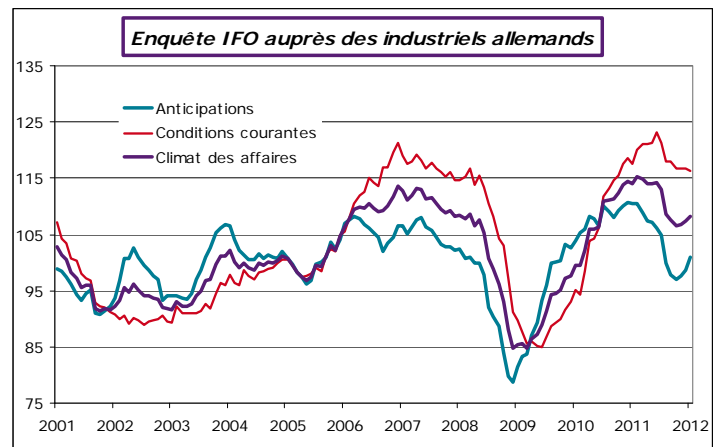


Zone Euro

- ▶ Publication de l'indice flash de l'enquête PMI-Markit (février) – le mardi 22 février à 10h (consensus 50.5 janvier 50.4 pour l'indice composite, consensus 50.6; janvier 50.4 pour l'indice des services, consensus 49.4; janvier 48.8 pour l'indice manufacturier). Seront publiées les estimations flashs relatives à l'Allemagne (9h30) et la France (9h).

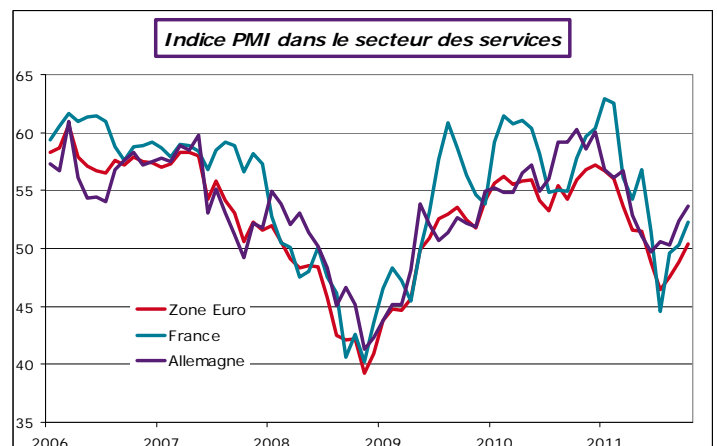
Allemagne

- ▶ Parution de l'Indice IFO (février), le jeudi 23 février à 10h (Climat des affaires janvier 108.3, consensus 108.5 ; Anticipations janvier 100.9, consensus 102; situation courante janvier 116.3, consensus 116.5)
- ▶ Publication des composantes du PIB du T4 2011, le vendredi 24 février à 8h



France

- ▶ Publication de l'enquête INSEE auprès des entreprises pour le mois de février, le lundi 20 février à 8h45 (janvier 91, consensus 92 sur le climat des affaires) [Publication 92]
- ▶ Parution de la confiance des ménages du mois de février, le vendredi 24 février à 8h45 (janvier 81, consensus 82)
- ▶ Parution de l'indice des prix à la consommation de février, le mercredi 22 février à 8h45 (janvier 2.5 % en glissement annuel, consensus 2.5 %).



Royaume-Uni

- ▶ Parution des Minutes de la BoE – le mercredi 22 février à 10h30.
- ▶ Parution de la deuxième estimation du PIB (T4 2011), le vendredi 24 février à 10h30 (1^{ère} estimation +0.5 % en variation trimestrielle, consensus +0.5 %)

Chine

- ▶ Publication de l'indice flash de l'enquête PMI de février (HSBC), la semaine du lundi 20 février (janvier 48.8)