

ANTICIPATIONS HEBDO

21 Novembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 21 au 28 Novembre

- Les résultats du super comité budgétaire mis en place aux USA après les négociations sur le plafond de la dette en août dernier. La négociation doit permettre de choisir les dépenses à réduire. S'il n'y a pas d'accord, comme cela est probable, il y aura des coupes budgétaires uniformes de 1500 Mds sur 10 ans. Cela signerait aussi sûrement la fin du plan de l'emploi présenté par Obama récemment. Cela serait négatif pour l'économie en 2012.
- Enquêtes PMI/Markit, IFO et INSEE au cours de la semaine afin de disposer d'un panorama conjoncturel complet.
- Minutes de la Fed et de la BoE



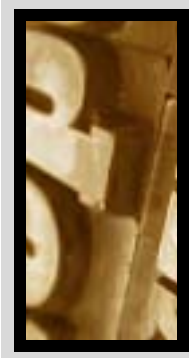
Les points majeurs à retenir sur la semaine 14u 20 novembre

- Rebond de la croissance au 3^{ème} trimestre en Allemagne et en France. Ce mouvement est principalement lié à la hausse de la consommation alors que les dépenses d'investissement ont légèrement reculé en France.
- Pour la zone Euro, le rythme de croissance du PIB a été proche de celui du 2^{ème} trimestre. On notera la stabilité de l'activité en Espagne et le repli de la croissance en Hollande.
- Meilleure orientation des indicateurs d'enquête aux USA (Empire State Index et indice de la Fed de Philadelphie)



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Tensions toujours fortes en zone euro et accentuation des tensions sur les spreads avec l'Allemagne. Cela traduit bien un changement dans le rapport de force au sein de la zone euro entre l'Allemagne et les autres pays.
- La Banque d'Angleterre devrait mettre en place une stratégie de Quantitative Easing plus ambitieuse que les 75 Mds de sterling annoncés en septembre. Le programme semble déjà calibré pour au moins 100 Mds de plus. L'inquiétude pour la BoE est de louper la cible d'inflation en passant largement sous la borne inférieure admise de 1%



Les thèmes abordés dans le document

- La dynamique nouvelle au sein de la zone Euro entre les souhaits de l'Allemagne sur le modèle européen et les attentes d'une intervention plus lisible de la BCE.
- En attendant que les négociations aboutissent, les tensions restent fortes et pénalisent potentiellement la dynamique de la zone Euro.

ANTICIPATIONS HEBDO

21 Novembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 14 AU 20 NOVEMBRE 2011

- ▶ La croissance de la zone Euro a été de 0.6 % en taux annualisé au 3^{ème} trimestre après déjà 0.6 % au 2^{ème}. Sur un an l'activité augmente de 1.4 % et l'acquis pour 2011 à la fin du 3^{ème} trimestre est de 1.6%. on ne dispose pas encore du détail.
- ▶ En Allemagne la croissance a été de 2% en taux annualisé en T3 après 1.1 % en T2. Sur un an l'activité est en progression de 2.6 % et l'acquis pour 2011 est de 3.1%. Selon Destatis, le rebond de la croissance est imputable à la hausse de la consommation. Le commerce extérieur a eu une contribution nulle au 3^{ème} trimestre (on ne dispose cependant pas encore des données chiffrées mais juste du commentaire de Destatis).
- ▶ Fragilité conjoncturelle en Allemagne avec le nouveau repli (le 9^{ème} consécutif) de l'indice ZEW. La situation se complique car le niveau de la composante anticipation se compare à ceux constatés lors des récessions précédentes de 1993 et 2008.
- ▶ Parmi les publications sur la croissance du 3^{ème} trimestre en zone Euro on notera notamment la stabilité de l'activité en Espagne au T3 et le repli de -1.1 % au Pays Bas. On ne dispose pas encore du chiffre italien.
- ▶ En France la croissance du 3^{ème} trimestre a été de 1.6 % en taux annualisé après un léger repli de -0.25% en T2 (0.4% et -0.1% en taux non annualisé respectivement). Sur un an l'activité augmente de 1.6 % et l'acquis pour 2011 à la fin du T3 est de 1.7%.
- ▶ L'amélioration de la croissance vient principalement de la consommation et de l'investissement logement. Cela correspondait à un rebond après un mauvais T2. Le mouvement n'est pas spectaculaire sur la consommation puisque les dépenses d'énergie expliquent les 2/3 de la hausse. On notera aussi que l'investissement des entreprises a baissé au T3 et que l'emploi a quasiment stagné. Cela reflète des anticipations inquiètes sur la situation à venir.
- ▶ Bonne tenue des premières enquêtes américaines sur le mois de novembre. L'empire State Index de la Fed de New York et l'indice de la Fed de Philadelphie indiquent que le risque de rupture à court terme sur l'économie américaine est réduit.
- ▶ Sur un autre plan, la hausse des indices de production industrielle et de taux d'Utilisation des Capacités de production aux USA se reflètent dans une progression des capacités de production. C'est un signal plutôt favorable sur le secteur manufacturier. L'industrie se redonne des capacités supplémentaires. C'est un signal en opposition à celui observé en zone Euro.
- ▶ Les ventes de détail ont progressé de 0.5 % en octobre après 1.1 % en septembre. Sur 3 mois la progression est de 6.5 % en taux annualisé. Hors éléments volatils les ventes sont en hausse de 0.7 % sur le mois après déjà 0.5 % en septembre. Il y a une composante-prix non négligeable mais ce qui importe ici est que cela ne traduit pas une rupture.
- ▶ Rebond des ventes de détail en Angleterre pour le 2^{ème} mois consécutif en octobre. Cependant, le marché du travail reste toujours très mal orienté. Le taux de chômage des personnes indemnisés est en hausse significative et le nombre d'emplois continue de se réduire. (-196 000 en septembre par rapport à juin soit -0.7 %)

