



Les attentes de la semaine du 1^{er} au 7 Octobre

- La réunion de la BCE et celle de la Banque d'Angleterre. Pas de changements attendus (jeudi). On disposera aussi jeudi des minutes de la réunion de la Fed
- Les indicateurs d'enquêtes du type PMI et ISM pour jauger de la situation macroéconomique dans les diverses régions du monde (manufacturier et non manufacturier)
- L'emploi américain pour le mois de septembre. On sera attentif à la fois à l'emploi créé (avec cependant à l'esprit les révisions à la hausse apportées par le BLS) mais aussi à l'évolution du salaire de référence. Ce facteur a un impact majeur sur les revenus salariaux et donc sur la capacité de dépense des ménages (voir page 6)



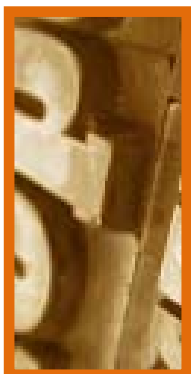
Les points majeurs à retenir du 24 au 30 Septembre

- Le taux d'inflation en zone Euro est ressorti à 2.7% en raison principalement de la hausse de la contribution du prix de l'énergie. Le prix du baril est en hausse nettement plus importante sur un an qu'à la fin du printemps
- L'indice IFO était en repli en Allemagne. Cela devrait progressivement avoir une incidence sur le marché du travail allemand.
- Le marché du travail en France a continué de se dégrader. La barre des 3 millions d'inscrits à Pole Emploi a été franchie en Août.
- Evolution modérée voire réduite des revenus et de la consommation aux Etats-Unis. Dans le même temps les commandes de biens d'équipement restent déprimées. Ces deux éléments ne sont pas positifs pour le profil du cycle économique des Etats-Unis.



La situation de l'économie française (pages 2 et 3)

- Pour le 3^{ème} trimestre consécutif le PIB, la mesure la plus large de l'activité, est resté stable en niveau. La dynamique de l'économie française est très réduite. Les ménages sont hésitants et les entreprises aussi. Cela peut refléter la stagnation du pouvoir d'achat depuis 2007 (voir page 2) ou/et la baisse du taux de marge des entreprises non financières (page 2)
- Cette situation ne permet pas d'imaginer un rebond spontané de la croissance française. D'autant que l'environnement économique de la France n'est pas porteur.
- Dès lors comment expliquer le rebond de la croissance prévue à 0.8% dans le projet de loi de finance pour 2013. Quels facteurs pourraient expliquer ce phénomène alors que la politique budgétaire devient franchement restrictive avec une baisse de 1.5 point du PIB du déficit public entre 2012 et 2013. Quelle est le scénario qui réconcilie avec les chiffres attendus ?
- En outre si les objectifs sont trop ambitieux, la capacité à séduire les investisseurs en raison du sérieux des mesures prises pourrait être mise à mal et finalement pénaliser la dette française



Les graphes dans le document (pages 6 à 8)

- Le taux d'inflation en zone Euro et ses composantes
- L'IFO allemand et la progression de l'emploi en Allemagne
- Les indices de confiance en Italie et leur niveau toujours très bas
- L'évolution des revenus des ménages américains
- La consommation et le pouvoir d'achat aux Etats-Unis
- Les commandes de biens d'équipement aux USA suggèrent un repli de l'investissement
- Le taux d'inflation japonais suggère que la déflation va continuer encore un moment
- Les indicateurs de l'enquête PMI en Chine sont toujours préoccupants.
- La situation en Corée du sud reste très préoccupante

LA SITUATION ECONOMIQUE EN FRANCE

La croissance française a été confirmée à 0% au 2^{ème} trimestre 2012 (-0.14% en taux annualisé). Sur un an sa progression est de 0.25 % et l'acquis pour 2012 à la fin du 2^{ème} trimestre est de 0.15%. Ce chiffre est à comparer avec la progression de 1.7% constatée en 2011.

On observe sur le 1^{er} graphique à droite que depuis un an, le niveau du PIB est étale. La reprise qui avait été constatée à partir du printemps 2009 s'est arrêtée. Le niveau du PIB retracé sur le graphe en violet s'écarte de façon significative de la tendance (ligne rouge) calculée sur la période d'avant crise.

Dans la décomposition et les explications de cette évolution de l'activité on note sur le trimestre la faible progression de la demande interne (contribution de 0.55 en taux annualisé), reposant sur les dépenses publiques et l'investissement des entreprises. En négatif, les ménages ont réduit leur consommation. Le commerce extérieur a eu une contribution négative (-1.8%) en raison de la hausse rapide des importations alors que les exportations peinaient à maintenir une allure positive.

