

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Mai 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine

- Les enquêtes PMI/ISM qui donneront le ton sur la conjoncture immédiate, les pressions éventuelles sur l'activité et le profil des taux d'intérêt (mercredi et vendredi).
- Les chiffres de l'emploi et du chômage aux Etats-Unis (vendredi)
- L'estimation flash du taux d'inflation en zone Euro (mardi)
- L'activité industrielle au Japon (Production industrielle) (mardi)



Les points majeurs à retenir sur la semaine écoulée

- Confirmation de la croissance forte en Allemagne au 1^{er} trimestre. Importance majeure de l'investissement dans le profil de l'activité.
- Les signaux sur l'activité anglaise sont préoccupants. Le détail des chiffres du PIB montre une contraction de la demande interne pour le 2^{ème} trimestre consécutif.
- Pas de progression de la consommation américaine en avril
- Les taux d'intérêt 10 ans en zone Euro sont passés au dessous de 3 %.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- La situation anglaise est ennuyeuse car la politique très restrictive se traduit par une demande interne qui se contracte et des importations qui se réduisent. Cela a un impact marqué sur la dynamique des pays européens pour lesquels l'Angleterre est un partenaire commercial de premier rang
-



Les thèmes abordés dans le document

- Le thème de la semaine porte sur la dynamique des taux d'intérêt. Le repli sous 3 % des taux de la zone Euro traduit une situation particulière tant sur le plan macroéconomique que sur celui de l'aversion au risque. Page 3
- Une autre problématique est celle de l'évolution de la demande privée (consommation des ménages + investissement). Entre l'Angleterre, les Etats-Unis, l'Allemagne et la France les situations et les profils sont très différents. Voir page 6.

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Mai 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 23 AU 29 MAI 2011

- ▶ Le PIB allemand a été confirmé à 6.1 % au 1^{er} trimestre (1.5 % en taux non annualisé) après 1.5 % au dernier trimestre 2010. La croissance de l'activité sur un an est de 4.8 % et l'acquis est déjà de 2.7 %. Sa dynamique résulte dans sa capacité à amplifier l'impact à la hausse des exportations via une progression rapide de l'investissement. Le ratio Exportations sur PIB en volume est au plus haut historique à 52.3 %. Cela entraîne l'investissement des entreprises (productif et bureau) et permet d'améliorer la situation du marché du travail. Cela n'est pas encore suffisant néanmoins pour faire de la consommation un vecteur fort de la croissance allemande. Au 1^{er} trimestre sa contribution a été de 0.9 % en taux annualisé (voir la partie graphes supplémentaires page 6)
- ▶ L'indice IFO est stable sur le mois à un niveau toujours élevé (voir graphe page 7)
- ▶ Les enquêtes PMI en zone Euro sont moins dynamiques en mai, surtout dans le secteur manufacturier – voir page 7
- ▶ Repli des commandes à l'industrie en zone Euro au mois de mars (-1.75 %). Première baisse depuis septembre 2010. Au regard de l'indice des commandes dans l'enquête PMI/Markit pour le secteur manufacturier, ce reflux va se poursuivre au printemps.
- ▶ En Allemagne, le taux d'inflation, estimation flash, est à 2.2 % en mai, en ralentissement par rapport au chiffre de 2.3 % d'avril.
- ▶ En Angleterre, la progression du PIB à 1.9 % en T1 est confirmée après -1.85 % en T4 2010 (+0.47 % et -0.47 % en taux non annualisé). Sur un an l'activité augmente de 1.8 % et l'acquis est de 0.7%. La demande interne se contracte pour le 2^{ème} trimestre consécutif. La consommation et l'investissement reculent sur le trimestre comme au trimestre précédent. Les importations chutent. Seules les exportations et les dépenses publiques progressent. La situation anglaise est périlleuse car la politique d'ajustement budgétaire pèse sur la demande interne. Les exportations ne vont pas s'accélérer brutalement chaque trimestre. C'est inquiétant.
- ▶ En Suède le PIB a augmenté de 3.3 % en taux annualisé au 1^{er} trimestre (demande interne et stocks). L'acquis est de 3.5 % en 2011 à la fin du 1^{er} trimestre après déjà une croissance de 5.4 % en 2010.
- ▶ Le chiffre du PIB US du T1 est inchangé (+1.8 %) dans la 2^{ème} estimation. La consommation est révisée à la baisse.
- ▶ Consommation américaine qui en avril est stable et n'a qu'un acquis de 0.25 % non annualisé par rapport au 1^{er} trimestre 2011. C'est peu. Cela s'explique sûrement en partie par l'évolution des revenus. De 2004 à 2007 le revenu personnel hors inflation progressait de 0.21 % en moyenne par mois. Sa progression depuis janvier 2010 n'est plus que de 0.12 %.
- ▶ L'indice de confiance de l'université du Michigan est, à 74.8 contre 69.8 en avril, dans la partie haute du corridor que suit cet indicateur depuis le début de l'année 2010. L'amélioration de mai ne change pas la perception d'un consommateur inquiet.
- ▶ Repli des commandes de biens durables en avril aux USA à -3.6 % (repli des commandes d'avions civils). Les commandes de biens d'équipement, reflet de l'investissement, se sont également repliées, fragilisant éventuellement la dynamique de croissance.
- ▶ Le désordre continue de régner sur les chiffres japonais en Avril. Le taux d'inflation est de 0.3 % (0 en mars) principalement en raison d'un taux sous jacent qui passe de -0.7 % à -0.1 % entre mars et avril. Les ajustements internes qui se reflètent dans cet indice sous jacent sont brutaux.
- ▶ La consommation des ménages japonais toujours en baisse. Le repli est de -4.8 % sur un an en avril après -8.3 % en mars. Dans le même temps les exportations chutent encore. Elles se replient, en volume, de -7 % en avril sur un mois après -8 % en mars. Par rapport aux mois de janvier et février, les exportations, en volume, ont chuté de -9.6 % en moyenne sur mars et avril. Le choc est très violent. Selon la même mesure, les importations ont baissé de -1.75 % mais uniquement en raison du mois de mars. Les importations ont repris en avril. De la sorte, le solde du commerce extérieur est négatif en avril. Il est de -496 Mds de yen contre une moyenne mensuelle positive de +550 Mds sur l'ensemble de 2010.
- ▶ La dynamique de récession de l'économie japonaise n'est pas encore inversée.