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 14 AU 20 NOVEMBRE 2011

- ▶ (Texte publié le 21 novembre dans Option Fiance) La zone euro est entrée dans une dynamique nouvelle avec l'écartement de tous les taux d'intérêt obligataires de la zone vis à vis des taux allemands. Le point radicalement nouveau est que c'est l'Allemagne qui fait cavalier seul.

Ce changement de repère traduit de façon directe une modification a priori durable dans les rapports entre les Etats de la zone Euro. Les orientations prises en compte sont celles décidées à Berlin. Les autres pays de la zone Euro ne partagent plus le leadership avec l'Allemagne, y compris la France. En tout cas c'est la perception qu'en ont les investisseurs et qui reflète la probable perte du AAA français. Ainsi des négociations sur la zone Euro est sortie une hiérarchie nouvelle qui ne repose plus sur le couple franco-allemand.

Les écartements de taux entre pays de la zone Euro traduisent aussi l'interrogation des investisseurs sur le mode d'ajustement de la zone. Angela Merkel a parlé de changement dans les traités avec une plus grande coordination des politiques économiques. Cela prend cependant du temps et l'issue en est incertaine. En outre, on ne peut exclure qu'en raison de la durée du processus, le périmètre de la zone Euro ait évolué. Cette orientation laisse encore beaucoup d'incertitude à moyen terme. Sur un autre plan, les tensions constatées sur les taux d'intérêt risquent de transformer une problématique de liquidité en une problématique de solvabilité pour de nombreux pays de la zone. D'où l'appel à la BCE comme prêteur en dernier ressort pour tenter de réduire les tensions. Les deux approches, BCE d'abord puis changement des traités, ne sont pas forcément incompatibles parce qu'elles n'ont pas le même horizon de temps.

Cependant, les incertitudes qui règnent aujourd'hui sur la zone Euro se traduisent par une récession qui aura des conséquences fortes et durables sur l'activité et l'emploi. Il est temps de trouver un mode d'intervention qui mette la croissance au cœur du débat, la BCE peut avoir ce rôle en attendant que les traités puissent évoluer.

- ▶ Le rapport sur l'inflation de la Banque d'Angleterre suggère que la stratégie de QE de 75 Mds de sterling sera insuffisante pour éviter un risque de repli trop marqué du taux d'inflation. La première estimation est qu'il faudra au moins 100 Mds de plus. Cela pourrait n'être pas encore suffisant.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 14 AU 20 NOVEMBRE 2011

Les investisseurs s'impatientent sur une possible intervention de la BCE dans le rachat massif de la dette souveraine européenne afin de calmer les tensions sur les marchés financiers.

- ▶ Les marchés actions ont baissé, l'indice MSCI EM a perdu -4%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a perdu - 0.8%. Le spread s'est élargi à 415 pb (+12 pb).
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements ont été pénalisées par le retour de l'aversion au risque face au billet vert : real brésilien - 2.47 %, rand sud africain -4% et Livre turque -3.5%.
- ▶ S&P a relevé d'un cran les notations souveraines du Brésil, à BBB pour la dette externe et A- pour la dette locale, saluant les résultats budgétaires meilleurs qu'attendus.
- ▶ Au Mexique, la production industrielle a bondi en septembre à +1.8% GM cvs (vs -1.33%), soit 3.6% GA (vs 3.4%), liée au rebond de la construction.

