

ANTICIPATIONS HEBDO

11 Avril 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

LES 3 POINTS ESSENTIELS POUR LA SEMAINE DU 11 AU 17 AVRIL 2011

- ▶ Premières enquêtes sur le mois d'Avril avec le ZEW en Allemagne et l'Empire State aux Etats-Unis
- ▶ Ventes de détail (mars) et indice de confiance de l'Université du Michigan (Avril) aux USA
- ▶ Taux d'inflation en France, Zone Euro, Angleterre et aux Etats-Unis

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 4 AU 10 AVRIL 2011

- ▶ L'indicateur mondial de l'activité reflétant l'évolution globale de celle-ci tant dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services s'est infléchi au mois de mars. Cela reflète principalement le repli de l'indice globale américain mais aussi celui très marqué du Japon. Celui-ci passe de 49.9 en février à 43.2 en mars. Dans les autres régions les indices ne traduisent plus une accélération de l'activité mais une modération de son rythme de progression. C'est notamment le cas en zone Euro mais aussi en Chine et en Russie.
- ▶ Repli significatif de l'indice ISM des services aux Etats-Unis. Il reste néanmoins à un niveau élevé et reflète encore un niveau d'activité élevé. Les 4 composantes de l'indice ralentissent et principalement celui relatif à l'activité courante.
- ▶ En France l'indicateur synthétique d'activité s'est accéléré en mars, notamment en raison de la hausse des nouvelles commandes. C'est l'amélioration de ce type d'indicateurs conjoncturels qui ont incité l'INSEE à revoir à la hausse sa prévision de croissance pour le 1^{er} trimestre à 0.6 % (2.4 % en taux annualisé).
- ▶ Nouvelle accélération des commandes à l'industrie en Allemagne au mois de février. Ce mouvement d'accélération concerne principalement les biens d'équipement que ce soit en Allemagne, en zone Euro ou dans le reste du monde. La reprise de l'activité engendre une meilleure orientation de l'investissement dont l'Allemagne profite pleinement. C'est un signal intéressant sur la dynamique cyclique globale
- ▶ Stabilité des ventes de détail en zone Euro au mois de février. Sur les 2 premiers mois de l'année, l'indice des ventes de détail en volume est très légèrement en dessous du niveau du dernier trimestre 2010. Compte tenu de la cohérence entre cet indicateur et celui de la consommation dans les chiffres du PIB ce n'est pas un signal fort sur la dynamique interne. Le détail géographique indique une évolution toujours faible en Allemagne, mais aussi en Espagne, en Irlande ou encore en Belgique.

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 4 AU 10 AVRIL 2011

- ▶ Ca y est la BCE a remonté ses taux de référence. A partir du 13 avril, le taux de refinancement principal s'établira à 1.25 % contre 1 % depuis le 13 mai 2009. Les taux de prêts marginaux et de facilités de dépôts sont également relevés de 25 bp à 2% et 0.75 % respectivement.
- ▶ Le ton de la BCE pour les mois à venir tient en deux propos : la politique monétaire est accommodante; les risques relatifs à une hausse de l'inflation seront examinés très précisément.
- ▶ Son souhait est de ne pas avoir de diffusion du choc des matières premières vers le reste de l'économie.
- ▶ Cela signifie que le mouvement de hausse des taux n'est pas achevé. Le taux de refinancement réel (taux de refinancement nominal (1% jusqu'au 12 avril) – taux d'inflation (2.6 % en mars)) est toujours très négatif et ne donne pas d'emprise à la BCE sur le cycle conjoncturel. La perception d'un cycle mieux orienté et d'une accélération temporaire de l'inflation, en raison de la hausse des prix des matières premières, va inciter la BCE à augmenter à nouveau son taux de référence pour être susceptible de "mordre" sur la conjoncture si nécessaire. (voir d'autres développements plus loin)
- ▶ Si l'accélération du taux d'inflation est temporaire, et en raison de la détermination et de la crédibilité de la BCE, il ne devrait pas y avoir d'anticipations excessives d'inflation. Le mouvement de la BCE se traduira donc par un aplatissement de la courbe des taux. La partie courte suivant les mouvements de la BCE alors que la partie longue n'intégrera pas d'anticipations supplémentaires d'inflation.
- ▶ Changement de ton à la Fed. La publication des minutes de la réunion du 15 mars du comité de politique monétaire fait ressortir 2 points nouveaux qui traduisent ce changement de ton au sein du FOMC. Le premier est l'idée que la focalisation de la Fed sur le taux d'inflation sous jacent est peut être insuffisante si la hausse du prix des matières premières continue d'être orientée à la hausse. Le second est le sentiment que le QE2 ne sera probablement pas renouvelé et qu'en conséquence, la petite phrase "le taux resteront bas pour une période étendu" pourrait disparaître rapidement.
- ▶ Pas de changement à la Banque d'Angleterre
- ▶ Premier repli des prix des matières premières alimentaires depuis juin 2010 selon l'indice FAO ou l'indice CRB. (voir plus loin)