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 23 AU 29 MAI 2011

- ▶ Dans ses prévisions consensuelles de printemps, l'OCDE suggère que la Fed devrait commencer à remonter ses taux dès cette année. L'institution du château de la Muette suggère un taux d'intérêt de 1 % à la fin de l'année. Pourtant les prévisions de croissance sont modestes (2.6 % cette année) et le taux de chômage restera élevé même en 2012 (7.5 %). Dans ce contexte, avec un taux d'inflation limité (1.3 % aux USA en 2012), pourquoi inciter à un relèvement de taux d'intérêt? C'est une vraie question puisqu'un taux d'inflation à 1.3 % en 2012 peut traduire un taux d'inflation insuffisant par rapport à une cible de 2%, indiquant ainsi que la politique monétaire américaine est plutôt restrictive.
- ▶ Dans son rapport semestriel sur les changes, le Trésor américain maintient ses pressions sur la Chine pour accentuer la réévaluation de sa monnaie. Le renminbi s'est apprécié à fin avril de 5.1 % depuis la décision de la Chine de laisser sa monnaie s'apprécier au mois de juin 2010. Malgré ces critiques réitérés sur la valeur de la monnaie chinoise, le Trésor américain n'a pas évoqué le terme de "currency manipulator".
- ▶ Discussions toujours autour de la dette grecque. Il y a 3 thématiques 1 - La solidarité au sein de la société grecque. C'était le sens de la réunion de vendredi dernier 2 - La vente d'actifs détenus par l'Etat afin de faire face à l'accélération de la dette 3 - Le reprofilage de cette dette avec sur ce point des avis très différents. Ces 3 questions sont à l'ordre du jour et sont toutes les 3 importantes car un seul aspect ne peut résoudre la question posée. Il faudrait trouver néanmoins des éléments de solution assez vite

