

ANTICIPATIONS HEBDO

5 décembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 5 au 11 Décembre

- Réunion européenne à partir du 8 décembre. L'objectif est de mettre en place le cadre qui servira de support aux changements des traités européens.
- Le cadre a été précisé lors de la réunion entre Angela Merkel et Nicolas Sarkozy le 5 décembre à Paris
- Réunion de la BCE avec l'attente d'une baisse des taux d'intérêt de 25 points de base. Attente des propos de Draghi sur la résolution de la crise et l'engagement de la BCE
- Taux d'inflation en Chine



Les points majeurs à retenir sur la semaine 29 Novembre au 4 décembre

- Repli de l'indice mondial du secteur manufacturier (enquête PMI/Markit) au dessous du seuil de 50 pour le 3^{ème} mois consécutif.
- Rebond de l'indice ISM aux Etats-Unis avec nette hausse des commandes
- Mais repli des indicateurs d'enquête en Chine, en Zone Euro et en Angleterre – 19 pays sur les 24 que je suis sont en repli.
- Taux d'inflation stable en zone Euro à 3 % en novembre mais hausse du taux de chômage à 10.3 % en octobre.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Réduction des tensions sur les marchés de taux d'intérêt en zone Euro. Les spreads se sont détendus dans l'attente de la réunion des 8 et 9 décembre. Des solutions semblent se mettre en place
- Le rebond des marchés boursiers doit s'interpréter de la même façon.
- Le prix du pétrole reste élevé et stable mais sa variation sur un an s'infléchit très sensiblement. Sa contribution au taux d'inflation va donc progressivement se réduire même à prix stable.



Les thèmes abordés dans le document

- Graphe sur le lien entre indice PMI/Markit pour l'économie mondiale et la production industrielle mondiale et le commerce mondial en volume (voir page 5)
- Graphe sur la diffusion du ralentissement global à partir des enquêtes PMI/Markit et ISM (voir page 5)
- Graphe sur le profil de la population active aux Etats-Unis et la situation très particulière du moment. Celle-ci est quasiment stable, c'est la 1^{ère} fois depuis les années 50s. Cela traduit le caractère particulier de la crise US (page 6)
- Evolution du taux de chômage en zone Euro – Divergence marquée. (p 6)

ANTICIPATIONS HEBDO

5 décembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 28 NOVEMBRE AU 4 DECEMBRE 2011

- ▶ L'indice mondial pour le secteur manufacturier est en repli pour le 3^{ème} mois consécutif en novembre. Cela devrait se traduire par une baisse ou au mieux une stagnation de la production industrielle mondiale ainsi que des échanges en T4 2011.
- ▶ Par grandes régions, l'Asie chute avec le repli de la Chine, de Taiwan, de la Corée et du Japon. L'indice brésilien est encore en repli significatif. Les indices européens sont en repli tant sur la zone Euro qu'au Royaume Uni.
- ▶ Au sein des pays de la zone Euro, tous sont en retrait y compris l'Allemagne.
- ▶ Sur les 24 pays suivis sur le secteur manufacturier, 19 sont en repli (indice inférieur à 50) et 5 seulement progressent (voir page 5)
- ▶ Rebond de l'indice ISM du secteur manufacturier aux Etats-Unis. L'indice s'inscrit à 52.7 contre 50.8 en Octobre. Sur les 2 premiers mois du 3^{ème} trimestre la moyenne est de 51.75 contre 51 en T2. C'est l'amélioration des commandes et de la production qui expliquent cette amélioration.
- ▶ 120 000 créations d'emplois aux USA en novembre après 100 000 en octobre. Les créations d'emplois sont toujours pénalisées par le repli de l'emploi public (-20 000 en novembre). Les emplois dans le secteur de la production de biens est en léger recul en raison de la dégradation du secteur de la construction. Le secteur des services continue de créer des emplois dans les secteurs habituels (santé, éducation, services aux entreprises et loisir) et distribution spécifiquement en novembre.
- ▶ Ce nombre de créations d'emplois reflète toujours une économie qui ne va pas très vite. La réduction du taux de chômage traduit davantage la baisse du taux de participation qu'une embellie durable (voir page 6).
- ▶ Dans le rebond de l'indice de confiance du consommateur du Conference Board (56 contre 40.9 en octobre), ce qui est plutôt intéressant est le moindre pessimisme sur le marché du travail et sur l'évolution des revenus à 6 mois. Depuis le mois de mai les ménages considéraient que leurs revenus dans 6 mois seraient plus faibles qu'aujourd'hui. Cette dynamique s'est inversée en novembre.
- ▶ En Zone Euro, l'indice PMI/Markit du secteur manufacturier s'est inscrit à 46.4 après 47.1 en octobre. La moyenne du T4 est de 46.7 contre 49.3 en T2. Le plus inquiétant est l'évolution des Nouvelles commandes dont l'indice moyen sur le trimestre s'établit à 42.9 contre 46.2 en T2.
- ▶ Ces éléments confirment la probable entrée en récession de la zone Euro au 4^{ème} trimestre.
- ▶ En Allemagne l'indice continue de se replier s'inscrivant à 47.9 soit 48.5 sur le trimestre contre 51.1 en T3. Les Nouvelles Commandes continuent de se dégrader (44.2 en moyenne sur T4) et notamment les Nouvelles Commandes à l'exportation qui s'effondrent (42.1 en moyenne sur T4). Le risque de récession n'est pas nul en Allemagne
- ▶ En France, l'indice du secteur manufacturier est encore en repli à 47.3 soit 47.9 en moyenne sur T4 contre 49.2 en T3. Les nouvelles commandes continuent de se contracter rapidement. Le risque de récession en France est fort.

