

ANTICIPATIONS HEBDO

12 décembre 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 12 au 18 Décembre

- Réunion de politique monétaire à la Federal Reserve
- Premières enquêtes sur le mois de décembre avec l'Empire State Index et le PhylliFed aux Etats-Unis, le PMI/Markit pour la zone Euro, le ZEW en Allemagne et le Tankan au Japon
- Indice PMI/Markit pour la Chine. (indicateur flash)
- Taux d'inflation en Zone Euro, aux Etats-Unis et en France pour le mois de novembre



Les points majeurs à retenir sur la semaine 5 au 11 Décembre

- Réunion de la BCE avec baisse du taux de référence à 1% et mise en œuvre d'opérations d'apport de liquidités sur 36 mois.
- Adoption d'un accord européen visant à démultiplier les capacités d'intervention afin de maintenir le fonctionnement de la zone Euro et adoption d'un cadre budgétaire visant à réduire les déséquilibres budgétaires.
- Réduction du taux d'inflation en Chine à 4.2 % en novembre.
- La dette des agents non financiers aux Etats-Unis est stable depuis le 1^{er} trimestre 2009 au voisinage de 250 % du PIB.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- L'accord sur la réduction des déficits publics aura un impact négatif sur l'activité de la zone Euro. Cela nécessitera la mise en place d'une politique monétaire très accommodante, au delà de ce qui a été décidé lors de la dernière réunion de la BCE du 8 décembre.
- La stabilité du taux d'endettement des agents non financiers aux USA (voir plus haut) ne doit pas cacher une hausse de la dette de l'Etat qui est compensée par une baisse de l'endettement des ménages.



Les thèmes abordés dans le document

- Je reviens page 3 sur l'accord visant à la réduction rapide des déficits publics en zone Euro.
- Chaque pays sera soumis à des règles restrictives qui pèseront sur l'activité surtout lorsque celle-ci est largement conditionnée par la demande interne.
- Cette stratégie est nullement coordonnée ni coopérative. Elle reflète en revanche un changement fort du rapport de force au sein de la zone Euro. La position française favorable à la coordination a été rejetée.
- Ces risques sur la croissance française devrait accroître la probabilité de baisse de la note française;

ANTICIPATIONS HEBDO

12 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 5 AU 11 DECEMBRE 2011

- ▶ L'indice PMI/Markit pour l'ensemble de l'économie (manuf + services) de la zone Euro est, dans sa version finale, marginalement révisée à la baisse. Il s'inscrit donc à 47 sur les 2 premiers mois du T4 contre 50 en T3. Le repli se constate dans les deux secteurs. Toutes les composantes de l'enquête reculent fortement (production et commandes). L'emploi a un caractère retardé et se replie moins. Cependant, l'ajustement est à venir et va prolonger la phase de récession.
- ▶ Tous les pays de la zone Euro à l'exception de l'Irlande sont en territoire indiquant une baisse de l'activité globale, y compris en Allemagne et en France.
- ▶ Le PIB de la zone Euro au 3^{ème} trimestre est confirmé +0.6 % en taux annualisé (voir page 7)
- ▶ L'indice composite dans l'enquête PMI/Markit pour l'ensemble de l'économie du Royaume Uni passe sous le seuil de 50 (49.6) pour la 1^{ère} fois depuis août 2009. L'indice emploi chute très rapidement comme je l'avais déjà signalé à la lecture du marché du travail.
- ▶ Comportements très contrastés des indices de production industrielle en Europe. L'indice allemand rebondit légèrement, le français est stable, les indices anglais, italien et espagnol se replient rapidement (voir page 7)
- ▶ L'indice ISM global reprenant les indices synthétiques des secteurs manufacturier et non manufacturier reflue légèrement en novembre (52.1) mais est stable sur le 4^{ème} trimestre. Sa moyenne sur les 2 premiers mois du trimestre est de 52.3 contre 52.65 en T3. Cela est cohérent avec une croissance légèrement inférieure à 2% (voir page 6). Les commandes globales restent faibles, au dessus de 50 (elles progressent) mais en dessous de la moyenne historique. L'indice Emploi global est passé sous le seuil de 50 indiquant une fragilité du marché du travail.
- ▶ L'indice de confiance des ménages de l'Université du Michigan continue de progresser. Après la rupture du début du mois d'août montrant les oppositions franches de la Maison Blanche et des républicains lors des discussions sur le plafond de la dette, l'indice retrouve une allure plus positive et revient sur les niveaux constatés au printemps. Pas d'accélération de l'inflation anticipée par les ménages.
- ▶ La richesse nette des ménages américains (patrimoine – crédits) se replie pour le 2^{ème} trimestre consécutif. Elle représente 3.8 fois le PIB américain. Le point haut avait été touché fin 2006 – début 2007. Il représentait alors 4.8 fois le PIB. C'est principalement la baisse du patrimoine immobilier qui explique ce mouvement de repli. La baisse du patrimoine financier est forte mais moins marquée. (pour la décomposition, les données sont brutes) – Le ratio Consommation sur Richesse nette est en progression. La baisse de la richesse nette a été compensée par un repli du taux d'épargne pour financer les dépenses.
- ▶ Pour les questions liées à l'endettement voir page 6
- ▶ Japon Changement de profil du PIB. Dans la nouvelle estimation, le choc lié au tsunami a un impact beaucoup plus important. Pour T1, le repli est désormais de -6.6 % en taux annualisé contre -2.7 % précédemment. Pour T3 2011 le taux de croissance est de 5.6 % au lieu de 6%. Ralentissement de la consommation et de l'investissement par rapport à la 1^{ère} estimation. Acquis de 0.8%