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 4 AU 10 AVRIL 2011

Le retour des beaux jours a profité aussi aux marchés d'actifs risqués qui ont rebondi sur la semaine.

- ▶ Les marchés actions ont terminé la semaine en hausse, l'indice MSCI EM a gagné +1.76%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a augmenté de +0.35% sur la semaine. Le spread s'est élargi à 283pb.
- ▶ Le regain d'appétit au risque des investisseurs a provoqué l'appréciation des devises émergentes à hauts rendements face au billet vert : real brésilien +1.95% (cassure du seuil des 1.60, où la banque centrale était intervenu pour limiter l'appréciation du réal), rand sud africain +0.89% et livre turque +1.84%.
- ▶ La Chine a relevé ses taux d'emprunt et de dépôt de +25 pb à resp. 6.31% et 3.25%, en vue de lutter contre l'inflation. Le chiffre d'inflation de mars sortira le 15 avril.
- ▶ Fitch a relevé les notations souveraines du Brésil, notamment celle de la dette externe à "BBB" vs "BBB-", avec perspectives économiques stables, indiquant la solidité de l'économie brésilienne.
- ▶ Le gouvernement brésilien a relevé la Taxe IOF sur tous les crédits à la consommation de 3% par an contre 1.5% précédemment. Le but étant de ralentir la demande domestique via la croissance du crédit, moteur de la croissance brésilienne.
- ▶ Au Mexique, les prix à la consommation ont augmenté de 0.19% GM en mars (vs 0.38%), soit 3.04% GA (vs 3.57%). La décélération de l'inflation est essentiellement due à la modération des prix des services, notamment à la baisse des tarifs des services téléphoniques.
- ▶ La Pologne a relevé son taux directeur de +25 pb à 4%, afin de lutter contre l'inflation 3.6% GA en février, au dessus de la cible des 2.5%.

ANTICIPATIONS HEBDO

11 Avril 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 8 AVRIL 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	08/04/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	4061.91	3331.29	4157.14	2.10	6.76	0.18			
DAX	6914.19	7217.02	5670.04	7426.81	16.93	4.38	0.52			
EuroStoxx	2792.82	2984.66	2488.50	3068.00	1.44	6.87	0.73			
FTSE	5899.94	6055.75	4805.75	6091.33	6.01	2.64	0.76	5.40	-0.18	0.92
SNP 500	1257.64	1328.17	1022.58	1343.01	11.95	5.61	-0.32	3.58	-1.85	-2.31
Nasdaq	2652.87	2780.42	2091.79	2833.95	14.10	4.81	-0.33	5.58	-2.60	-2.32
Nikkei 225	10228.92	9768.08	8605.15	11273.79	-12.54	-4.51	0.61	-11.25	-15.35	-2.19
MSCI Emerging USD	1151.39	1206.03	855.52	1206.03	16.38	4.75	1.76	7.68	-2.65	-0.27
MSCI World USD	1280.07	1351.43	1033.74	1362.62	11.57	5.58	0.74	3.24	-1.88	-1.27

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 8 AVRIL 2011

	Taux d'intérêt au 8 Avril 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	0.285	0.83	3.59	-0.016	0.030	0.130	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1	1.294	1.832	3.43	0.045	0.120	0.049	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	0.83	1.408	3.810	0.000	0.027	0.085	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.340	0.19	1.320	0.000	-0.010	0.048	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (08/04/11)	2 ans (08/04/11)	10 ans (08/04/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-1.01 (-0.95) §	-1.00 (-0.91) §	0.16 (0.08) §	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.46 (-0.42) §	-0.42 (-0.33) §	0.36 (0.34) §	-0.206	-0.008	0.619				