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 28 NOVEMBRE AU 4 DECEMBRE 2011

- ▶ Lundi soir, l'agence de notation Standard and Poor's a publié un rapport mettant sous surveillance négative l'ensemble des pays de la zone Euro et indiquant devoir probablement réduire la note de l'ensemble des pays y compris l'Allemagne.
- ▶ La raison invoquée pour l'ensemble de la zone Euro est l'absence d'accords au sein de la zone Euro pour réduire les tensions de court terme, le durcissement des conditions de crédit et le risque de récession pour l'ensemble de la zone.
- ▶ Les pays AAA serait dégradé d'un notch sauf la France qui serait dégradée de 2 notches.
- ▶ L'explication évoquée par l'agence pour la France est le manque de crédibilité du scénario budgétaire. Elle note que le taux de croissance attendu (1%) est excessif. En conséquence, l'objectif de déficit public de 4.5 % du PIB ne sera pas atteint. L'agence signale également que les attentes pour la période 2013 – 2016 en matière de croissance (2% par an) sont excessive. Cela remet en cause le scénario de convergence budgétaire et in fine la réduction de la dette publique. En d'autres termes, les prévisions trop optimistes font perdre de la crédibilité à la politique budgétaire française.
- ▶ Ces attentes excessives ne sont pas nouvelles. Elles avaient déjà été évoquées par Fitch il y a une dizaine de jours. On retombe toujours sur la question du scénario qui expliquerait un tel optimisme du gouvernement. C'est l'explication qui manque le plus.
- ▶ Intervention des banques centrales afin de limiter les risques sur la liquidité en dollars. L'objectif des banques centrales a été de réduire le risque sur la système bancaire et financier. C'est leur mission première. On notera qu'au-delà des 6 grandes banques centrales (Fed, BCE, BoE, BoC, SNB et BoJ), la Banque Centrale de Chine a abaissé le taux des réserves obligatoires. On ne eut pas faire l'hypothèse d'une coïncidence.
- ▶ Dans l'attente de la réunion des 8 et 9 décembre, Nicolas Sarkozy et Angela Merkel ont dessiné le pourtour d'un plan qui devra être validé par les 17. Ils ont défini un cadre de fonctionnement budgétaire de la zone Euro. Les Italiens ont commencé à donner les premiers gages de la rigueur avec un plan très restrictif. (24 Mds)

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 28 NOVEMBRE AU 4 DECEMBRE 2011

L'action coordonnée des banques centrales a donné une bouffée d'oxygène aux marchés risqués.

- ▶ Les marchés actions émergents ont repris +9.5% sur la semaine
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a gagné + 1.3%.
- ▶ Le retour de l'appétit au risque des investisseurs a bénéficié aux devises émergentes: real brésilien +5.3 %, rand sud africain +6.3% et Livre turque +3 %.
- ▶ En Chine, le PMI manufacturier officiel est sorti en retrait, comme celui de l'enquête PMI/Markit/HSBC. Les deux indices sont nettement au dessous de 50 reflétant principalement le ralentissement de l'activité domestique.
- ▶ En Corée, la production industrielle a chuté en octobre à -0.7% GM cvs (vs 1.15%), soit 7.6% GA cvs (vs 5.7%), reflétant l'incertitude sur les perspectives économiques.
- ▶ Au Brésil, la production industrielle a chuté en octobre à -0.6% GM cvs (vs -2%), soit -7% en rythme trimestriel annualisé, reflétant la détérioration de l'environnement économique global sur le secteur manufacturier.
- ▶ Le Banque a gardé son taux directeur inchangé à 4.5%, en raison de la dépréciation du peso qui menace la stabilité des prix.