ANTICIPATIONS HEBDO

21 Novembre 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 18 NOVEMBRE 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	18/11/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	2997.01	2781.68	4157.14	-22.36	-21.23	-4.84			
DAX	6914.19	5800.24	5072.33	7527.64	-15.25	-16.11	-4.24			
EuroStoxx	2792.82	2236.68	1995.01	3068.00	-21.40	-19.91	-3.79			
FTSE	5899.94	5362.94	4944.44	6091.33	-6.45	-9.10	-3.29	-6.46	-9.06	-3.54
SNP 500	1257.64	1215.65	1099.23	1363.61	1.33	-3.34	-3.81	2.36	-4.11	-2.30
Nasdaq	2652.87	2572.50	2335.83	2873.54	2.16	-3.03	-3.97	3.20	-3.80	-2.46
Nikkei 225	10228.92	8374.91	8374.13	10857.53	-16.44	-18.13	-1.64	-8.38	-14.34	0.13
MSCI Emerging USD	1151.39	934.08	831.22	1206.49	-16.00	-18.87	-3.82	-15.14	-19.52	-2.31
MSCI World USD	1280.07	1157.50	1074.50	1391.86	-6.30	-9.58	-3.98	-5.34	-10.30	-2.47

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 18 NOVEMBRE 2011

	Taux d'intérêt au 18 Novembre 2011							Taux de référence 31 Décembre 2010			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
USA	0 - 0.25	0.488	0.29	2.01	0.031	0.050	-0.030	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1.25	1.465	0.413	1.941	0.003	0.031	0.108	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	1.03	0.591	2.256	0.200	-0.026	-0.035	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.336	0.119	0.944	0.000	-0.011	-0.025	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (18/11/11)	2 ans (18/11/11)	10 ans (18/11/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.98 (-1.00) [§]	-0.12 (-0.14) [§]	0.07 (0.21) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.43 (-0.63) [§]	0.18 (0.24) [§]	0.31 (0.46) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