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 23 AU 29 MAI 2011

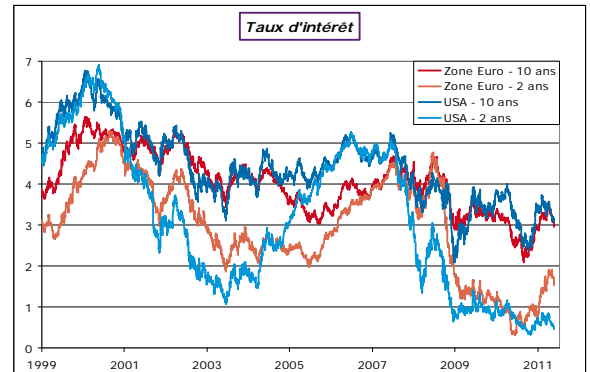
- ▶ Les marchés actions ont repris, l'indice MSCI EM a gagné 0.6%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a baissé de -0.45% sur la semaine. Le spread s'est élargi à 315 pb (+ 15 pb liés à la baisse des rendements 10 ans US).
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements ont consolidé face au billet vert : real brésilien +1.04%, rand sud africain -0.15% et Livre turque -1.15%.
- ▶ En Chine, le PMI flash de l'enquête Markit/HSBC pour le secteur manufacturier est sorti à 51.1 en mai (vs 51.8), indiquant une modération de l'activité mais avec une réduction des tensions nominales à l'image de l'indice des prix d'achat qui s'inscrit à 60.1 vs 62.4 en avril.
- ▶ Le Brésil a réhabilité la taxe IOF à un taux de 1% sur les instruments obligataires de maturité inférieure à 30 jours. Cette taxe avait été abolie en janvier 2011. L'instauration de cette mesure indique que les autorités brésiliennes veulent privilégier les investissements de long terme, afin d'éviter les capitaux instables.
- ▶ Le Mexique a gardé son taux directeur inchangé à 4.5%, en raison de l'absence de pressions inflationnistes.
- ▶ La Turquie a gardé ses taux inchangés à 6.25% car confiante sur les effets des mesures macro prudentielles qui se verront au second semestre. La banque centrale a également indiqué que l'inflation devrait augmenter dans les prochains mois en raison des effets retardés de la hausse des prix des importations.

Que se passe-t-il sur les taux d'intérêt ?

Les taux d'intérêt refluent de façon significative aux Etats-Unis et en zone Euro. Le taux à 10 ans est passé sous le seuil de 3 % en Allemagne et il s'en approche rapidement aux USA. Ce mouvement baissier, qui a démarré il y a quelques semaines, s'observe aussi sur la partie courte (2 ans) de la courbe des taux.

La forte demande lors des adjudications, la semaine dernière aux Etats-Unis, ont bien montré l'intérêt des investisseurs pour ces classes d'actifs.

Cette dynamique des taux d'intérêt cristallise les inquiétudes et traduit les incertitudes des investisseurs dans un environnement nouveau.



IL Y A 3 PROBLEMATIQUES POSEES

La première est celle de l'activité économique. Si les taux d'intérêt restent bas malgré la reprise c'est que celle-ci ne crée pas de tensions fortes au sein de l'appareil productif.

Le choc brutal de la fin 2008 a provoqué une baisse significative de l'activité. Le rebond de la croissance n'a cependant pas eu l'ampleur susceptible de créer rapidement des tensions au sein de l'appareil productif, notamment sur le marché du travail. Le niveau d'emploi est faible aux Etats-Unis et en Zone Euro et les déséquilibres qui s'observent encore sur le marché du travail ne plaident pas pour une hausse rapide des tensions et donc des salaires. Ce point est essentiel car l'évolution des coûts salariaux va conditionner, via un taux de marge, le taux d'inflation sous jacent. Tant que la reprise restera limitée et sans rattrapage susceptible de créer rapidement des emplois, le taux de chômage restera élevé, limitant les pressions sur les salaires.