ANTICIPATIONS HEBDO

5 décembre 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 3 DECEMBRE 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	03/12/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	3164.95	2781.68	4157.14	-15.61	-16.82	10.78			
DAX	6914.19	6080.68	5072.33	7527.64	-12.48	-12.06	10.70			
EuroStoxx	2792.82	2342.50	1995.01	3068.00	-15.81	-16.12	10.95			
FTSE	5899.94	5552.29	4944.44	6091.33	-3.36	-5.89	7.51	-4.26	-6.18	7.19
SNP 500	1257.64	1244.28	1099.23	1363.61	1.60	-1.06	7.39	1.24	-1.17	6.10
Nasdaq	2652.87	2626.93	2335.83	2873.54	1.37	-0.98	7.59	1.01	-1.09	6.30
Nikkei 225	10228.92	8643.75	8160.01	10857.53	-15.08	-15.50	5.93	-10.27	-12.17	4.29
MSCI Emerging USD	1151.39	960.83	831.22	1206.49	-14.35	-16.55	9.51	-14.65	-16.64	8.19
MSCI World USD	1280.07	1187.64	1074.50	1391.86	-4.77	-7.22	8.18	-5.11	-7.32	6.88

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 3 DECEMBRE 2011

	Taux d'intérêt au 3 Décembre 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	0.528	0.27	2.11	0.010	-0.010	0.140	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1.25	1.469	0.276	2.168	-0.006	-0.153	-0.015	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	1.05	0.398	2.271	0.000	-0.136	-0.032	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.336	0.133	1.070	0.000	-0.006	0.040	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (03/12/11)	2 ans (03/12/11)	10 ans (03/12/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.94 (-0.96) [§]	-0.01 (-0.15) [§]	-0.06 (-0.21) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.42 (-0.43) [§]	0.12 (0.11) [§]	0.10 (0.12) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