La constitution de stocks a eu une contribution positive (1.1%)

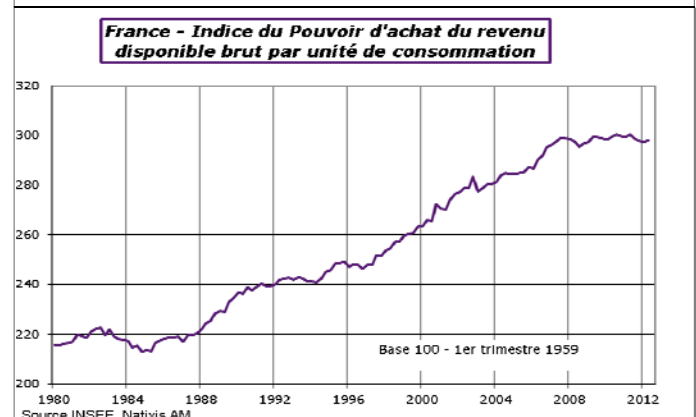
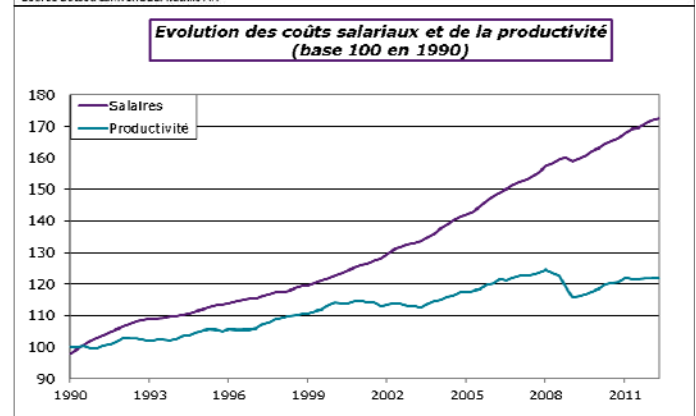
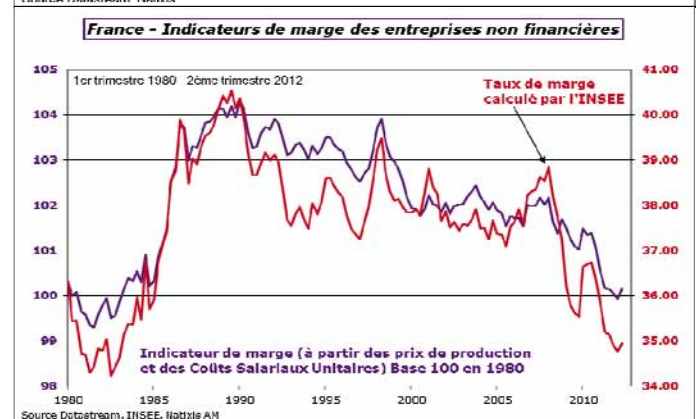
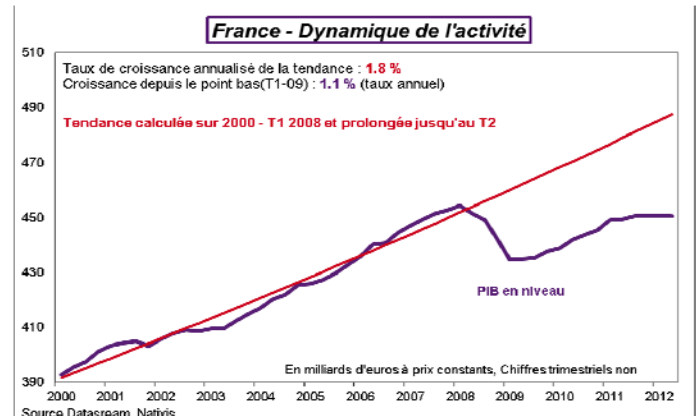
La seconde publication des comptes nationaux permet d'avoir le détail des comportements tant des entreprises que des ménages.

Sur le 2^{ème} graphique on dispose de l'évolution sur longue période du taux de marge des entreprises non financières. J'ai mis deux indicateurs. L'un est le taux de marge calculé par l'INSEE (RBE sur VA), l'autre est le différentiel entre l'évolution des prix de production et celle des coûts salariaux. Le parallèle entre les deux traduit un changement du poids des entreprises dans leur environnement. On observe la rupture du début des années 80. Ce retournement brutal s'est ensuite progressivement étioilé sous l'impulsion d'une hausse beaucoup plus rapide des coûts salariaux que de la productivité. C'est ce que montre le 3^{ème} graphe. Une conséquence immédiate est la hausse permanente des coûts salariaux unitaires. Cette situation a deux conséquences. La hausse limitée de la productivité s'est traduite par une baisse progressive des entreprises à imposer leurs conditions tarifaires (je reprends ici la deuxième courbe, violette, sur le deuxième graphe). Dans le même temps la hausse des coûts salariaux a de façon mécanique réduit les marges. La combinaison des deux reflète des entreprises de la plus petite à la plus grande qui subissent une dégradation. Le coup d'accélération à la baisse des marges reflète bien la rupture sur la productivité alors que les coûts salariaux continuaient de croître fortement.