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

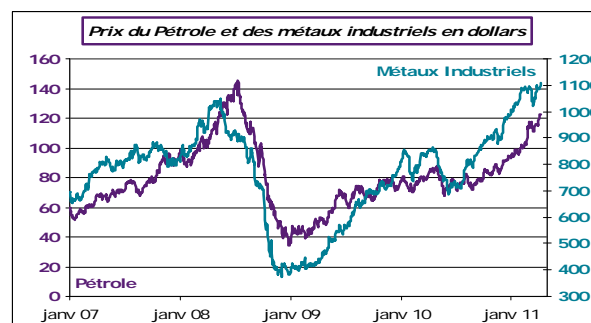
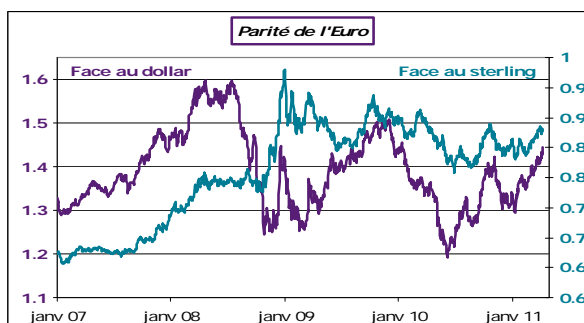
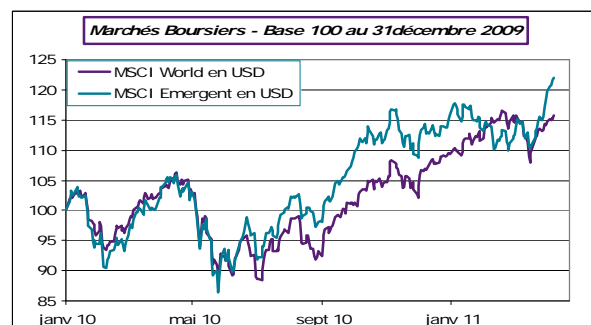
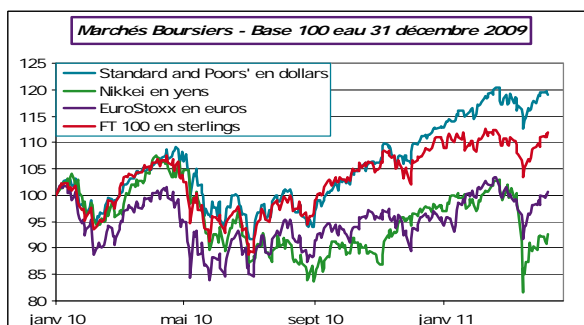
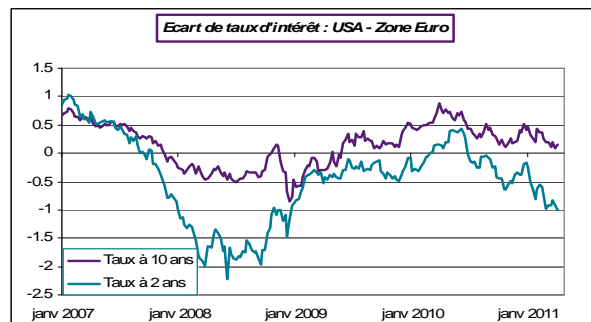
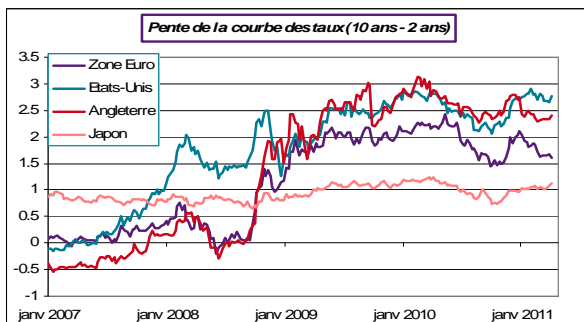
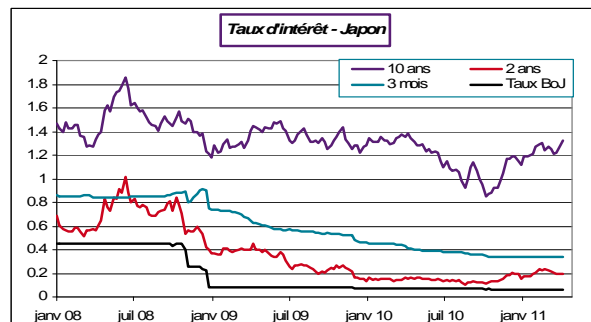
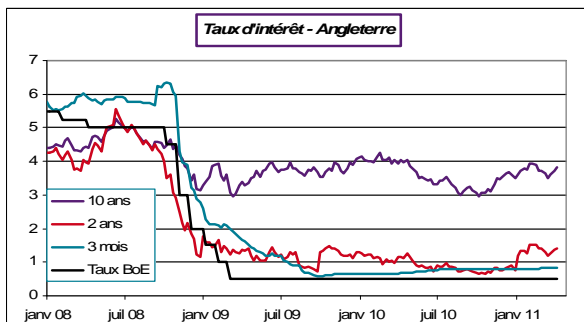
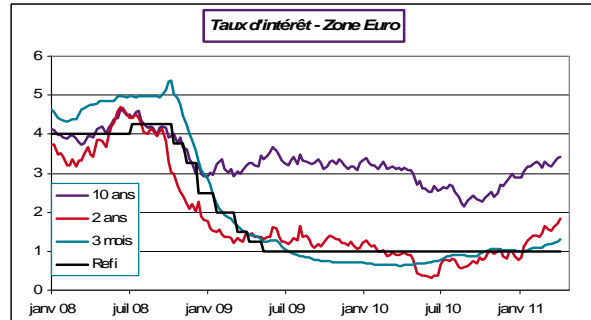
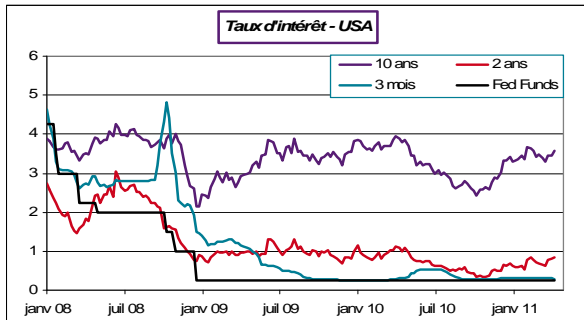
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 8 AVRIL 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	08/04/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.444	2.04	7.60	8.07	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	122.741	2.87	12.81	-1.34	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.881	-0.06	2.35	0.68	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	85.160	2.01	4.50	-8.81	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.638	2.20	4.65	7.46	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.535	-0.19	-0.84	-4.23	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	122.38	3.36	31.86	44.93
	Euro	69.18	84.78	1.30	22.54	34.10
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1470.68	3.22	3.74	27.75
	Euro	1056.73	1018.82	1.16	-3.59	18.21