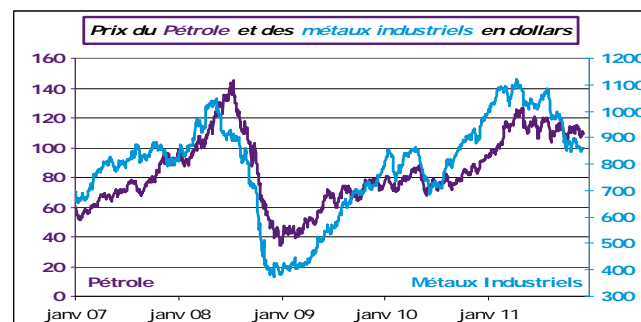
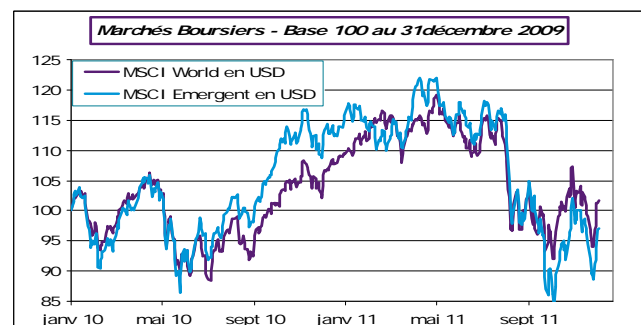
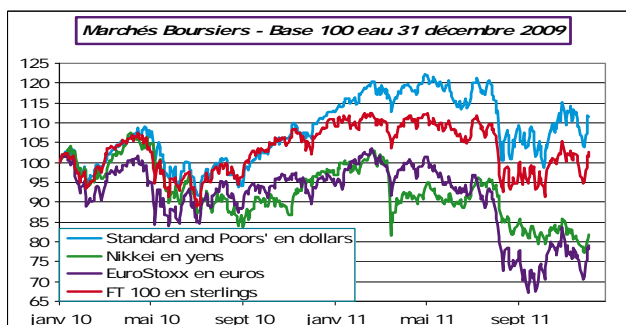
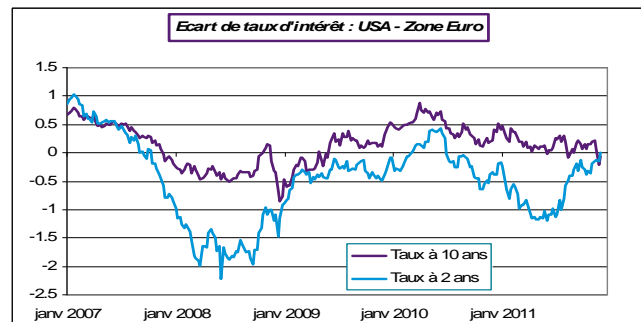
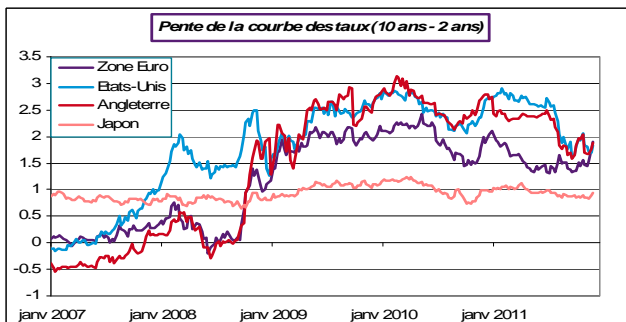
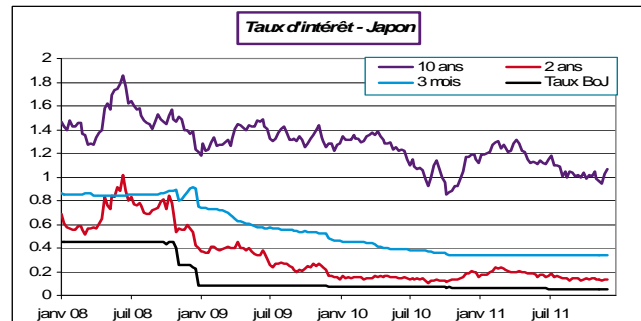
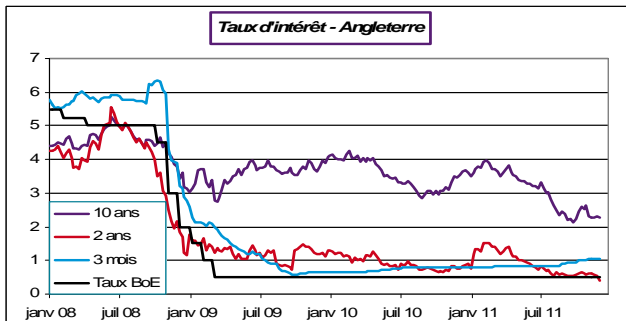
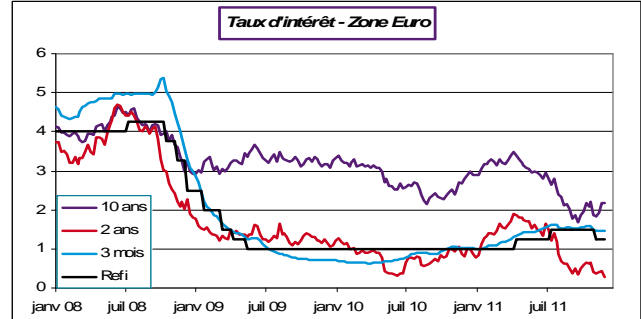
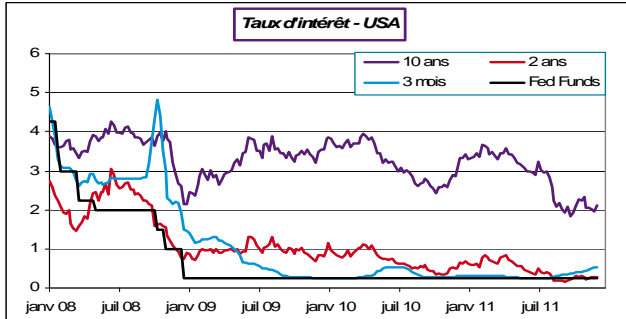
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 3 DECEMBRE 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	03/12/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.343	1.22	0.11	0.36	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	104.691	1.57	-3.78	-5.35	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.860	0.51	-0.06	1.44	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	77.760	0.52	-4.58	-7.17	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.563	0.92	-0.19	-0.59	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.360	-0.33	-3.49	-4.55	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	109.03	2.05	17.48	20.28
	Euro	69.18	81.18	0.83	17.35	19.85
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1746.81	3.26	23.22	24.14
	Euro	1056.73	1300.66	2.02	23.08	23.70

ANTICIPATIONS HEBDO

5 décembre 2011

Indicateurs Financiers au 3 Décembre 2011



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Activité et Enquête PMI /Markit

L'indice agrégé de l'enquête PMI/Markit pour le monde continue de s'infléchir passant sous le seuil de 50 pour le 3^{me} mois consécutif. L'activité mondiale dans le secteur manufacturier continue donc de ralentir. Cela devrait se traduire par des chiffres de croissance de la production industrielle et du commerce mondial assez réduits en T4. Si sur ces deux indicateurs les chiffres du T3 sont positifs, ils sont en revanche négatifs au mois de septembre de façon significative.

L'activité globale n'est pas en phase de rebond. Ce n'est pas un signal positif pour l'économie de la zone Euro qui ne pourra compter sur une impulsion du commerce mondial pour desserrer la contrainte qui pèse sur son activité.