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 5 AU 11 DECEMBRE 2011

- ▶ La Banque d'Angleterre a maintenu son taux de référence à 0.5 % et le montant total du Quantitative Easing à 275 Mds de sterling. Il est probable néanmoins que la BoE ira au-delà de ce montant.
- ▶ La BCE a abaissé son taux principal de refinancement de 0.25 % à 1%. Mario Draghi a ainsi effacé les 2 hausses des 7 avril et 7 juillet. De nouvelles mesures sont prises pour solidifier les bilans bancaires. Deux opérations d'apport de liquidité sont programmées (la 1^{ère} le 21 décembre) sur une durée de 36 mois. Le type de papiers apportés en contreparties (collatéral) par les institutions financières est élargi et le taux de réserve est abaissé pour libérer du collatéral. Les banques accumulent des capitaux sur leur compte à la BCE. Le montant de ce compte (facilités de dépôts) était de 332 Mds d'euros le 2 décembre. C'est le 2^{ème} montant le plus élevé en prenant comme référence le bilan de la BCE. Par des opérations longues, la BCE espère réduire l'incertitude des banques quant à leur capacité à détenir de la liquidité.
- ▶ La BCE a révisé sensiblement en baisse ses prévisions de croissance, se calant ainsi davantage sur les prévisions des économistes. Pour 2011, le taux de croissance moyen attendu est de 1.6 %, il est de 0.3 % en 2012 et de 1.3 % en 2013. Le taux d'inflation attendu est un peu plus fort qu'auparavant et serait de 2.7 % en 2011, 2 % en 2012 et 1.5 % en 2013.
- ▶ La réunion des 8 et 9 décembre a abouti pour la zone Euro à 3 résultats mais sans l'Angleterre
 - Mobilisation de ressources supplémentaires auprès du FMI pour un montant pouvant aller jusqu'à 200 Mds d'euros
 - L'avancement de l'établissement du Mécanisme Européen de Stabilisation à Juillet 2012 au lieu de juillet 2013. C'est mécanisme permanent d'aide aux Etats en difficulté. Il prendra le relais du FESF
 - Mise en place d'un cadre budgétaire dont l'objectif est l'équilibre des finances publiques pour chaque pays avec des sanctions automatiques. Mise en place d'une règle d'or à valeur constitutionnelle. Trajectoire de réduction de la dette publique lorsque celle-ci est supérieure à 60 % du PIB

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 5 AU 11 DECEMBRE 2011

- ▶ Les marchés actions ont baissé, l'indice MSCI EM a reculé de -2.75%.
- ▶ Sur les marchés obligataires, l'indice EMBIG a gagné + 0.3%. Le spread est resté quasi inchangé à 406 pb.
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements ont consolidé face au dollar: real brésilien -0.4 %, rand sud africain -0.65% et livre turque -0.6 %.
- ▶ En Chine, ralentissement de l'activité en novembre. La production industrielle a progressé de 12.4% GA (vs 13.2%), et l'investissement ralenti à 24.5% GA YTD (vs 24.9%), notamment l'investissement immobilier à 30% GA YTD (vs 34.2%). En parallèle, les prix à la consommation ont baissé de -0.2% GM en novembre (vs 0.1%), soit 4.2% GA (vs 5.5%), (voir page 6)
- ▶ La Corée a maintenu son taux directeur à 3.25%, pour le 6^{ème} mois consécutif, en raison des risques élevés sur la croissance.
- ▶ Au Brésil, le PIB du T3 a été négatif à -0.17% en rythme trimestriel annualisé, soit 2.2% GA (vs 3.2%) liée au ralentissement de la demande interne.
- ▶ En Turquie, la production a augmenté en octobre à 4.4% GM cvs (vs 1.6%), soit 6.7% en rythme trimestriel annualisé (vs 4.3%), tirée par la production manufacturière +4.3% (vs 2.5%).

Faut-il se réjouir de l'accord signé à Bruxelles ?

Les accords signés en fin de semaine dernière à Bruxelles donnent à la zone Euro des munitions importantes pour intervenir et aider les pays en difficultés. La mise en œuvre avancée du Mécanisme Européen de Stabilité, son action conjointe et temporaire avec le Fonds de stabilisation européen (FESF) et les ressources qui seront disponibles via le FMI donnent une capacité d'intervention importante. En outre, les opérations de long terme mises en place par la BCE pourraient aussi apporter des solutions. Toutes ces opérations vont permettre de limiter le risque sur le fonctionnement même de la zone Euro.

Pourtant, l'accord qui a été signé n'est pas aussi satisfaisant sur la partie des règles budgétaires.

L'objectif qui a été défini est de tendre vers un équilibre budgétaire avec des sanctions automatiques en cas de dépassement du seuil de déficit de 3 % du PIB. Ces mesures sont accompagnées d'une procédure de réduction de la dette publique selon une trajectoire clairement définie afin de converger dans un temps fini vers le seuil de 60 % du PIB. Chaque pays mettra en œuvre une règle d'or dont l'objectif est de créer un cadre d'évolution du budget sur le cycle.

Ces mesures drastiques suggèrent que le seul problème de la zone Euro est la trajectoire de la politique budgétaire et que le budget est l'éventuel déséquilibre susceptible de modifier durablement la trajectoire de l'économie. Or on sait après avoir étudié les modèles de croissance en Espagne et en Irlande que c'est la chute et le dysfonctionnement du modèle de croissance qui a été au cœur des difficultés de ces deux économies. En 2007 le ratio dette publique sur PIB est de 25 % en Irlande.