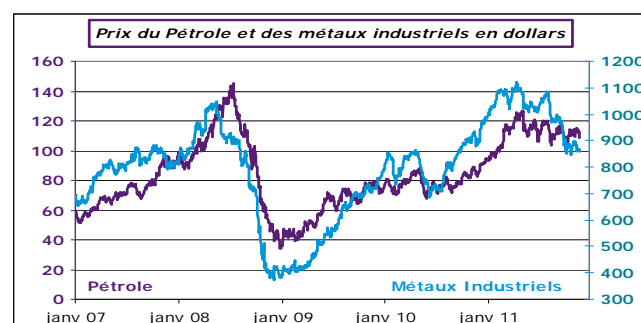
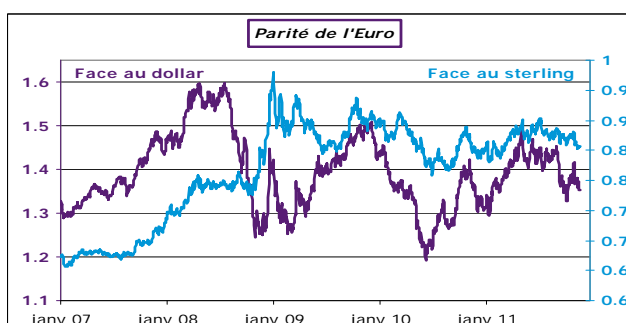
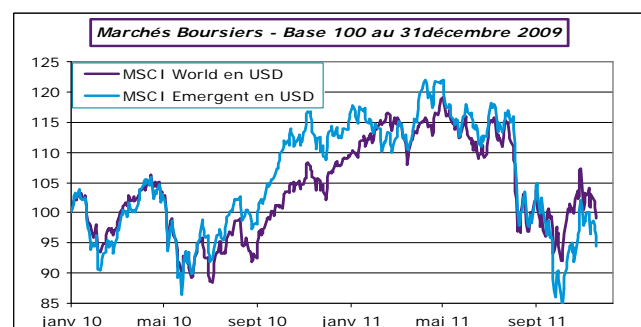
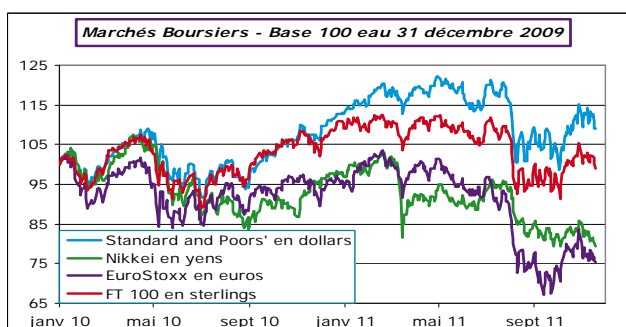
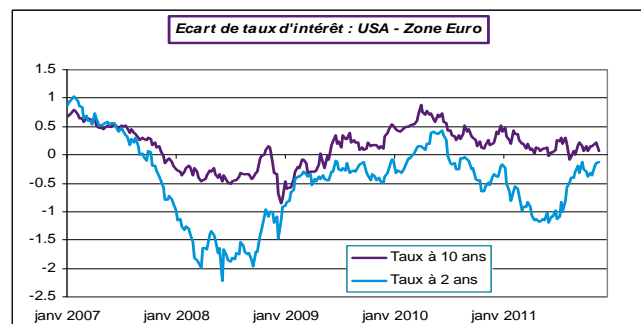
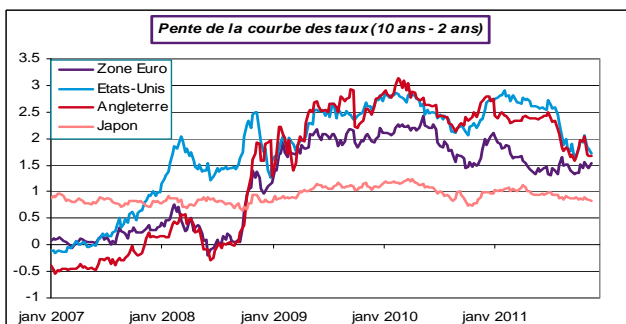
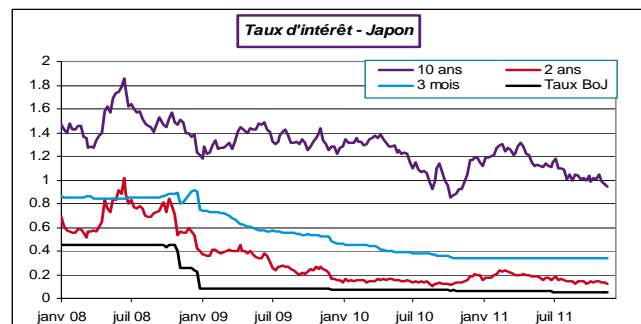
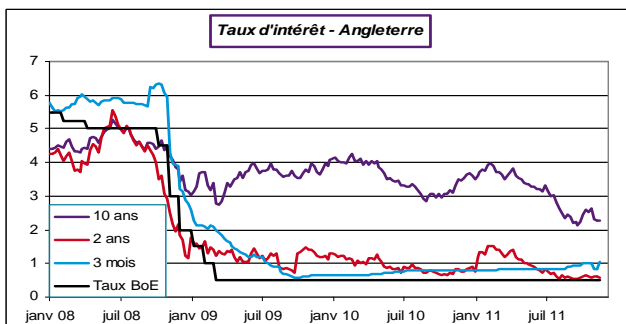
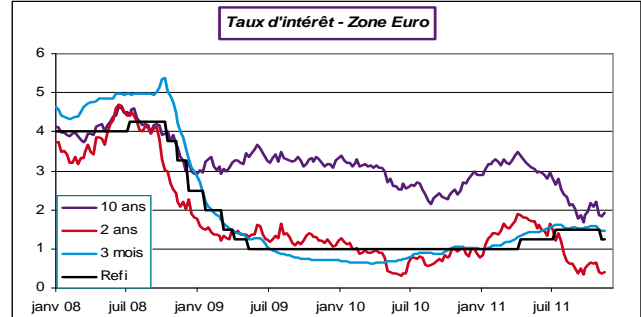
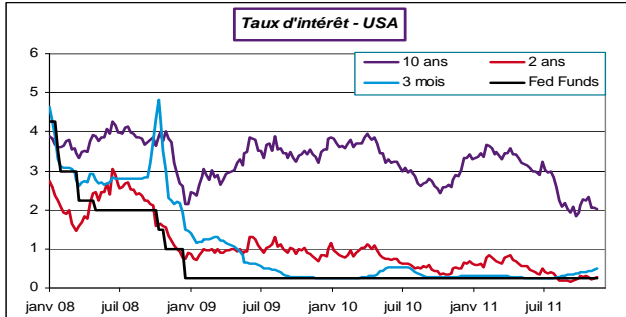
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 18 NOVEMBRE 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	18/11/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.352	-1.54	0.80	-1.01	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	103.992	-1.76	-4.42	-8.79	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.858	0.15	-0.31	0.33	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	77.030	-0.72	-5.47	-7.91	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.579	-1.80	0.85	-1.02	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.357	0.23	-3.55	-4.27	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	108.8	-4.98	17.23	29.80
	Euro	69.18	80.46	-3.48	16.30	31.13
Prix de l'Once d'or	Dollar	1417.63	1724.4	-2.89	21.64	27.76
	Euro	1056.73	1275.17	-1.36	20.67	29.07

ANTICIPATIONS HEBDO

21 Novembre 2011

Indicateurs Financiers au 18 Novembre 2011



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Premières enquêtes sur le mois de novembre

Les deux premières enquêtes du mois de novembre aux Etats-Unis suggèrent que l'activité ne montre pas de rupture. Les indices sont encore bas mais retrouvent une allure plus rassurante.