Le dernier trimestre va tirer la croissance de l'année 2011 vers le bas et peser mécaniquement sur les chiffres de croissance de 2012 (point de départ bas)

Enquêtes PMI /Markit par zones géographiques

Le graphe ci-contre montre l'évolution des indicateurs d'enquêtes pour différentes régions du monde. Outre l'indice mondial qui est négatif (au dessous de 50), on constate qu'à l'exception des Etats-Unis, tous les indices reflètent une contraction de l'activité y compris dans les BRIC et au Japon.

Les BRIC chutent sous le seuil de 50 en raison de la contraction confirmée de l'indicateur chinois. Les chiffres indien et russe ne suffisent pas à contrecarrer la Chine et le Brésil.

La progression de l'indice américain (indice ISM) permet de limiter le risque sur la dynamique de l'économie mondiale.

Les indicateurs européens (Angleterre et zone Euro) plongent très nettement dans un territoire indiquant une contraction de l'activité.

Enquêtes PMI /Markit-ISM - Diffusion

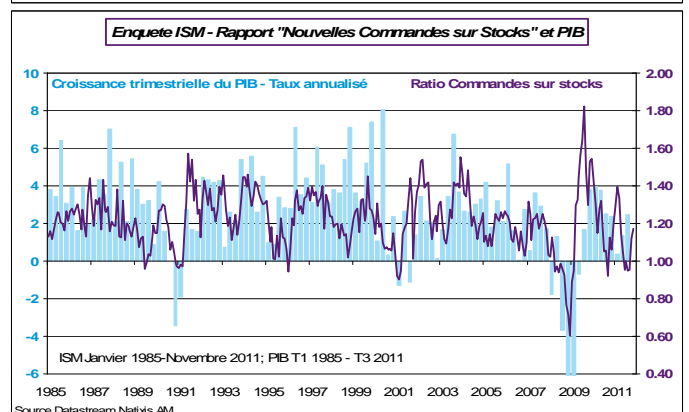
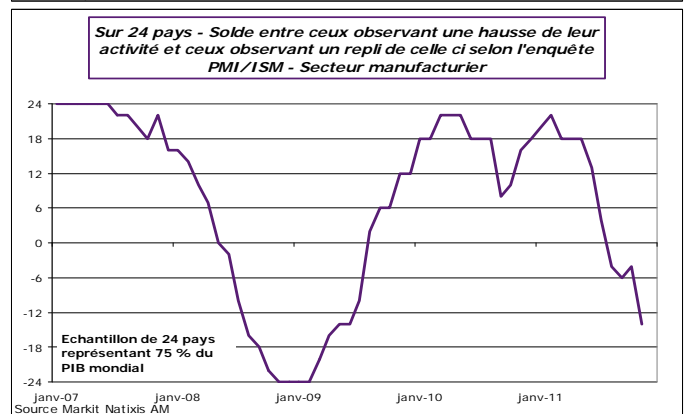
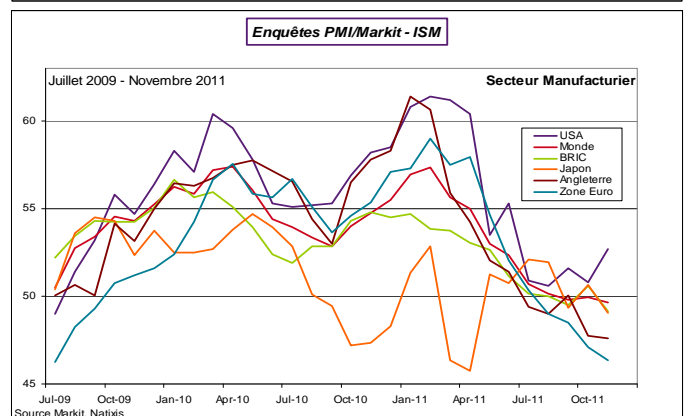
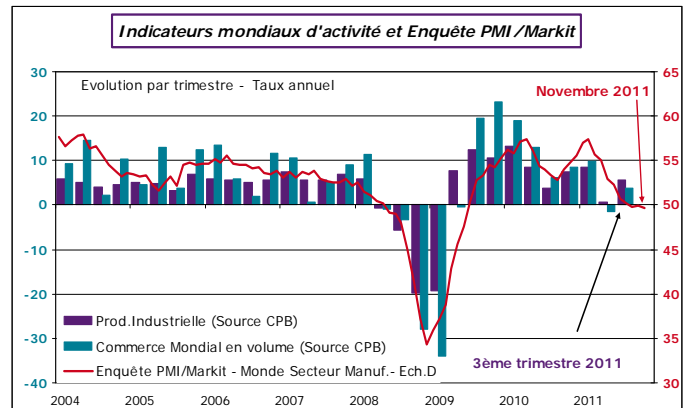
Le graphique ci-contre retrace le solde des réponses aux enquêtes PMI/Markit et ISM. Vingt quatre pays sont pris en compte. Le solde mesure la différence entre les pays dont l'activité progresse (indice > à 50) et ceux pour lesquels elle régresse (indice < à 50). En novembre, le solde est de -14. Cela indique que sur 24 pays, 19 ont une activité qui se replie et 5 seulement pour lesquels l'activité progresse. C'est le chiffre le plus négatif depuis juin 2009 (-14 également). Les 5 pays dont l'activité est en hausse sont les Etats-Unis, la Turquie, l'Afrique du sud, la Russie et l'Inde.