Les finances publiques ont connu une allure déséquilibrée parce que la dynamique de croissance était défailante et que le soutien des finances publiques était nécessaire pour éviter un repli fort et durable de l'activité économique.

La crise de croissance s'est transformée en une crise budgétaire qu'il faut désormais gérer mais la crise de croissance n'a pas disparue.

Lors de la réunion de Bruxelles l'accent n'a pas été mis sur la croissance mais sur la réduction des déséquilibres des finances publiques. Chaque pays, comme cela était rappelé notamment dans le communiqué de la réunion du 26 octobre, souhaite tendre vers un déficit public de 3 % en 2013.

Une telle mesure devrait, si elle est mise en œuvre, accentuer le repli de l'activité dans lequel s'inscrit actuellement la zone Euro. En effet, une réduction du déficit public est une hausse de l'épargne de l'Etat. Si les ménages et les entreprises ne modifient pas leur comportement d'épargne, la demande interne se réduit et entraîne l'économie en récession. A la lecture des enquêtes récentes, les ménages et les entreprises sont inquiets et l'on ne voit pas les sources d'un changement de comportement. En Angleterre, David Cameron avait imaginé que l'engagement de l'Etat à réduire le déficit public était suffisamment crédible pour provoquer un changement dans les comportements des acteurs privés rassurés par ce changement de comportement de l'Etat. Cette idée dite néo-ricardienne ne fonctionne pas et on le constate encore une fois outre Manche. La crédibilité d'un gouvernement ne se décrète pas mais s'acquiert et cela prend du temps.

Si parfois l'impact de cette politique donne des résultats positifs c'est parce que le reste du monde compense le comportement des acteurs privés. C'est le cas notamment si la monnaie du pays, qui consolide son budget, se déprécie rapidement. Cela a été le cas souvent cité de la Suède. Peut-on envisager une baisse profonde et rapide de l'Euro dans les mois qui viennent ? Pas spontanément. Dès lors une réduction rapide des déséquilibres des finances publiques aura un effet désastreux sur la conjoncture. Cela rend inéluctable des taux de la BCE tendant rapidement vers 0.5 %.

Cette posture de réduction pour chacun de ses déséquilibres de finances publiques est la position défendue depuis le début de la crise par l'Allemagne. On a ici une illustration du basculement du pouvoir et du rapport de force au sein de la zone Euro. Le cadre ainsi défini ne peut pas refléter une quelconque coopération ou coordination des politiques budgétaires puisque l'objectif est l'équilibre budgétaire pour chaque pays. Il n'y a pas de compensation ou de transferts qui pourraient accompagner une coordination des politiques budgétaires. La position de la France a donc évolué rapidement puisqu'elle était initialement favorable au cadre coopératif.

Ce changement qui favorise l'équilibre budgétaire est pénalisant pour les pays dont le modèle de croissance n'est pas dépendant du commerce mondial. **Dans le modèle allemand, l'objectif est de capter une rente qui reflète la fabrication à bas coûts en Europe Centrale et la revente à prix élevé notamment dans les pays émergents.**

Dès lors la demande interne n'est pas le cœur de la dynamique conjoncturelle. L'ajustement budgétaire n'est pas un souci. En revanche maintenir l'outil de production est essentiel. On comprend mieux pourquoi pendant la récession de 2008/2009 l'Etat allemand a soutenu à bout de bras les emplois même dans la phase de contraction de la croissance.

Pour un pays dont la dynamique est conditionnée par la demande interne comme la France, l'ajustement va être douloureux et le rapport de force au sein de la zone Euro va continuer de s'infléchir au profit de l'Allemagne.

Dernier point, les agences de notation se sont interrogées sur la notation de la France en mettant en exergue des prévisions de croissance excessives. Le contrat signé vendredi à Bruxelles va pénaliser davantage la croissance française, ne validant alors pas la trajectoire budgétaire. La dégradation de la note française est ainsi programmée.

La question de l'équilibre budgétaire n'est pas remise en cause lorsque la croissance est robuste, cela est même souhaitable, mais en période de croissance médiocre, est-il nécessaire de se précipiter et accélérer la réduction des déficits au risque de peser durablement sur l'activité et l'emploi. Pas sûr.

ANTICIPATIONS HEBDO

12 décembre 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 9 DECEMBRE 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	9/12/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	3172.35	2781.68	4157.14	-17.76	-16.62	0.23			
DAX	6914.19	5986.71	5072.33	7527.64	-14.55	-13.41	-1.55			
EuroStoxx	2792.82	2342.59	1995.01	3068.00	-17.50	-16.12	0.00			
FTSE	5899.94	5529.21	4944.44	6091.33	-4.88	-6.28	-0.42	-6.93	-6.14	0.04
SNP 500	1257.64	1255.19	1099.23	1363.61	1.19	-0.19	0.88	0.11	0.18	1.37
Nasdaq	2652.87	2646.85	2335.83	2873.54	0.35	-0.23	0.76	-0.72	0.15	1.25
Nikkei 225	10228.92	8536.46	8160.01	10857.53	-16.41	-16.55	-1.24	-10.58	-12.47	-0.33
MSCI Emerging USD	1151.39	934.18	831.22	1206.49	-16.20	-18.87	-2.77	-17.10	-18.56	-2.30
MSCI World USD	1280.07	1187.29	1074.50	1391.86	-5.51	-7.25	-0.03	-6.52	-6.90	0.46