Dans l'enquête Empire State de la région de New-York, c'est la production qui s'améliore et tire l'indice à la hausse par rapport au chiffre d'octobre. Les autres composantes stagnent.

Dans l'enquête de la Fed de Philadelphie l'indice synthétique se replie très légèrement par rapport à son niveau d'octobre. Les composantes ne montrent pas une dynamique très différente de celle du mois précédent.

Ce qui importe ici est qu'il n'y ait pas de rupture. A priori l'indice ISM du secteur manufacturier devrait rester autour de 50+ et ne pas donner de signaux indiquant que l'activité pourrait s'infléchir rapidement et durablement. A court terme c'est important.

Ventes de détail du mois d'octobre

Les ventes de détail progressent à un rythme stable si l'on suit le graphique présenté à droite. Après la rupture de l'automne 2008, les ventes de détail hors les éléments volatils progressent au rythme de 5% l'an. On constate effectivement sur le graphique que la tendance calculée (en rouge) suit de façon précise la courbe des ventes de détail. Ces données sont en valeur prenant en compte l'évolution des prix. C'est un facteur important du caractère stable de la dynamique observée.

On ne dispose pas encore des chiffres en volume du mois de novembre mais en raison d'un taux d'inflation qui s'est infléchi en octobre aux Etats-Unis, le profil en volume (celui qui compte pour les calculs de croissance) est sûrement mieux orienté qu'au cours de l'été.

ECONOMIE ANGLAISE

Ventes de détail du mois d'octobre

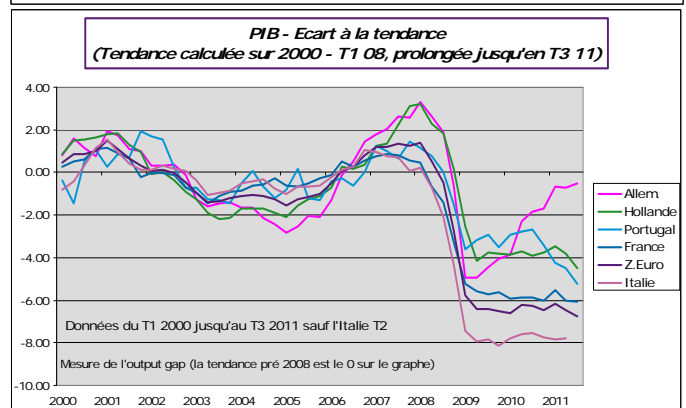
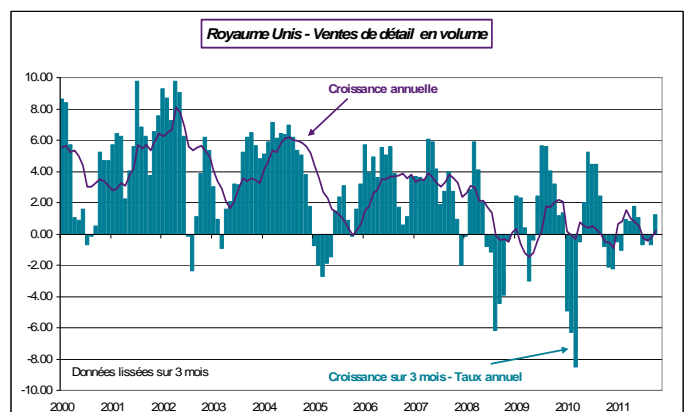
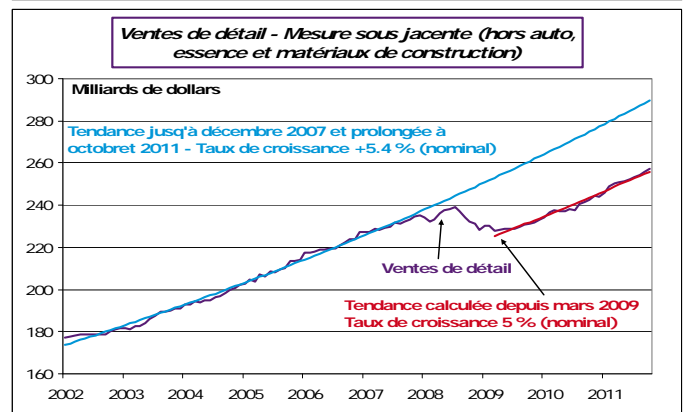
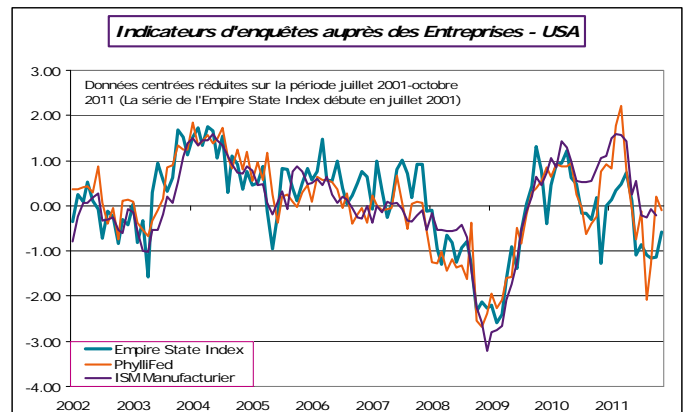
Les ventes de détail ont progressé de 0.6 % en octobre après déjà 0.5 % en septembre. Cette accélération sur les deux mois de la rentrée s'observe sur le graphique ci contre. Cependant, pour l'instant, l'évolution sur un an est très limitée. D'une manière générale on constate sur le graphique que la progression des ventes de détail est réduite depuis le début de l'année 2009. Plus le temps passe et plus le mouvement s'amortit. (très visible dans la trajectoire de la variation sur un an) On ne peut pas conclure à la lecture de ces données que la situation anglaise s'améliore rapidement. Les données sur l'emploi et les revenus ne permettent pas spontanément d'imaginer une amélioration dans la durée de cet indicateur.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Chiffres de la croissance du 3^{ème} trimestre