ANTICIPATIONS HEBDO

11 Avril 2011

Indicateurs Financiers au 8 Avril 2011



ANTICIPATIONS HEBDO

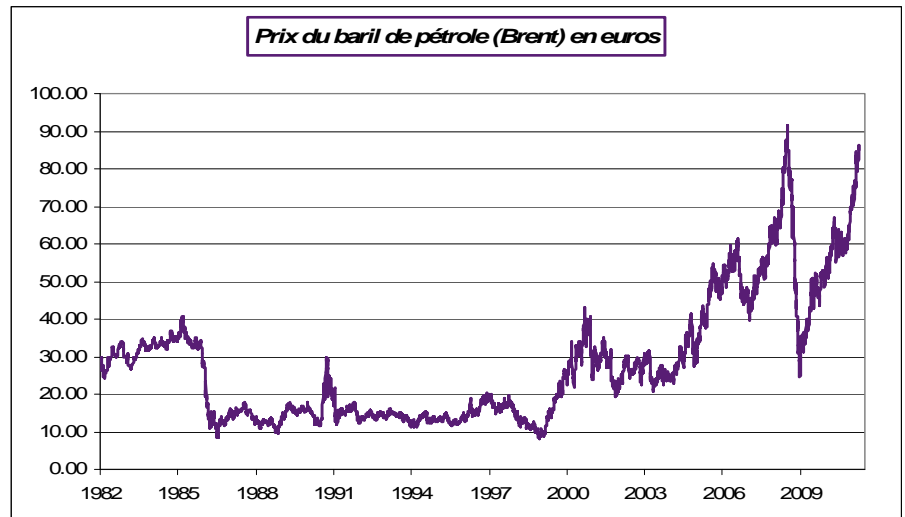
11 Avril 2011

Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Prix du pétrole en Euros

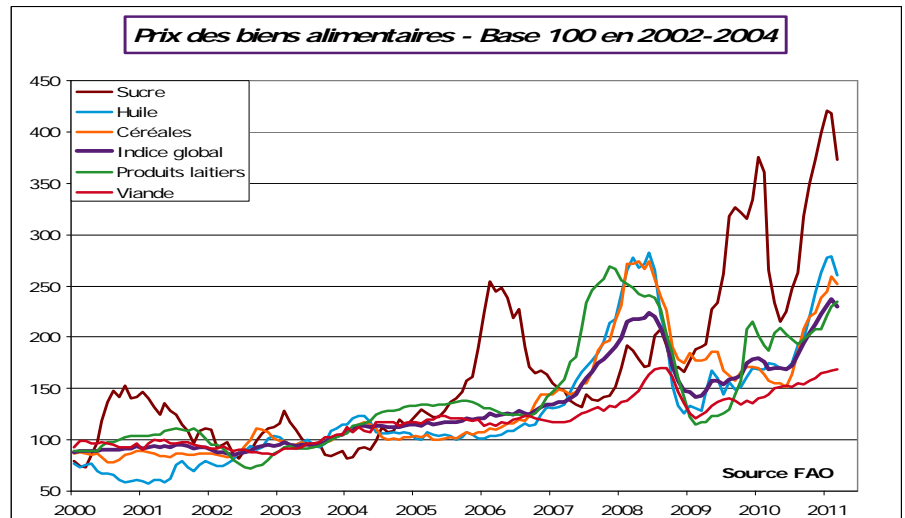
Le prix du pétrole continue de progresser. En dollars, il est repassé, pour la référence Brent, au dessus de 120 USD le baril. Exprimé en euros, le prix de l'or noir se rapproche des records qui avaient été touchés au début du mois de juillet 2008 (plus de 91 euros le baril). Il est actuellement voisin de 85 euros. Le chiffre est proche des plus haut de 2008 parce que l'euro est un peu moins fort qu'à l'époque alors qu'en dollar le baril était proche de 140. L'euro évoluait, début juillet 2008, dans l'intervalle 1.55 - 1.6 contre le billet vert alors qu'il n'était qu'à 1.44 le 8 avril. En durcissant sa politique monétaire, la BCE peut limiter ainsi l'inflation importée.



Prix alimentaires

Les prix alimentaires reportés par le FAO se replient en mars de -2.9 %. C'est la 1^{ère} baisse depuis juin 2010.

On observe sur le graphique un repli du prix du sucre, des produits gras et aussi des céréales. Le mouvement d'inflexion reste très limité. Sur le sucre et les produits gras, le mouvement de repli est lié à une offre qui s'est accrue. Sur le marché des céréales, il y a eu beaucoup de volatilité. La production 2010 s'est légèrement repliée et, en raison d'une demande forte, Chine notamment, il a été nécessaire de prendre dans les stocks. Dès lors, même si la production 2011 augmente, il n'est pas certain que cela suffise pour restaurer les stocks alors que la demande est encore attendue en hausse.

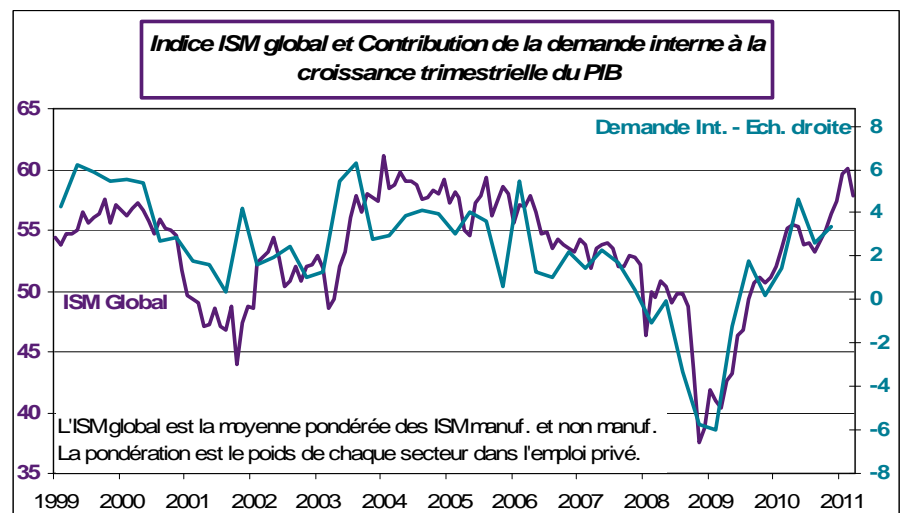


ECONOMIE AMERICAINE

Indice ISM Global

L'indice ISM global, moyenne pondérée des 2 ISM manufacturier et non manufacturier, s'est replié pour la première fois depuis août 2010. Sa moyenne à 59.2 reste 3 points au dessus de la moyenne du dernier trimestre 2010. Cela devrait se refléter dans une demande interne robuste si l'on suit la cohérence constatée sur le graphique ci contre.