Cette rupture n'a pas cependant profité aux consommateurs salariés car leur pouvoir d'achat a stagné depuis 2007. Cela s'observe très bien sur le dernier graphique de la colonne. La hausse des coûts salariaux ne s'est pas traduite par une progression similaire du pouvoir d'achat.

De plus dans l'environnement dégradé du marché du travail, les ménages ont eu tendance à accroître leur épargne. Le taux d'épargne était de 16.4 % au deuxième trimestre contre une moyenne un peu inférieure à 15.5 % depuis 1995. C'est un comportement habituel avec une baisse de l'épargne lorsque la situation s'améliore notamment sur le marché du travail et une hausse de celle-ci lorsque l'emploi devient plus précaire.

Ce qui est important ici est de percevoir des comportements contraints que ce soit du côté des entreprises (taux de marge très faible) ou des ménages (pas de hausse du pouvoir d'achat).



ANTICIPATIONS HEBDO

1^{er} Octobre 2012

Cette situation fragile se retrouve d'ailleurs dans le comportement de ce qu'indiquent les deux premiers graphiques de la colonne de droite.

Dans le premier graphique figurent les éléments de la demande interne. Celle-ci, en violet, est au même niveau qu'avant la crise de 2008. Ses composantes ont chacune une allure très différenciées. La consommation des ménages a peu progressé comme on le constate sur le graphe (1.44% par rapport à la moyenne du premier semestre 2008 à la fin du T2 2012). L'investissement a chuté de façon spectaculaire et n'a toujours pas en vue le niveau observé avant la crise. Ceci s'observe pour l'agrégat mais aussi pour les différentes composantes. L'investissement des entreprises non financières est ainsi, au 2^{ème} trimestre, 5.8 % en dessous de son niveau de 2008, l'investissement public à 6.5 % et l'investissement logement à 11.8%. On observe aussi que le seul vecteur de soutien de la demande interne sont les dépenses du gouvernement. La ligne verte progresse rapidement.

Le 2^{ème} graphique montre la contribution à la croissance des dépenses privées (consommation des ménages, investissement des entreprises et investissement logement). Depuis le début de l'année 2011 la contribution de cet agrégat est proche de 0%.

Quel scénario pour le projet de loi de finance 2013 ?

Le gouvernement prévoit 0.8% de croissance en 2013 après 0.3% en 2012 (voir le 3^{ème} graphe). La question est l'histoire qui doit être écrite pour valider ce chiffre. Les deux premiers graphes indiquent que la demande privée n'est pas sur une tendance très robuste. Spontanément sans changement positif de l'environnement il ne faut pas imaginer un retournement brutal à la hausse de ses composantes. Dès lors pour limiter le risque sur l'activité, les dépenses publiques peuvent et doivent continuer à avoir un rôle particulier (1^{er} graphe)

La crise que connaît la zone Euro n'est pas au départ une crise de la dette publique mais une situation où les agents privés ne veulent pas dépenser davantage parce que l'environnement est anxiogène. Les dépenses publiques ont dû prendre le relais pour limiter le risque sur le niveau de l'activité et de l'emploi. Cela se traduit par une accumulation de dette publique. Mais ce n'est pas parce qu'il y a de la dette publique que les pays européens sont en crise.

Dès lors tant que le secteur privé n'aura pas retrouvé une allure plus robuste, les dépenses publiques auront un rôle majeur dans la régulation conjoncturelle. Le premier graphique en témoigne.