Le graphique ci contre présente l'évolution du PIB en écart à la tendance calculée sur la période 2000-T1 2008 et prolongée jusqu'au 3^{ème} trimestre 2011.

On constate qu'aucun pays, même l'Allemagne n'est revenu sur une dynamique suffisamment robuste pour aller au-delà de sa tendance du cycle précédent. On note aussi que sur les derniers chiffres pour le Portugal, la Hollande ou encore la zone Euro il y a un écartement par rapport à la tendance. Ces zones ne peuvent maintenir un rythme de croissance équivalent à celui qui était observé avant la récession. Cela reflète la fragilité du cycle conjoncturel actuel (je n'ai pas fait figurer les pays pour lesquels l'écart était trop fort comme l'Espagne)



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE ZONE EURO

Détail du taux d'inflation du mois d'octobre

Le graphe ci contre montre les contributions des différents postes de l'indice des prix de la zone Euro. On observe l'impact fort des composantes liées à l'énergie avec les postes du transport et de la maison. On note aussi la hausse significative de la composante alimentaire. Jusque là rien de très nouveau.

Ce qui est intéressant est le mouvement constaté sur le secteur des prix de l'habillement. Le mouvement saccadé qui correspond à la période des soldes imprime un mouvement identique à l'indice sous jacent. La hausse récente de l'indice sous jacent ne traduit pas des pressions particulières sur les prix ou sur les salaires mais principalement un dysfonctionnement dans le secteur de l'habillement. Cela est plutôt rassurant de bien identifier les raisons de ce mouvement incongru constaté sur l'indice sous jacent.

ECONOMIE ALLEMANDE

Indice ZEW pour le mois de novembre

L'indice synthétique faisant la moyenne des deux composantes de l'enquête ZEW chute encore au mois de novembre. C'est son 9^{ème} mois consécutif de repli. Il était à 50.45 en février, il n'est plus qu'à -10.5 en novembre.

On relève sur le graphique que les deux composantes sont en repli. Cependant, l'indice de "situation courante" reste plutôt élevé même s'il chute rapidement alors que l'indice des anticipations chute à un niveau comparable à celui constaté lors de la récession de 1993 et celle de 2008. L'alerte est donc forte sur la dynamique de l'économie allemande en cette fin d'automne. L'environnement global moins porteur pénalise directement l'expansion de l'économie allemande.

ECONOMIE FRANCAISE

Croissance du 3^{ème} trimestre

Le graphe ci contre retrace le PIB français en niveau depuis 2000. La tendance a été calculée sur la période 2000-T1 2008 et a été prolongée jusqu'au 3^{ème} trimestre 2011. On observe bien le décrochage de l'activité à l'automne 2008 et le relatif parallélisme entre l'évolution du PIB et la tendance calculée sur le cycle du début des années 2000.