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 9 DECEMBRE 2011

	Taux d'intérêt au 9 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	0.542	0.22	2.07	0.013	-0.030	0.020	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1.00	1.437	0.27	2.015	-0.032	0.000	-0.098	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	1.05	0.404	2.145	0.000	0.006	-0.150	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.336	0.132	1.020	0.000	-0.001	-0.030	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (9/12/11)	2 ans (9/12/11)	10 ans (9/12/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.90 (-0.94) [§]	-0.05 (-0.02) [§]	0.06 (-0.06) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.39 (-0.42) [§]	0.13 (0.13) [§]	0.13 (0.18) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

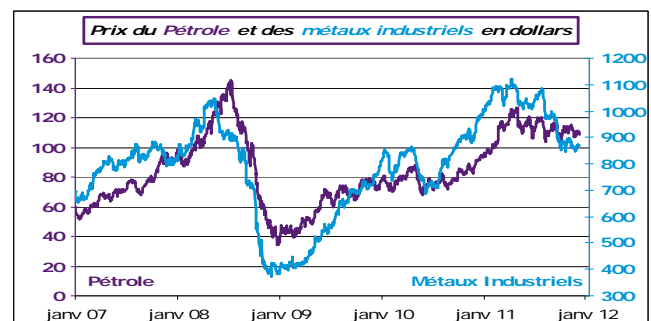
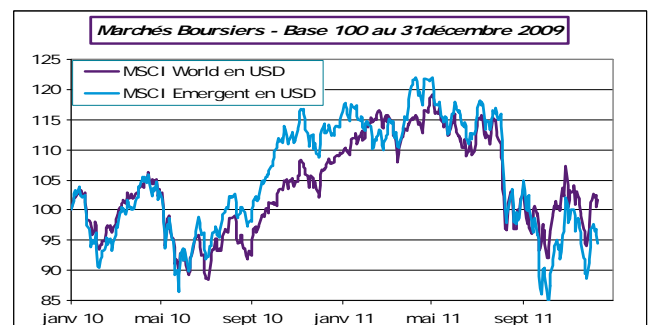
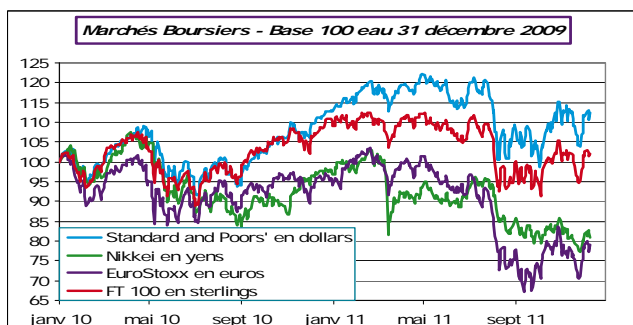
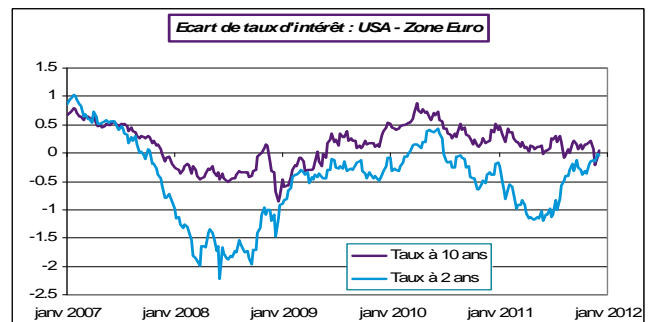
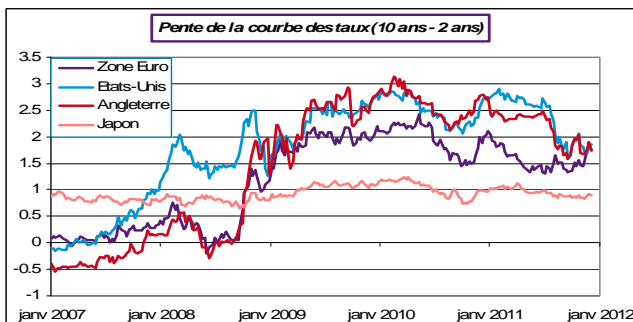
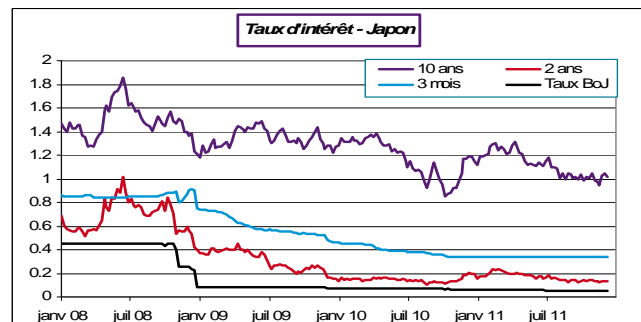
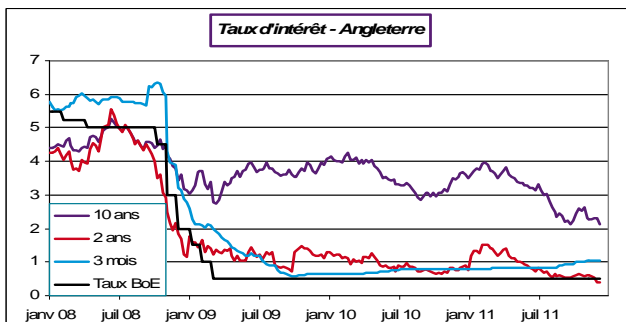
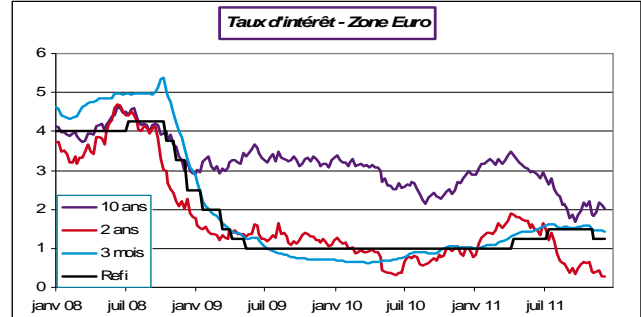
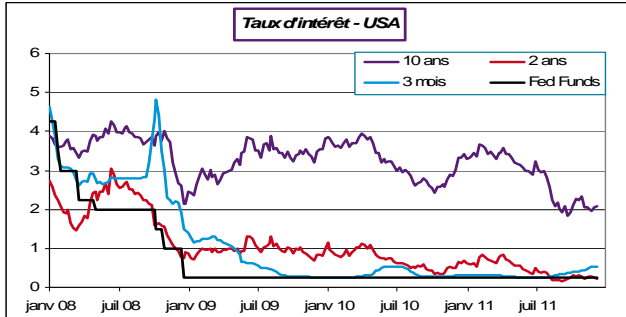
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 9 DECEMBRE 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	9/12/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.337	-0.49	-0.38	1.09	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	103.739	-0.91	-4.66	-6.51	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.853	-0.82	-0.88	1.91	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	77.740	-0.03	-4.60	-7.25	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.562	-0.04	-0.23	-1.09	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.364	0.06	-3.43	-4.37	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	108.19	-1.48	16.57	19.93
	Euro	69.18	80.95	-1.00	17.01	18.64
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1716	-1.76	21.05	24.44
	Euro	1056.73	1283.99	-1.28	21.51	23.11