On notera que c'est le secteur non manufacturier qui tire cet indice vers le bas puisque l'enquête du secteur manufacturier était stable. C'est la composante, activité courante (production) qui se replie le plus rapidement. L'activité à venir est aussi un peu moins bien orientée. Pas de conclusions excessives au regard du repli de cet indicateur. Il était à un niveau très élevé. Il consolide.



ANTICIPATIONS HEBDO

11 Avril 2011

Graphiques d'illustration

ECONOMIE ANGLAISE

Enquête PMI/Markit

Rebond au cours du 1^{er} trimestre de l'indice synthétique de l'enquête PMI/Markit en Angleterre. On peut espérer une reprise du PIB après le repli de celui-ci au cours des 3 derniers mois de 2010.

Cette amélioration de l'indice synthétique traduit deux mouvements de sens inverses. L'indice du secteur manufacturier se replie rapidement depuis le point haut de janvier 2011 alors que l'indice des services progresse, compensant ce repli manufacturier.

Après la fragilité de la fin d'année 2010, les signaux issus des enquêtes sont un peu plus robustes. Cependant, en contrepoint, on notera le repli en février de la production industrielle alors que la production manufacturière était stable. La situation est encore incertaine en Angleterre.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

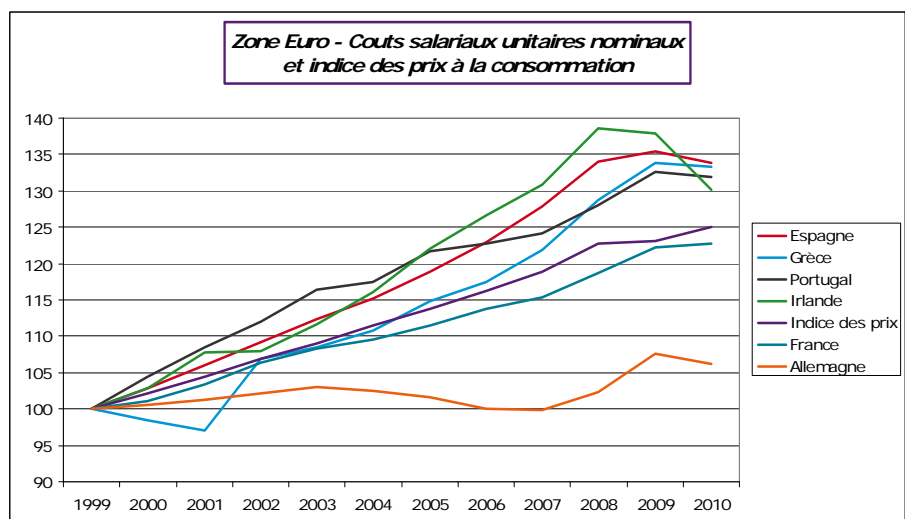
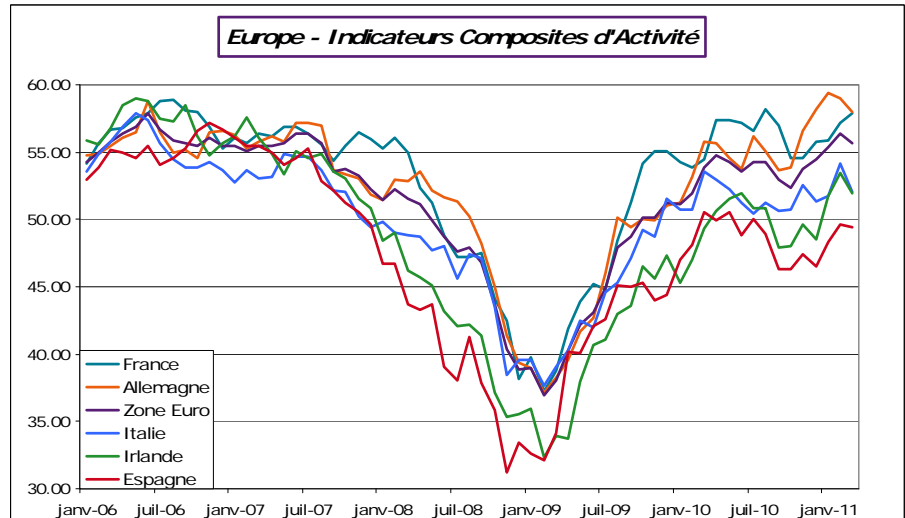
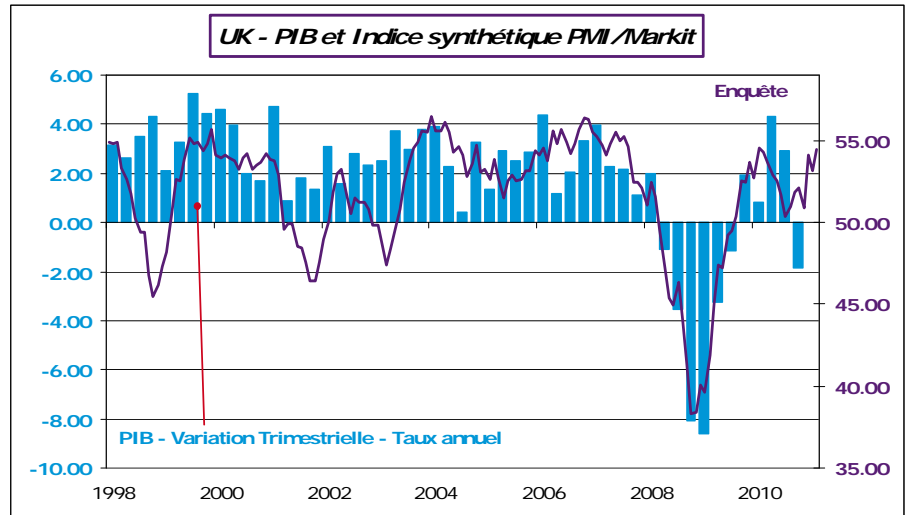
Enquête PMI/Markit