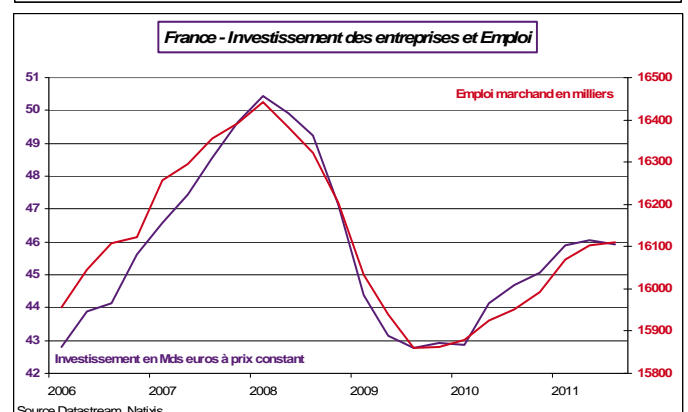
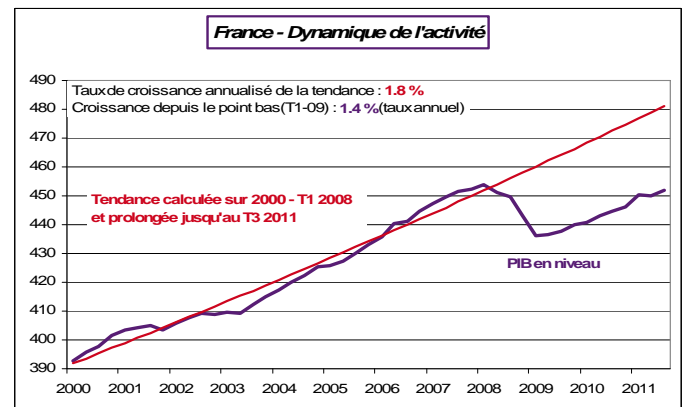
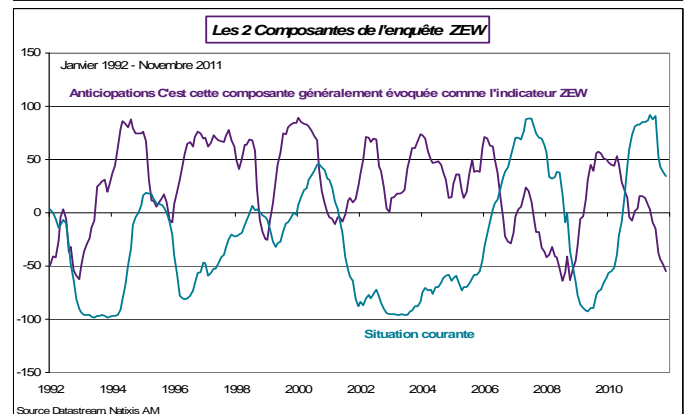
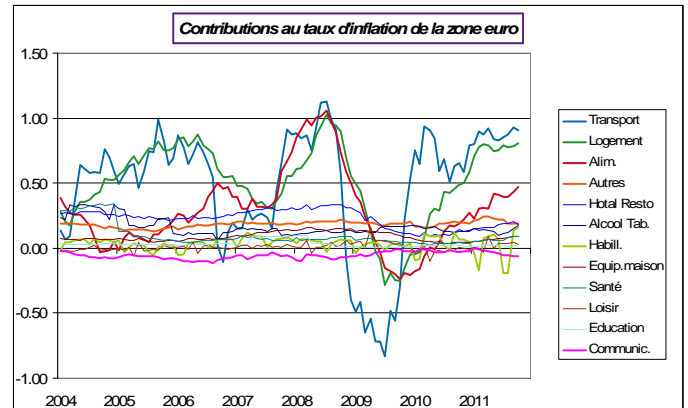
On note quand même que le rythme de progression de l'activité depuis la reprise est réduit, inférieur à celui qui était constaté avant la récession. Avant celle-ci l'activité augmentait en tendance à un rythme de 1.8 % en taux annualisé. Depuis la reprise (T2 2009) l'expansion est de 1.4 % en taux annualisé. Il n'y a pas de rattrapage et le niveau de l'activité reste durablement en dessous de celui observé avant la récession. Il n'est pas étonnant que le marché du travail ne s'améliore pas très rapidement.

Demande de facteur de production

Au regard du graphique on constate que depuis le printemps la dynamique de l'investissement et de l'emploi s'est nettement infléchi.

L'investissement des entreprises non financières s'est légèrement réduit au 3^{ème} trimestre par rapport au 2^{ème}. C'est un élément majeur du cycle conjoncturel puisque celui-ci est très largement orienté par le profil de l'investissement productif.

La dynamique de l'emploi ralentit aussi très rapidement. Dans un environnement incertain les chefs d'entreprises attendent de disposer de davantage d'informations avant d'investir ou d'embaucher. Ce changement de comportement rationnel accentue l'inflexion de l'activité et pénalise la croissance.