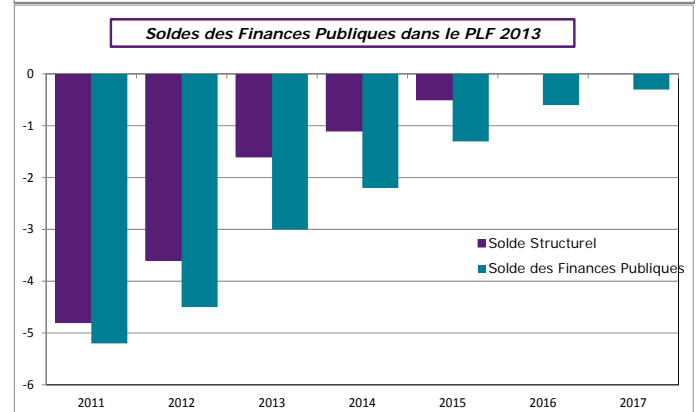
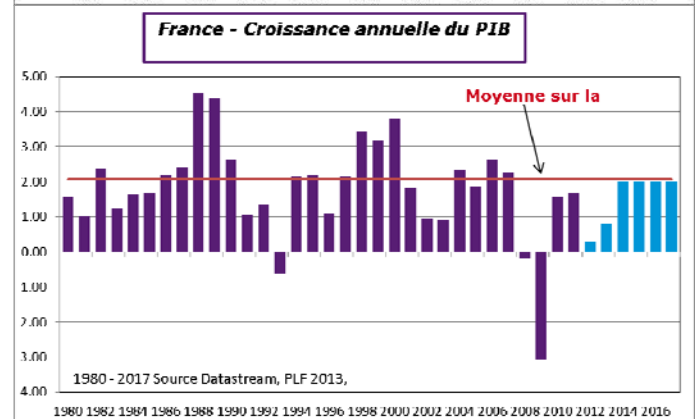
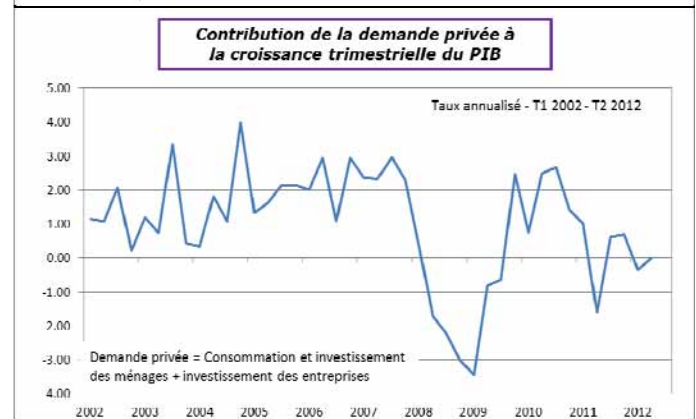
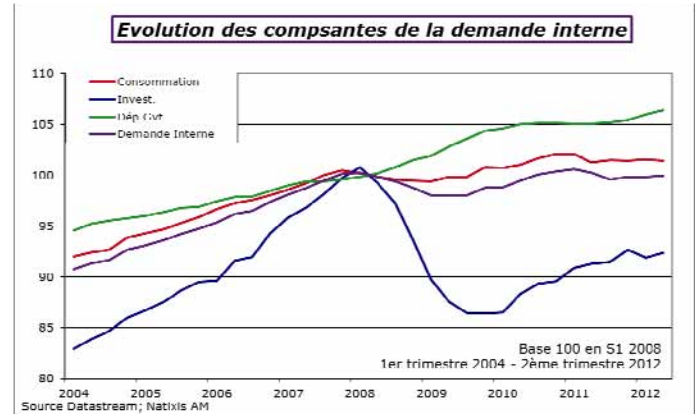
En d'autres termes, la question posée est simple avec le projet de loi de finance qui se traduira par une hausse de la fiscalité de 20 Mds : les ménages et les entreprises dépensent peu et les règles vont être modifiées avec cette hausse de la fiscalité. Cela ne sera pas neutre sur les comportements. Si dans le même temps les dépenses publiques sont réduites, la question posée est alors celle de savoir qui adressera la demande supplémentaire nécessaire pour atteindre les 0.8% attendues en 2013. Quelle histoire, quelle scénario est avancé pour caler ces chiffres de croissance ? Spontanément, ces ajustements et la réduction des dépenses de l'Etat devraient se traduire par une réduction de l'activité. On aura probablement un chiffre de croissance négatif (au voisinage de 0-)

Un autre point de préoccupation est la convergence rapide vers le niveau de croissance de 2%. Ce chiffre correspond à la moyenne de la croissance constatée avant la crise. Sur quelle hypothèse est faite cette convergence rapide ? La croissance potentielle est potentiellement plus fragile en raison de la faiblesse de l'investissement depuis le début de la crise. Si cette hypothèse devait être remise en cause alors le solde budgétaire structurel serait lui aussi remis en cause puisqu'il s'appuie sur ce chiffre de croissance fort. Là aussi quelle histoire est racontée pour expliquer cette convergence rapide.

Il reste beaucoup d'éléments à éclaircir, beaucoup d'histoires et de scénarii à raconter pour que ces chiffres deviennent convaincants.