Le risque d'une telle situation est qu'elle ait de la persistance et pénalise la dynamique globale. Pour la zone Euro ce n'est pas un facteur favorable à court terme puisque c'est une impulsion externe qui serait nécessaire pour réduire une grande partie des problématiques posées.

ECONOMIE AMERICAINE

Indice ISM manufacturier du mois de novembre

L'indice ISM a progressé au-delà des attentes au cours du mois de novembre. Le point majeur est la dynamique des Nouvelles Commandes. On observe sur le graphe le lien entre le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks et la croissance trimestrielle du PIB. Après une période d'inquiétude jusqu'au début de l'automne, cet indicateur rebondit de façon significative et suggère, comme l'indicateur des revenus que je signalais la semaine dernière, que la période de grande fragilité de l'économie américaine est peut être passée. Ce serait franchement un signal fort et positif pour l'économie mondiale.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Evolution du salaire de référence et Emploi

Le salaire de référence ne progresse que de 1.56 % sur un an après 1.51% au mois d'octobre. Ces chiffres sont comparables à ceux du début de l'année 2004, soit plus de 2 ans après la fin de la récession (novembre 2001) du début des années 2000. Là aussi le point bas est un peu plus de deux ans après la fin de la récession (juin 2009). Peut être un signal intéressant ?

Sur 3 mois on constate néanmoins que la dynamique de rupture est moins brutale qu'en 2004. Cela indique que les pressions sur le marché du travail se réduisent depuis un bon moment. Cela peut être compatible avec l'évolution du marché du travail telle qu'elle est reportée dans le 2^{ème} graphique. Celui-ci montre l'allure de la population active (population qui a un emploi et population qui est inscrite au chômage) et celle de l'emploi. Les zones grisées représentent les périodes de récession de l'économie américaine selon la datation du NBER.

Les deux courbes sont parallèles sauf au moment des récessions. Cependant on note l'allure particulière de la période récente puisque la population active s'est stabilisée. C'est la première fois depuis 1950 qu'une telle inflexion est perceptible. On note aussi que le niveau d'emploi évolue parallèlement à cette population active et que la convergence entre les deux courbes sera longue à se manifester. Si l'on prend en compte les emplois perdus depuis la rupture du début 2008 (début de la récession), les arrivées sur le marché du travail, le job gap i.e. le retour au niveau d'emploi de décembre 2007 (en prenant en compte les personnes arrivant sur le marché) ne sera comblé qu'en novembre 2023. Les pressions sur les salaires ne risquent pas de s'accroître très rapidement. Cela sera une des problématiques majeures pour encore de nombreux mois.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