Les indices synthétiques issus de l'enquête PMI/Markit sont en repli pour l'ensemble des pays de la zone Euro à l'exception de la France. L'indice de la zone euro reste néanmoins très au dessus de sa moyenne du dernier trimestre 2010. Il est en moyenne à 55.8 sur le 1^{er} trimestre soit 2 points de plus que sur le dernier trimestre 2010. Cela se reflètera dans une croissance du PIB plus robuste.

On notera qu'en Allemagne les 2 composantes (manufacturière et services) sont en repli alors qu'en France la hausse des services compense très largement le repli manufacturier. Repli en Irlande et en Espagne. On notera aussi que l'Espagne tarde à repasser au dessus de 50 pour cet indicateur représentatif de l'économie globale. C'est préoccupant.

Coûts salariaux unitaires

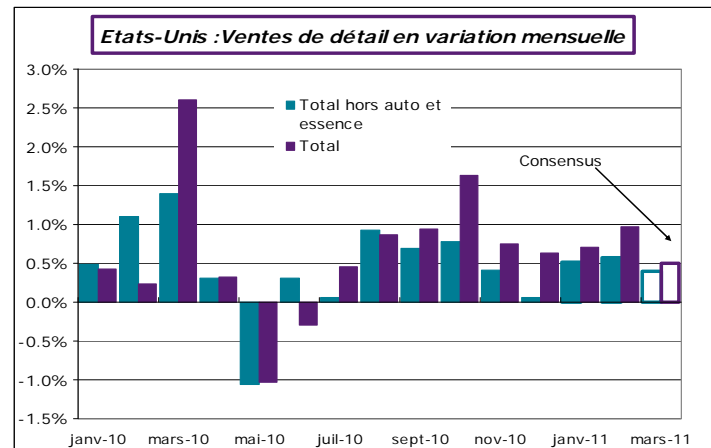
Sur le graphique ci contre figurent les coûts salariaux unitaires nominaux au sein de la zone Euro. On constate une divergence marquée entre l'Allemagne et les autres pays. On observe un début de modération des coûts en 2010 notamment en Irlande. La question posée est de savoir si la convergence des coûts salariaux, évoquée dans le pacte pour l'Euro (surveillances des coûts pour éviter de trop importants déséquilibres) doit se faire davantage par une baisse des coûts en Grèce, en Irlande ou au Portugal ou par une hausse des coûts allemands. Au regard des alertes de la BCE sur le risque d'inflation salarial, il est probable que le choix a été fait d'accroître les pressions sur les coûts salariaux des pays périphériques. Cela ne facilitera pas une reprise durable en Europe.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