La reprise modérée de l'activité ne plaide donc pas pour un taux d'inflation élevé ni pour des taux d'intérêt forts. C'est ce schéma qui a été observé ces derniers mois maintenant les taux longs au dessous de 4 %.

Lorsque les données conjoncturelles s'infléchissent provoquant des interrogations sur la dynamique de la croissance, les anticipations de durcissement de la politique monétaire, qui pouvaient éventuellement exister, s'estompent. Cette inflexion érode les risques de tensions supplémentaires sur le marché du travail. C'est en partie ce qui s'observe aujourd'hui sur les données américaines. C'est la correction douce évoquée récemment par Will Dudley, le patron de la Fed de New York. En zone Euro, les indicateurs d'enquêtes (PMI/Markit ou Commission Européenne) suggèrent aussi une décélération de la croissance après un début d'année très fort.

Ce profil de l'activité n'est pas propre aux Etats-Unis ni à l'Europe. Il s'observe aussi en Chine. Les données conjoncturelles sur la Chine sont moins robustes qu'il y a quelques mois. L'investissement est moins dynamique, les ventes de détail moins rapides et les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise traduisent une croissance plus réduite. Cela aura deux impacts. Le premier sur l'activité de la zone Asie pour laquelle la Chine a un rôle moteur. Le deuxième sur la demande de matières premières qui sera un peu moins forte. Le prix des matières premières devrait donc continuer de se stabiliser. Le prix du baril s'est replié en moyenne sur le mois de mai par rapport à avril. Ce mouvement est probablement déjà perceptible dans les chiffres de l'inflation allemande de mai. Elle a été plus faible qu'attendue et serait cohérente avec ce mouvement sur le prix de l'énergie.

La composante de l'inflation liée au prix des matières premières aura progressivement une allure moins agressive qu'en début d'année. Les taux d'inflation auront donc sur un profil moins orienté à la hausse. Avec ce qui était évoqué plus haut sur le taux d'inflation sous jacent, le taux d'inflation sera plus faible en fin d'année qu'aujourd'hui. Pour les marchés obligataires c'est plutôt un signal positif.

En d'autres termes, en raison de l'inflexion de l'activité, les tensions sur l'appareil productif et sur le prix des matières premières sont moins marquées et éventuellement susceptibles de modifier le profil attendu des politiques monétaires. C'est ce qui s'observe sur les taux à 2 ans.

Le dernier élément majeur qui explique une grande partie du rush récent vers les obligations américaines et zone Euro est l'incertitude qui règne aujourd'hui sur le marché obligataire en raison de la situation des dettes périphériques européennes. Ces obligations américaines et allemandes servent de valeur refuge, tirant ainsi leurs rendements vers le bas.

Les discussions sur la dette européenne créent de l'incertitude et incitent les investisseurs à se réfugier vers les actifs pour lesquels les risques sont perçus comme limités. Tant que les questions urgentes soulevées récemment sur la Grèce et l'éventuel reprofilage de sa dette ou ce week-end sur la capacité de l'Irlande à revenir sur le marché en 2012 n'auront pas trouvé de réponses satisfaisantes, les investisseurs auront un biais vers les actifs les moins risqués. Seule la réduction de l'incertitude pourra provoquer des arbitrages différents.

Le mouvement baissier sur les taux d'intérêt reflète des critères rationnels même si les taux constatés apparaissent bas. Des taux d'intérêt plus élevés, comparables à ceux d'avant la crise, sont souhaitables. Ils reflèteraient alors un profil plus satisfaisant de la croissance et une résolution des questions européennes. Nous n'y sommes pas encore.