Si l'objectif de croissance n'est pas atteint, l'objectif de déficit ne le sera pas non plus.

demande de ses deux acteurs majeurs de l'économie. C'est



ANTICIPATIONS HEBDO

1^{er} Octobre 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 28 SEPTEMBRE 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	28/09/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3354.82	2822.25	3594.83	12.50	6.17	-4.98			
DAX	5898.35	7216.15	5216.71	7451.62	31.15	22.34	-3.16			
EuroStoxx	2316.55	2454.26	2068.66	2608.42	12.60	5.95	-4.77			
FTSE	5572.28	5742.07	4944.44	5965.58	11.96	3.05	-1.89	21.04	8.04	-1.59
SNP 500	1257.60	1440.67	1099.23	1465.77	27.33	14.56	-1.33	32.79	15.59	-0.38
Nasdaq	2605.15	3116.23	2335.83	3183.95	29.02	19.62	-2.00	34.55	20.70	-1.06
Nikkei 225	8455.35	8870.16	8160.01	10255.15	1.95	4.91	-2.63	5.34	4.68	-1.24
MSCI Emerging	916.39	1002.66	831.22	1079.94	13.88	9.41	-0.39	18.76	10.40	0.57
MSCI World USD	1182.60	1311.50	1074.50	1347.61	18.79	10.90	-1.98	23.88	11.90	-1.04

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 28 SEPTEMBRE 2012

	Taux d'intérêt au 28 Septembre 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	0.359	0.23	1.65	-0.01	-0.04	-0.12	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	0.75	0.22	0.012	1.325	-0.01	-0.01	-0.16	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.6	0.206	1.536	-0.05	0.00	-0.12	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.328	0.095	0.747	0.00	-0.01	-0.03	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (28/09/12)	2 ans (28/09/12)	10 ans (28/09/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		0.14 (0.14) [§]	0.22 (0.25) [§]	0.32 (0.29) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.38 (0.42) [§]	0.19 (0.18) [§]	0.21 (0.18) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

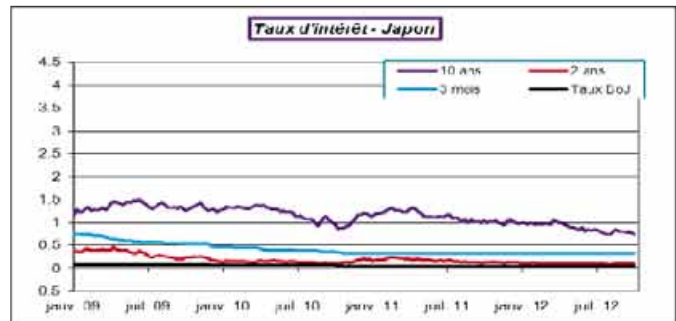
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 28 SEPTEMBRE 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	28/09/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.287	-0.95	-0.90	-4.11	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	100.090	-1.41	0.21	-3.22	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.798	-0.08	-4.46	-7.92	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	77.600	-0.97	-0.18	1.24	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.615	-0.66	3.91	3.66	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.285	-0.33	-0.15	-1.53	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	112.56	0.73	3.95	5.97
	Euro	83.41	87.49	1.70	4.89	10.51
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1774.45	0.13	12.69	9.68
	Euro	1212.94	1379.27	1.10	13.71	14.38

ANTICIPATIONS HEBDO

1^{er} Octobre 2012

Indicateurs Financiers au 28 Septembre 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Taux d'inflation au mois de Septembre

Le taux d'inflation s'est inscrit à 2.7% au mois de septembre après 2.6 % en août. L'estimation flash apporte depuis cette publication davantage de détail que par le passé. Comme l'indique le graphe sur la droite, on dispose désormais d'une décomposition en 4 composantes. Les deux liées aux prix des matières premières (énergie, alimentation et boisson) mais aussi le prix des biens hors énergie et le prix des services. L'énergie a toujours la contribution la plus marquée et en août et septembre c'est ce facteur qui a eu une incidence forte sur la remontée du taux d'inflation. Le prix des services a eu une contribution un peu plus marquée avec la rentrée et une hausse de la TVA en Espagne. Les prix alimentaires ont une contribution stable depuis plus d'un an entre 0.5% et 0.65%. La contribution du prix des biens s'est infléchie.