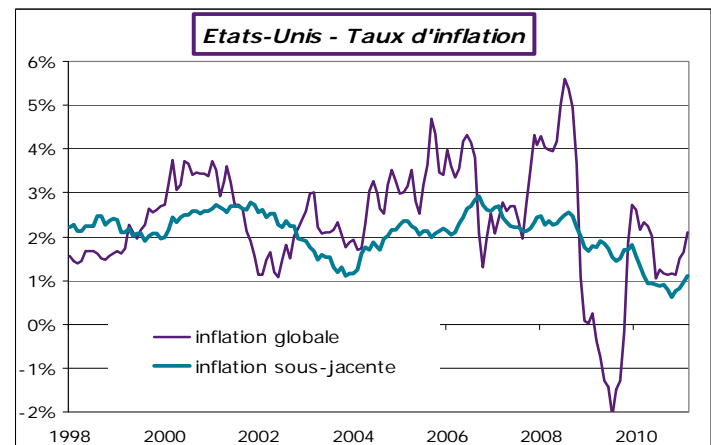
Etats-Unis

- ▶ Parution du Beige Book de la FED, le 13 avril à 20h.
- ▶ Publication d'indicateurs d'activité.
 - Enquête Empire State dans le secteur manufacturier (enquête régionale menée dans l'Etat de New York) en avril - le 15 avril à 14h30 (mars 17.5, consensus 16.8)
 - Production industrielle et Taux d'Utilisation des Capacité de production (mars) – le vendredi 15 avril à 15h15. Production Industrielle (février 0 % en var. mens., consensus 0.5 %). TUC (février 77, consensus 77.4).
- ▶ Parution des prix à la consommation (Référence CPI) de mars, le 15 avril à 14h30. **Indice général** (février 2.1 % en glissement annuel, consensus 2.6 %) **Indice sous-jacent** (février 1.1 % en glissement annuel, consensus 1.2 %).
- ▶ Publication des prix à la production de mars, le jeudi 14 avril à 14h30. **Indice général** (février 5.6 % en glissement annuel, consensus 6.2 %) **Indice sous-jacent** (février 1.8 % en glissement annuel, consensus 1.9 %).
- ▶ Parution d'indicateurs relatifs aux ménages
 - Ventes au détail pour mars, le mercredi 13 avril à 14h30, **Indice Total** (février 1 % en variation mensuelle, consensus 0.5 %), **Indice Total hors auto et essence** (février 0.6 % en variation mensuelle, consensus 0.4 %)
 - **Indice de Confiance (préliminaire) de l'Université du Michigan (avril) – le 15/4 à 16h** (mars 67.5, cons. 69)
- ▶ Balance commerciale de février, le mardi 12 avril à 14h30 (janvier 46.3 Mrds de dollars de déficit, consensus 44).



Zone Euro

- ▶ Parution de l'inflation totale et sous-jacente (mars) – le vendredi 15 à 11h (février 1%, consensus 1.1% Indice sous-jacent et février +2.6%, consensus + 2.6% Indice total).
- ▶ Parution de la production industrielle (février) - le 13 avril à 11h (janvier. 0.8 % en var. mens., consensus 0.3 %)



Allemagne

- ▶ Publication de l'indice ZEW d'avril, le vendredi 15/4 à 11h - **Sentiment économique** (mars 14.1, consensus 11.3) **Situation courante** (mars 85.4, consensus 85.2)

France

- ▶ Parution de l'inflation (mars), le mercredi 13 avril à 8h45 (février 1.7 %, consensus 1.8 %).
- ▶ Publication de la production industrielle (février), lundi 11 avril à 8h45 (janvier 1 %, consensus 0.5 %)

Royaume-Uni

- ▶ Parution du taux de chômage de mars – le mercredi 13 avril à 10h30 (février 4.5 %, consensus 4.5 %)
- ▶ Parution de l'indice des prix à la consommation de mars – le mardi 12 avril à 10h30 (février 4.4 % en glissement annuel, consensus 4.4 %)