ANTICIPATIONS HEBDO

12 décembre 2011

Indicateurs Financiers au 9 Décembre 2011



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

PIB en Australie, Brésil et Portugal

Le graphique ci contre montre l'évolution des PIB en volume avec comme base de référence le premier semestre 2008 soit juste avant la récession de l'automne 2008

Sur les données récentes on constatera que l'activité en Australie continue de progresser à un rythme élevé (+3.9 % en taux annualisé après 5.7 % en T2). L'inscription de l'Australie, pays producteur de matières premières, dans la zone Asie lui donne une allure de pays émergents. Le Brésil au 3^{ème} trimestre voit son PIB se replier de -0.2 % en taux annualisé après 2.9 % en T2. Le Portugal a une activité qui se replie pour le 4^{ème} trimestre consécutif (-2.3 % en T3 en taux annualisé après - 0.8 % en T2). On observe bien sur le graphique le changement de régime de l'économie portugaise.

ECONOMIE AMERICAINE

Enquête ISM – Indicateur global

Le graphe présente l'évolution de l'indice pondéré issu des enquêtes ISM auprès des secteurs manufacturier et non manufacturier. Cet indicateur a une évolution très cohérente avec l'évolution des grands agrégats. Ici je l'ai représenté avec l'évolution sur 6 mois (en taux annualisé) du PIB. A quelques écarts temporaires près, les deux indicateurs se suivent plutôt bien, chacun étant une représentation du cycle économique.

Cette enquête ISM globale indique que la croissance de l'activité est légèrement en dessous de 2 %. C'est cette donnée qu'il faut conserver à l'esprit. L'évolution modérée est ainsi compatible avec les faibles créations d'emplois constatées depuis le début de la reprise.

Au regard de cet indicateur et de l'amélioration de la confiance des ménages (indice de l'Université du Michigan de décembre), le risque de rupture à la baisse est limité

Endettement

La publication des comptes financiers permet de visualiser la question de la dette. Au 3^{ème} trimestre, la dette publique est équivalente à celle des ménages à 86-87 % du PIB. Un tel rapprochement n'avait pas été observé depuis le milieu des années 90 mais à un niveau beaucoup plus bas. L'endettement des entreprises non financières est stabilisé à 75% du PIB.