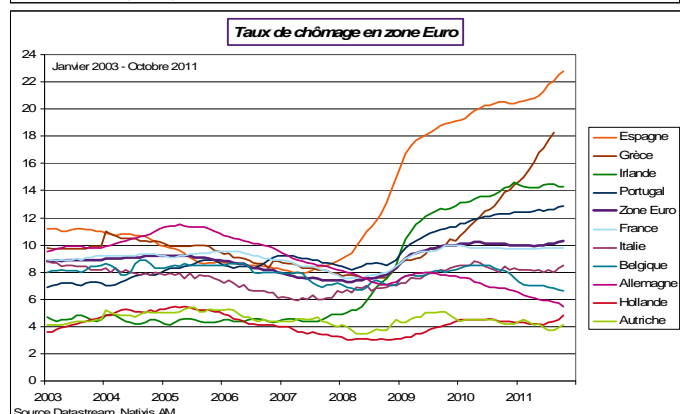
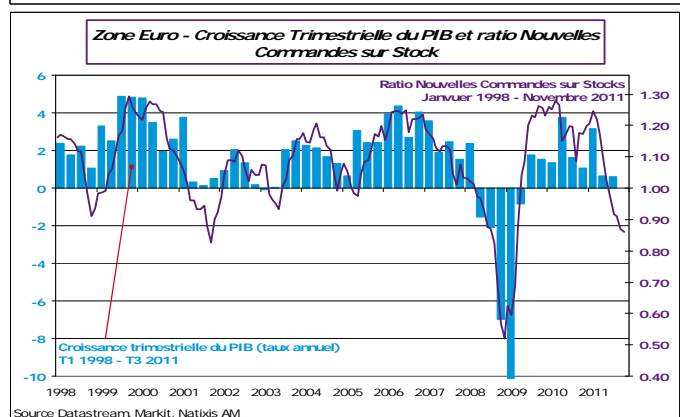
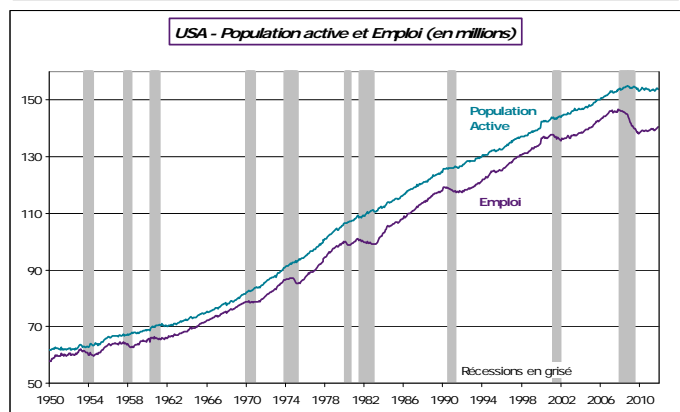
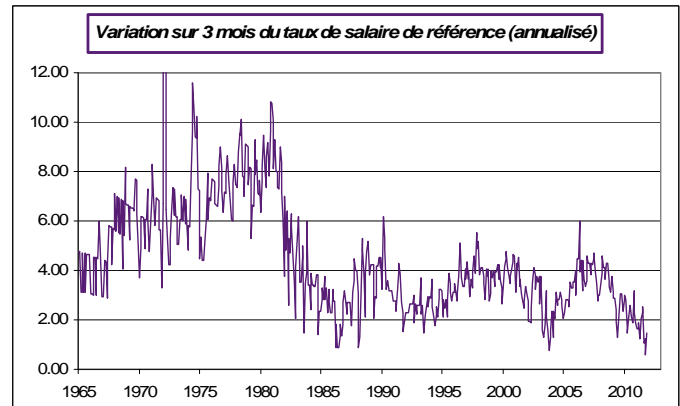
Evolution des commandes dans les enquêtes

J'ai repris le même graphe que celui présenté en bas de la page 5 pour les Etats-Unis (la période est plus courte mais la relation aussi cohérente) L'allure n'est pas la même sur la période récente. Le ratio est largement passé en dessous de l'unité en zone Euro. Cela devrait se traduire par un net repli de l'activité. En outre, on constate que les nouvelles commandes à l'exportation se contractent également très rapidement. L'activité n'est pas très robuste en interne en raison de la dégradation continue du marché du travail (voir le 4^{ème} graphe de la colonne) mais aussi parce que les commandes à l'exportation se contractent rapidement. Dans le cas allemand, par exemple, l'indice des nouvelles commandes à l'exportation s'est inscrit à 41.9 en novembre. Il montre une vive contraction (indice < à 50). C'est le plus faible niveau depuis avril 2009. En France, l'indice est à 44.9, plus bas depuis mai 2009.

Dynamique du taux de chômage

Le taux de chômage en zone Euro s'est inscrit à 10.3 % en octobre. C'est un niveau qui n'avait pas été atteint depuis juin 1998.

On constate toujours une grande divergence dans les profils mais outre les pays en crise comme l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal, on note que le taux de chômage en Hollande ou en Italie tend à progresser. En France, il est stable à 9.9 %. Selon la mesure de l'INSEE, un peu différente de celle de la Commission Européenne, le taux de chômage passait de 9.1 % à 9.3 % entre les deuxième et troisième trimestres pour la France métropolitaine (9.7 % en prenant en compte les Dom contre 9.6 % en T2)



ANTICIPATIONS HEBDO

5 décembre 2011

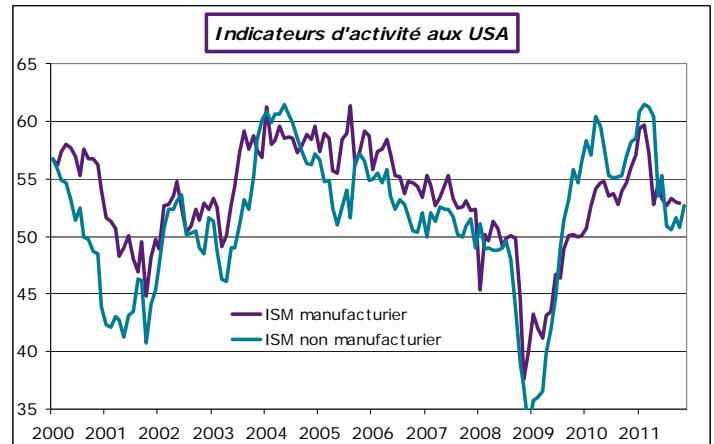
Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

▶ Parution de l'indice de Confiance (préliminaire) de l'Université du Michigan (décembre) – le vendredi 9 décembre à 16h (novembre 64.1, consensus. 65.8)

▶ Publications de deux indicateurs d'activité.