Sur le mois la hausse mensuelle de l'indice des prix est de 0.8% avec un effet fort sur les biens (effet de sortie des soldes)

ECONOMIE ALLEMANDE

Indice IFO en Septembre et Emploi en Aout

Le graphique montre la façon dont l'économie allemande s'ajuste. L'indice IFO chute de façon spectaculaire depuis le mois d'Avril 2012. Cela traduit principalement une dégradation des anticipations notamment dans le secteur manufacturier et dans celui de la construction. On note également que les conditions courantes de l'activité continuent de se dégrader. Dans le même temps, comme l'indique le graphe, l'emploi s'ajuste progressivement. Il y a des délais, le mouvement est moins spectaculaire que sur l'IFO mais il y a quand même un véritable ajustement.

L'environnement international est moins porteur, cela pénalise l'IFO l'activité et donc l'emploi. La demande interne peu dynamique en Allemagne va être pénalisée. Il faudra probablement une action du gouvernement allemand pour prendre en charge cette dégradation du marché du travail (prise en charge du chômage partiel comme en 2008/2009 ?)

ECONOMIE ITALIENNE

Enquêtes auprès des acteurs de l'économie

Les données d'enquête au mois de septembre restent sur un niveau dramatiquement bas. L'indicateur des consommateurs en violet reste très proche de son plus bas historique (touché en juin). Les indices relatifs aux entreprises sont aussi particulièrement déprimés. L'indice publié depuis peu et prenant en compte l'ensemble des entreprises (manufacturier et service) s'effondre traduisant une inquiétude majeure des chefs d'entreprise.

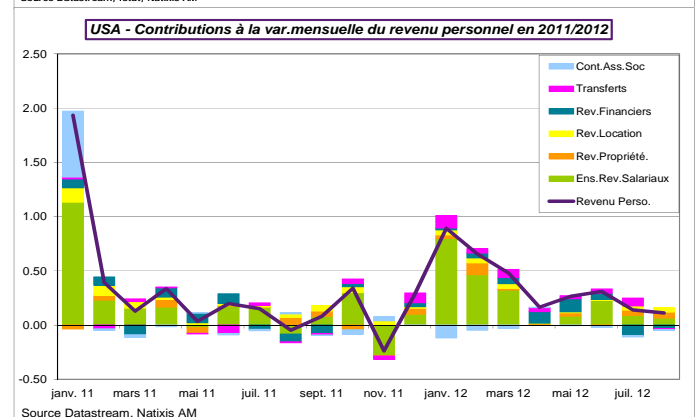
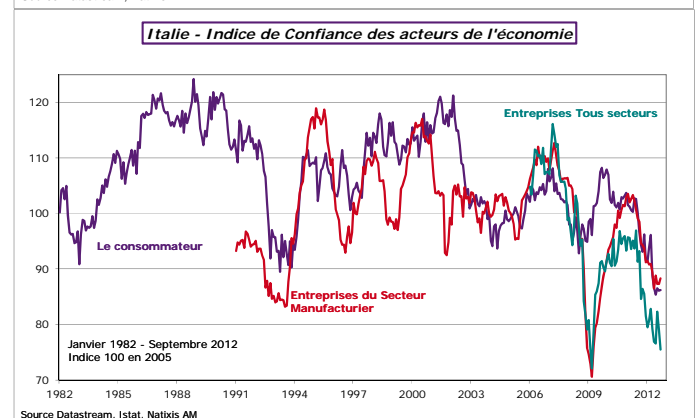
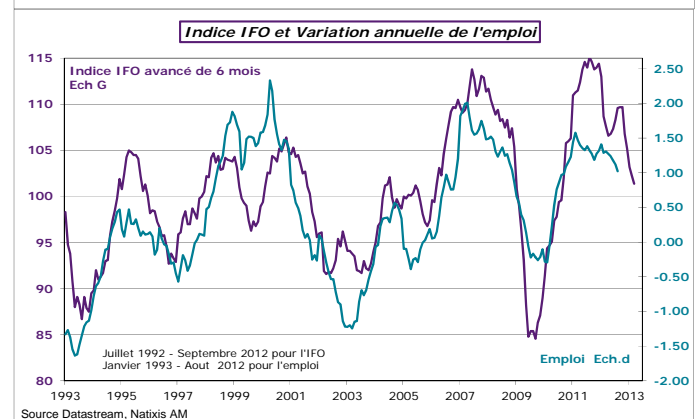
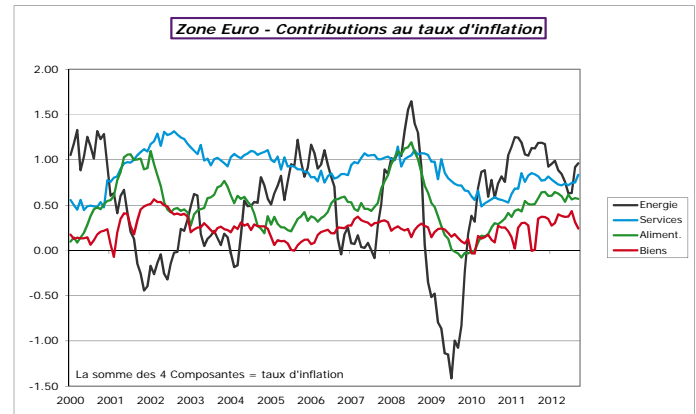
Cette perception de leur propre situation ne permet pas d'imaginer que les italiens mettent une confiance aveugle dans l'orientation de politique économique menée par Mario Monti. Pour la 3^{ème} économie de la zone Euro l'absence de soutien populaire est très préoccupante