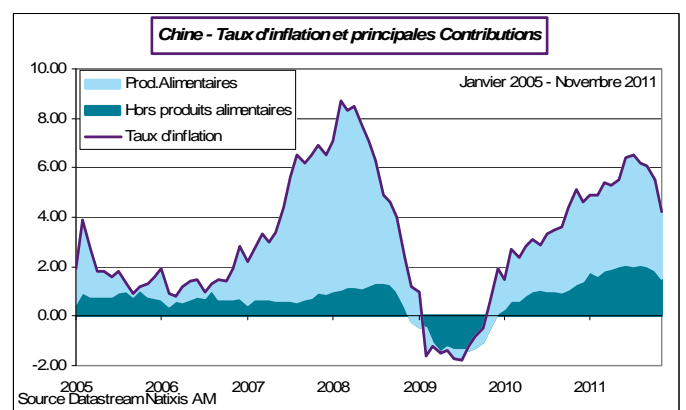
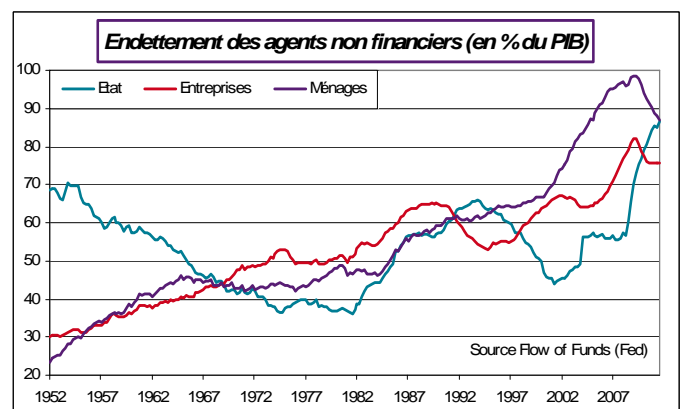
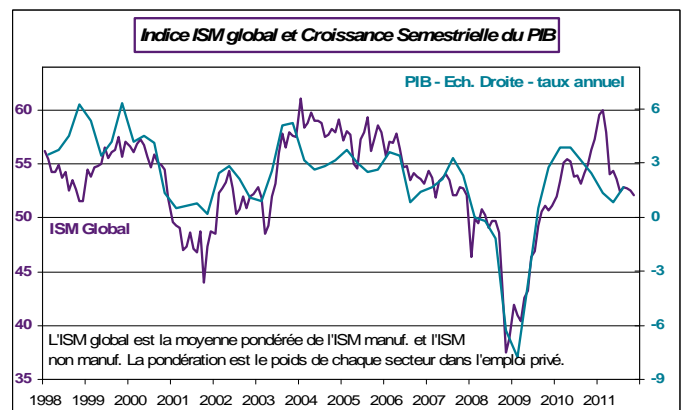
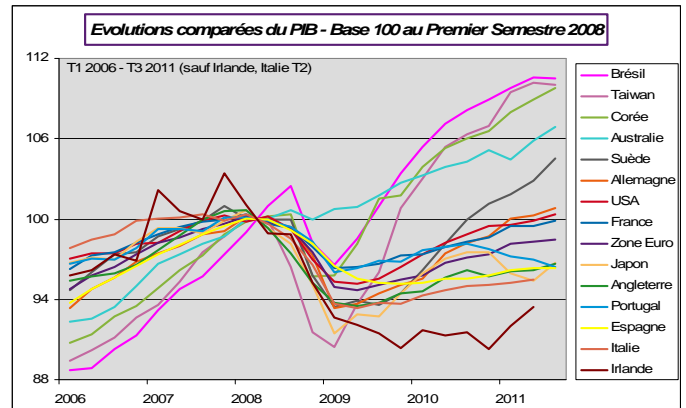
La somme de ces 3 niveaux d'endettement est stable à un niveau record à environ 250% du PIB depuis le 1^{er} trimestre 2009. Deux phases d'accélération sous les présidences de Reagan et de Georges Bush Junior. Deux phases stabilité du ratio, avant Reagan (entre 120 et 140 %) et sous Clinton à 180 %). Si la dette excessive pénalise la croissance, le retour de l'expansion sera lointain.

ECONOMIE CHINOISE

Taux d'inflation du mois de Novembre

Ralentissement du taux d'inflation en Novembre. Il passe à 4.2% contre 5.5% en octobre et un point haut de 6.5% en juillet. On observe la moindre contribution des produits alimentaires et l'inflexion également des autres prix sous l'influence du net ralentissement des prix immobiliers (+3%).

Le repli de l'inflation va se poursuivre en raison de l'inflexion des prix des matières premières alimentaires. En raison également des pressions sur l'activité (repli des enquêtes dans le secteur industriel) et du ralentissement à 12.4 % de la production industrielle en novembre, la politique monétaire devrait devenir plus accommodante.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Détail de la croissance au 3^{ème} trimestre

La croissance du 3^{ème} trimestre a été confirmée à 0.6 % en taux annualisé (0.2 % non annualisé et arrondi). Sur un an l'activité progresse de 1.4 % et l'acquis est de 1.6 % pour 2011 à la fin du T3.

Au regard du graphique on relève un rattrapage significatif de la consommation des ménages. En T2, la dynamique de consommation avait été affectée par la hausse du prix de l'énergie qui avait provoquée des arbitrages forts. La stabilisation de ce prix a permis ce rebond des dépenses. L'investissement est médiocre après avoir été stable en T2. C'est ce point qui est le plus préoccupant dans le cycle de la zone Euro car il indique la difficulté pour tous de se projeter dans le futur.

Contribution négative des stocks, face aux incertitudes les entreprises ont déstockées.

Le point le plus positif est la bonne tenue des exportations qui dopent la contribution du commerce extérieur.

Production Industrielle en Octobre

Le graphe ci-joint fait ressortir la fragilité extrême de la conjoncture industrielle en Italie et en Espagne. L'activité repart très fortement à la baisse depuis la rentrée.

Pour la France et l'Allemagne il s'agit davantage de stabilisation. Le graphe montre que le niveau de la production industrielle n'est toujours pas revenu à son niveau d'avant récession de 2008 y compris en Allemagne.

Malgré un taux de change qui peut s'ajuster pour retrouver de la compétitivité, le Royaume Uni est sur une dynamique de repli de l'activité. Ce point est cohérent avec les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise notamment.