- **Indice ISM non manufacturier (novembre)** le lundi 5 décembre à 16h (octobre 52.9; consensus 53.5)
- **Balance commerciale (octobre)**, le vendredi 9 décembre à 14h30 (septembre 43.1 Mrds de dollars de déficit, consensus 43).

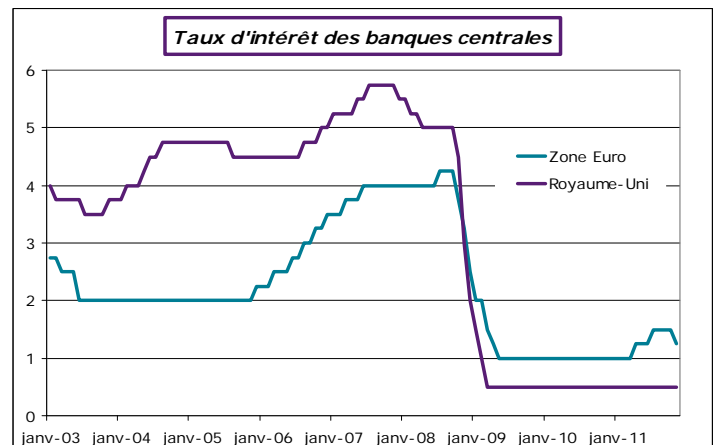


Zone Euro

▶ Publications de trois indicateurs d'activité

- **Enquêtes PMI-Markit dans les services (novembre)** – le lundi 5 à 10h. Le chiffre préliminaire est 47.8 (octobre 46.4, consensus 47.8). Seront publiées le même jour, les PMI, relatifs aux différents pays de la zone euro.
- **Ventes de détail (octobre)**, lundi 5 décembre à 11h (septembre -0.6 % en var. mensuelle, consensus 0.1 %)
- **2^{ème} estim du PIB (T3 2011)** le mardi 6 à 11h (1^{ère} estim. T3 2011 +0.2 % en var. trim., consensus 0.2 %).

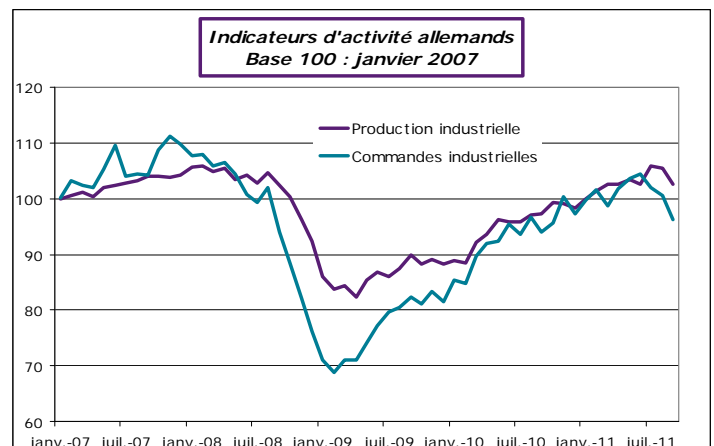
▶ Réunion de la BCE – décision le jeudi 8 décembre à 13h45 (consensus 1 %). Une nouvelle baisse des taux directeurs est attendue.



Allemagne

▶ Publications de deux indicateurs d'activité

- **Commandes industrielles (octobre)**, le mardi 6 décembre à 12h (septembre -4.3 % en variation mensuelle, consensus 1 %)
- **Production industrielle (octobre)**, le mercredi 7 décembre à 12h (septembre -2.7 % en variation mensuelle, consensus +0.3 %)



France

▶ Parution de la production industrielle (octobre), le vendredi 9 décembre à 8h45 (septembre -1.7 % en variation mensuelle, consensus -0.2 %)

Royaume-Uni

▶ Réunion de la BoE - décision le jeudi 8 décembre à 13h (consensus 0.5 %).

▶ Publication de la production industrielle (octobre), le mercredi 7 décembre à 10h30 (septembre 0 % en variation. mensuelle, consensus -0.3 %).

Japon

▶ Parution de la 2^{ème} estim du PIB (T3 2011), le 9/12 (1^{ère} estim. T3 2011 1.5 % en var. trim., consensus 1.3 %).

Chine

▶ Publication du taux d'inflation (novembre), le vendredi 9 décembre (octobre 5.5 %, consensus 4.5 %)