ECONOMIE AMERICAINE

Evolution des revenus en Août

Le 4^{ème} graphe ci-contre retrace l'allure des revenus des ménages américains mois après mois avec les contributions de chacune des composantes. En Août, le revenu des ménages en dollars courants augmentait de 0.1% soit sa plus faible progression pour 2012.

La dynamique des revenus du travail reste très médiocre et ne permet pas d'améliorer la perception que les américains ont de l'économie. Même s'ils progressent les indices Conference Board et Université du Michigan restent à des niveaux historiquement bas. Cet environnement des ménages n'est pas particulièrement positif pour l'évolution des dépenses des ménages, la dynamique de l'emprunt n'ayant pas vraiment repris.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Consommation et Revenu réel en Août

Le graphique ci-contre reprend l'évolution sur 3 mois de la consommation et du pouvoir d'achat du revenu des ménages américains.

Le premier constat est le net ralentissement dans l'évolution des revenus des ménages. D'un rythme de 4% au printemps il est revenu à 2% (taux annualisé). Dans le profil des revenus, l'effet lié aux accélérations et ralentissements de l'inflation est très perceptible. La baisse de l'inflation provoque une hausse du revenu réel.

La consommation des ménages est sur une tendance plutôt déclinante. La progression des 3 derniers mois n'est que de 1% en rythme annualisé. L'acquis pour le 3^{ème} trimestre à la fin du mois d'août est de 1.48% (taux annualisé). Ce chiffre est à comparer au chiffre de 1.5% observé au 2^{ème} trimestre. Les dépenses des ménages ne seront probablement pas un support fort à la croissance américaine du 3^{ème} trimestre.

Commandes de Biens d'Équipement

En dépit d'un léger rebond au mois d'août, l'indicateur des commandes de biens d'équipement reste très déprimé comme le suggère le graphe ci-contre. L'indicateur des commandes continue de reculer rapidement (rythme de -20% de l'acquis à fin août pour la croissance des commandes du 3^{ème} trimestre en taux annualisé)

La cohérence avec l'évolution de l'investissement productif des entreprises est marquée. Le repli des commandes de biens d'équipement suggère un véritable changement d'attitude des entreprises et une inquiétude sur l'évolution de la conjoncture à laquelle elles sont confrontées.

Le profil de l'investissement productif des entreprises conditionne celui du PIB. En conséquence, la trajectoire suivie par les commandes de biens est particulièrement préoccupante car elle indique une croissance qui se réduit avant la fin de l'année 2012.

ECONOMIE JAPONAISE

Evolution de l'inflation en Août

L'indice des prix au Japon a reculé de -0.5% en Août. L'économie japonaise est toujours en déflation. L'indice sous-jacent recule de -0.6% en Août. Le graphique ci-contre montre que toutes les composantes à l'exception du fuel domestique ont une contribution négative ou nulle. Les pressions baissières ne se réduisent pas et même l'indice des prix alimentaire a une contribution qui se replie rapidement.