La question de la croissance est sûrement plus complexe qu'un équilibre budgétaire et une monnaie dont la parité est flexible

ECONOMIE DU PORTUGAL

PIB du 3^{ème} Trimestre

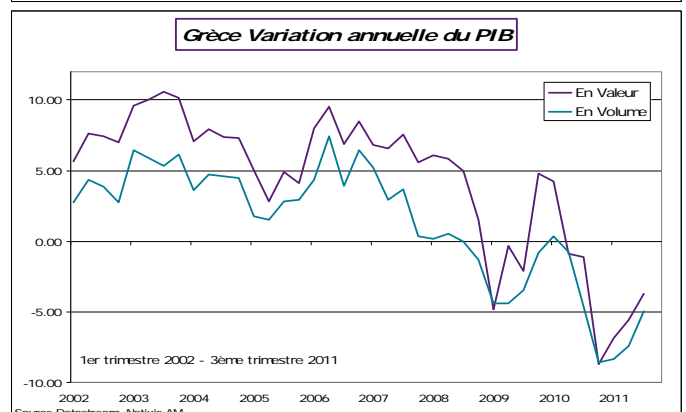
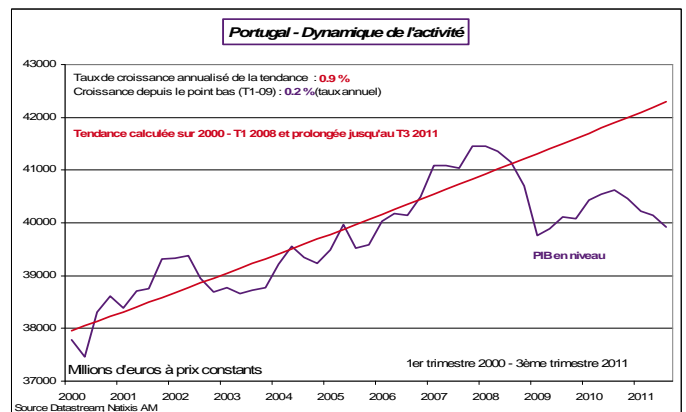
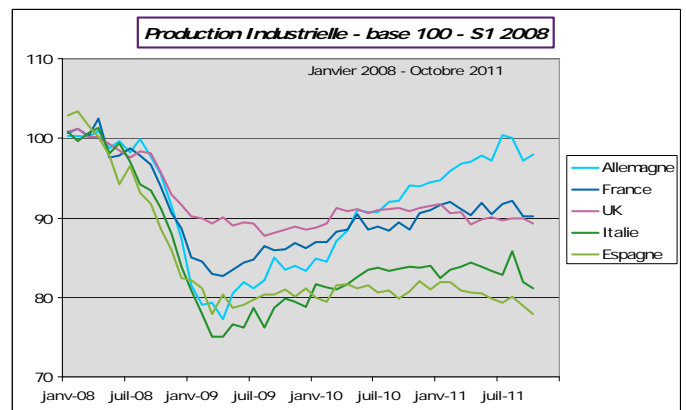
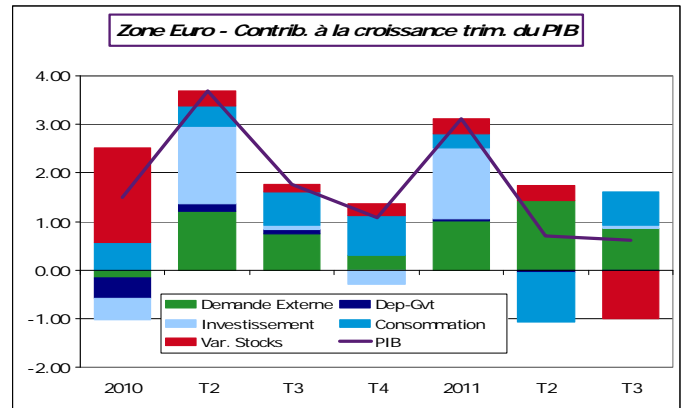
Le PIB de l'économie portugaise a baissé au 3^{ème} trimestre. C'est le 4^{ème} trimestre consécutif de repli. On observe bien le mouvement sur le graphique ci contre. Le recul de l'activité est de -1.7 % sur un an et de -2.3 % en T3 en taux annualisé. L'acquis est de -1.15%.

C'est l'investissement qui est très pénalisant dans les chiffres de croissance au Portugal. Il se replie depuis 6 trimestres. La consommation des ménages a été stable en T3 après 2 trimestres de repli rapide. Le commerce extérieur a une contribution nulle. La hausse des exportations est compensée par celle des importations. Les stocks ont progressé contribuant à hauteur de 1%. Cela reflète un report de l'ajustement de la production si la demande est anticipée comme devant restée fragile. L'activité va donc continuer de se contracter.

ECONOMIE DE LA GRECE

PIB du 3^{ème} Trimestre

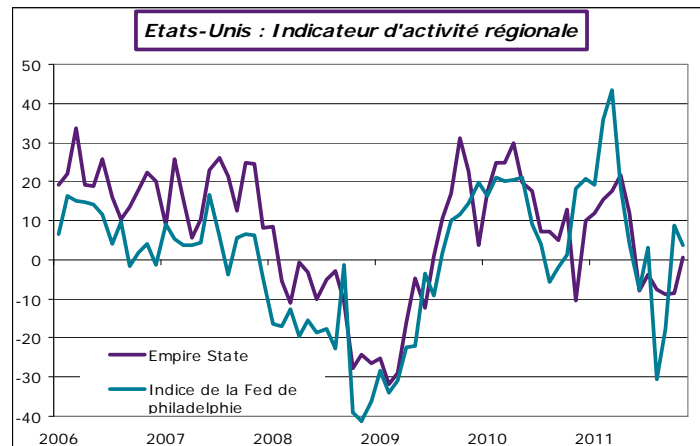
Le PIB continue de se contracter rapidement. En volume la contraction est de -5%. Le niveau de l'activité s'est réduit en continu depuis l'été 2008. En valeur, le PIB est en retrait de -3.7%. Le ratio dette publique sur PIB évolue en fonction de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance nominal. En raison de la contraction de l'activité en valeur, le ratio dette publique sur PIB ne peut pas se stabiliser sauf à prélever des impôts en plus ou à réduire les dépenses publiques mais au risque de réduire l'activité comme c'est le cas depuis 2008