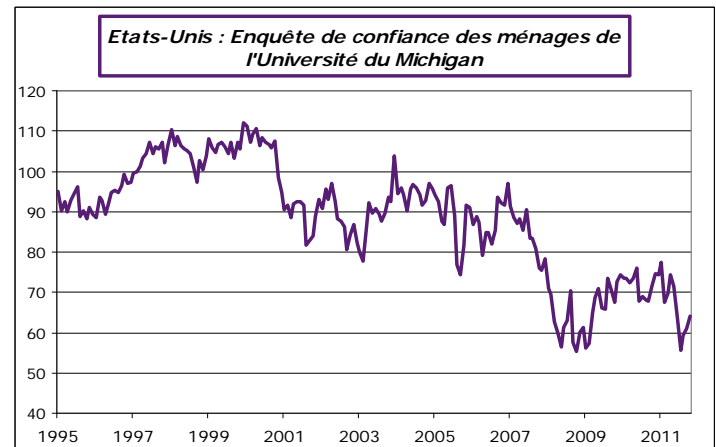
ANTICIPATIONS HEBDO

21 Novembre 2011

Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

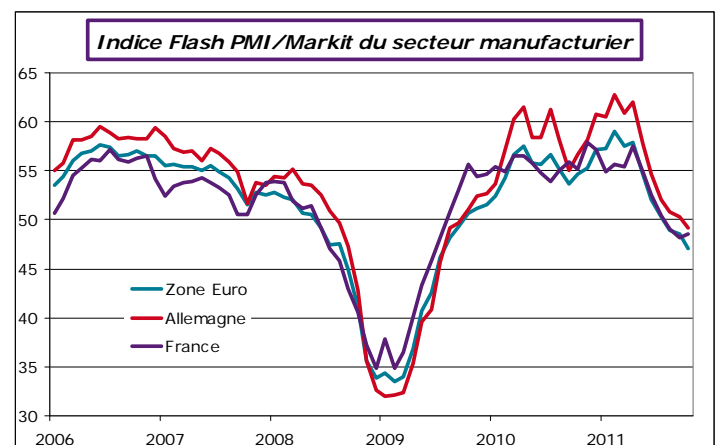
Etats-Unis

- ▶ Parution des minutes du FOMC, le mardi 22 à 20h.
- ▶ Parution du taux d'inflation PCE (octobre), le 23/11 à 14h30 (sept 1.6 %, consensus 1.7 % pour l'indice sous-jacent et sept 2.9 %, consensus 2.7 % pour l'indice total)
- ▶ Publication de deux indicateurs d'activité
 - Commandes de biens durables (octobre) le 23/11 à 14h 30 (sept -0.6% en var. mensuelle, consensus -1.2%)
 - 2^{ème} estimation du PIB (T3 2011), le 22/11 à 14h30 (1^{ère} estim. 2.5% en rythme annualisé, consensus 2.5%)
- ▶ Publication d'indicateurs relatifs aux ménages
 - Indice de confiance définitif de l'Université du Michigan (novembre) – le 25/11 à 15h55. Le chiffre préliminaire était de 64.2 (octobre 60.9, consensus 64.4)
 - Revenu des ménages (octobre), le 23/11 à 14h30 (sept 0.1 % en variation mensuelle, consensus 0.3 %)
 - Consommation des ménages (octobre), le 23/11 à 14h30 (sept 0.6 % en var. mensuelle, consensus +0.3 %)
- ▶ Parution des ventes de maisons anciennes (octobre) le 21 novembre à 16h (sept 4.91 m, consensus 4.8 m)



Zone Euro

- ▶ Publications de l'indice flash de l'enquête PMI-Markit (novembre) – le 23/11 à 10h (consensus 46.1 oct 46.5 pour l'indice composite, consensus 46.4; oct 46 pour l'indice des services, consensus 47.1; oct 46.5 pour l'indice manufacturier). Seront publiées les estimations flashs relatives à l'Allemagne (9h30) et la France (9h).



Allemagne

- ▶ Parution de l'Indice IFO (novembre), le 24 novembre à 10h (octobre 106.4, consensus 105.2 Climat des affaires).
- ▶ Parution des composantes du PIB du T3, le 24 novembre à 8h

France

- ▶ Publication de la confiance des ménages (novembre) le 25 novembre à 8h45 (octobre 82, consensus 81)
- ▶ Parution de l'enquête INSEE auprès des entreprises (novembre), le 23/11 à 8h45 (oct 97, consensus 95 sur le climat des affaires)

Royaume-Uni

- ▶ Parution des Minutes de la BoE – le 23/11 à 10h30
- ▶ Parution du PIB du T3 (2^{ème} estimation), le mardi 22 à 10h30 (2^{ème} estim. 0.5% en var trim., consensus 0.5%)

Japon

- ▶ Parution de l'indice des prix à la consommation (octobre), le vendredi 25 novembre (sept -0.4 %, consensus -0.9% pour l'indice sous-jacent et sept 0 %, consensus -0.1 % pour l'indice total)