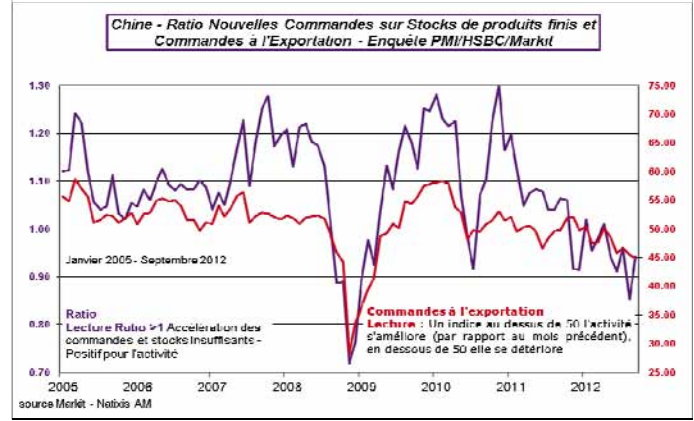
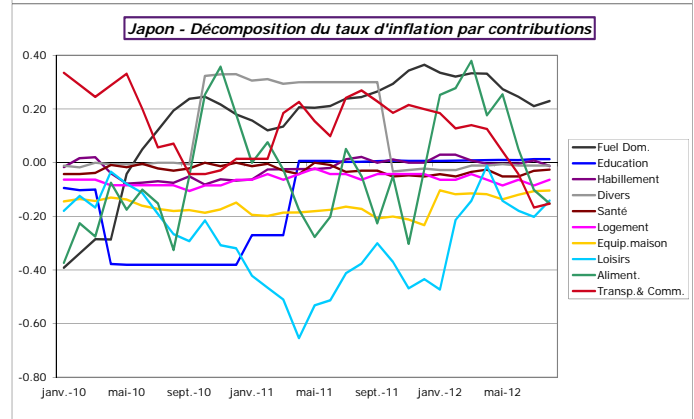
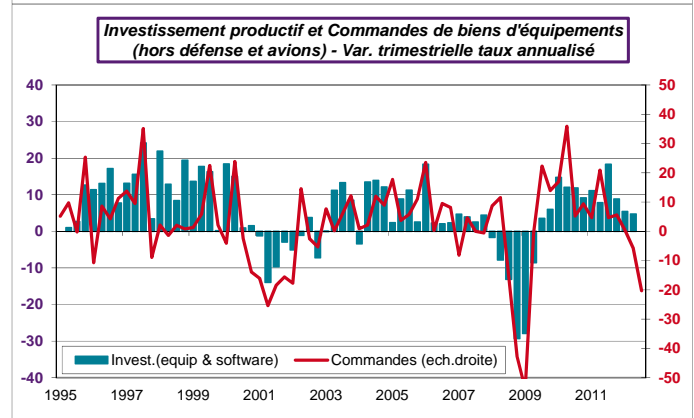
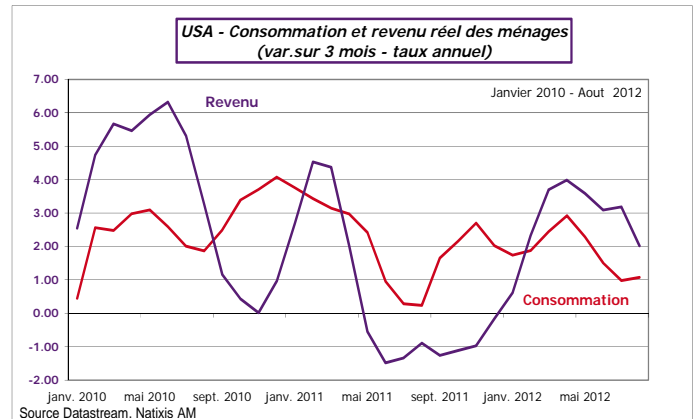
Les anticipations de stabilisation du taux d'inflation au Japon me paraissent excessive en raison de l'absence de tensions intrinsèques au cœur de l'économie nipponne mais aussi parce que la demande globale ne va pas s'emballer et ne créera pas de pressions particulières. Le risque majeur et important reste celui de l'énergie

ECONOMIE CHINOISE

Enquête PMI/Markit/HSBC pour le mois de Septembre

L'indice du secteur manufacturier pour l'économie chinoise est resté bas en septembre à 47.9 contre 47.6 en août. L'activité continue de se contracter rapidement. Sur le trimestre la moyenne est à 48.3 contre 48.6 au printemps. La dynamique des nouvelles commandes reste préoccupante comme le suggère le graphe. Le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks corrige le point bas d'août mais ne suggère pas une accélération rapide de la production puisque les stocks sont importants relativement aux commandes. Les nouvelles commandes à l'exportation sont aussi sur un niveau très bas.

L'activité en Chine reste morose et n'est pas susceptible d'être une source de reprise rapide du commerce mondial. C'est cet aspect qui est préoccupant.



GRAPHIQUES D'ILLUSTRATION

ECONOMIE COREENNE

Production industrielle

La production industrielle s'est encore contractée en août de -0.7% GM (vs -2%), soit -3.2% en rythme trimestriel annualisé. Le ratio stocks/livraison a sensiblement augmenté à 1.17, lié à la contraction des livraisons sur le mois à -3% et une hausse sensible des stocks de +4%.

L'activité économique ralentit rapidement en Corée en raison de la faiblesse de la demande globale, notamment celle de la zone Euro, qui pénalise les exportations.

La BOK avait gardé ses taux inchangés à 3% en septembre, malgré la détérioration des perspectives économiques.

Ce mauvais chiffre devrait lui faire changer d'avis, d'autant que les perspectives économiques mondiales restent très incertaines...