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

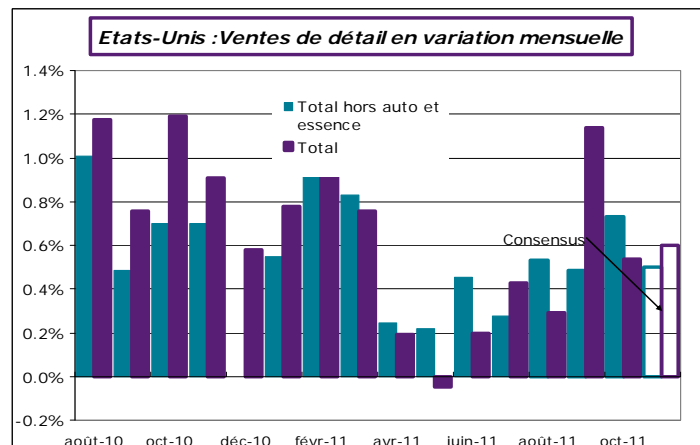
Etats-Unis

- ▶ Réunion du FOMC le 13 décembre. Décision à 20h15.
- ▶ Publication d'indicateurs d'activité
 - Enquête Empire State pour décembre - le jeudi 15 à 14h30 (novembre 0.61, consensus 3)
 - Enquête de la Fed de Philadelphie (Décembre) – le jeudi 15 à 16h (novembre 3.6, consensus 5)
 - Production industrielle et TUC (novembre) le jeudi 15 à 15h15. Production Industrielle (oct. 0.9 % en variation mensuelle, consensus 0.1 %). TUC (oct. 77.5, consensus 77.5)
- ▶ Parution des prix à la consommation (Référence CPI) de novembre, le 16/12 à 14h30. **Indice général** (oct. 3.5 % en glissement annuel, consensus 3.5 %) **Indice sous-jacent** (oct. 2.1 % en glissement annuel, consensus 2.1 %).
- ▶ Parution des prix à la production (novembre), le jeudi 15 à 14h30. **Indice général** (oct. 5.9% en gliss. an., cons. 5.9%) **Indice sous-jacent** (oct. 2.8% en gliss. an., cons. 2.8%)
- ▶ Parution des ventes au détail (novembre), le mardi 13 à 14h30, **Indice Total** (octobre 0.5 % en variation mensuelle, consensus 0.6 %), **Indice Total hors auto et essence** (octobre 0.7 % en variation mensuelle, consensus 0.5 %)



Zone Euro

- ▶ Parution de l'inflation total et sous-jacent (novembre) – le jeudi 15 à 11h (octobre 1.6 %, consensus 1.6 % Indice sous-jacent et octobre 3 %, consensus 3 % Indice total)
- ▶ Parution de l'enquête flash PMI-Markit (décembre) le 15 à 10h (cons. 47; nov. 47.5 pour l'indice des services, cons. 46; nov. 46 pour l'indice manufacturier). **Seront publiées les enquêtes relatives à l'Allemagne (9h30) et la France (9h).**



Allemagne

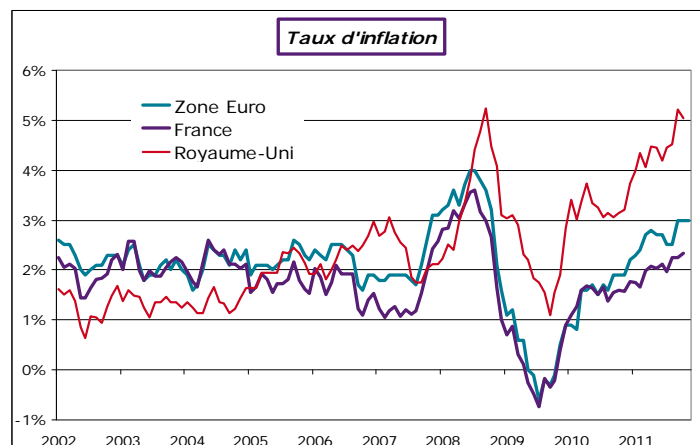
- ▶ Parution de l'indice ZEW (décembre), le mardi 13 à 11h **Sentiment économique** (nov. -55.2, consensus -55.8) **Situation courante** (nov. 34.2, consensus 31)

France

- ▶ Parution de l'inflation (novembre), le 13 décembre à 8h45 (octobre 2.3 % en glissement annuel, consensus 2.4 %).

Royaume-Uni

- ▶ Parution du taux d'inflation (novembre) – le mardi 13 décembre à 10h30 (octobre 5 %, consensus 4.8 %)
- ▶ Parution des ventes de détail (novembre) – le 15/12 à 10h30 (octobre 0.9 % en glissement annuel, consensus 0.4 %)
- ▶ Parution du taux de chômage (novembre) – le 14/12 à 10h30 (octobre 5.1 %, consensus 5 %)



Japon

- ▶ Parution de l'enquête Tankan (T4 2011), le 15/12 (T3 2011 2, consensus -2 pour le secteur manufacturier ; T3 2011 1, consensus 1 pour les services)