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Mai 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 27 MAI 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	27/05/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	3950.98	3332.46	4157.14	12.07	3.84	-1.00			
DAX	6914.19	7163.47	5816.20	7527.64	20.66	3.61	-1.42			
EuroStoxx	2792.82	2819.40	2507.83	3068.00	7.64	0.95	-1.21			
FTSE	5899.94	5938.87	4805.75	6091.33	14.32	0.66	-0.16	11.84	-0.42	0.73
SNP 500	1257.64	1331.10	1022.58	1363.61	20.67	5.84	-0.16	3.79	-0.43	-0.92
Nasdaq	2652.87	2796.86	2091.79	2873.54	22.79	5.43	-0.23	5.61	-0.82	-0.98
Nikkei 225	10228.92	9521.94	8605.15	10857.53	-1.22	-6.91	-0.89	-4.74	-12.28	-0.81
MSCI Emerging USD	1151.39	1147.82	889.66	1206.49	26.95	-0.31	0.64	9.18	-6.22	-0.12
MSCI World USD	1280.07	1338.47	1033.74	1391.86	23.40	4.56	0.14	6.13	-1.63	-0.62

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 27 MAI 2011

	Taux d'intérêt au 27 Mai 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	0.254	0.48	3.07	-0.004	-0.070	-0.080	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1.25	1.43	1.575	2.979	-0.005	-0.132	-0.062	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	0.83	0.929	3.290	0.000	-0.058	-0.070	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.340	0.174	1.130	0.000	-0.005	0.004	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (27/05/11)	2 ans (27/05/11)	10 ans (27/05/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-1.18 (-1.18) §	-1.10 (-1.16) §	0.09 (0.11) §	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.60 (-0.61) §	-0.65 (-0.72) §	0.31 (0.32) §	-0.206	-0.008	0.619				

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

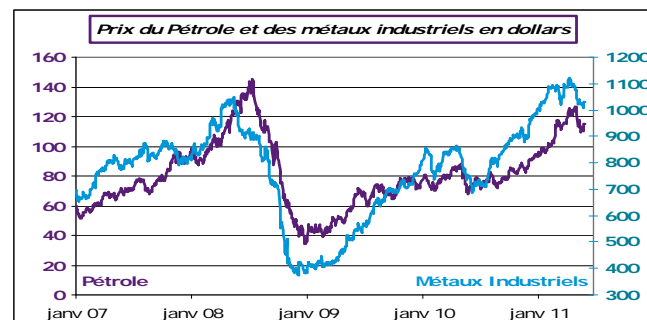
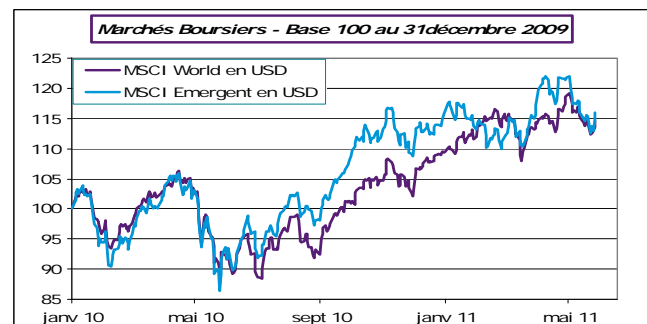
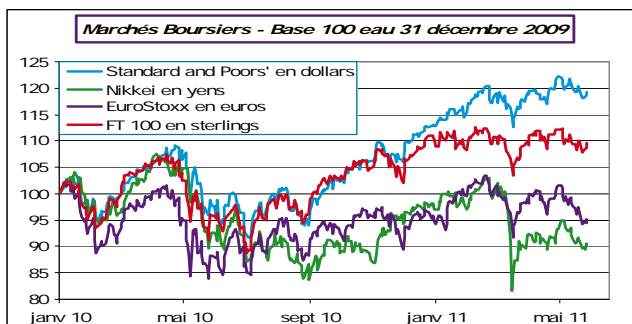
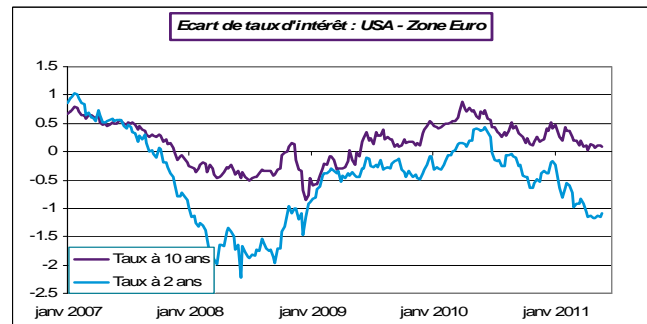
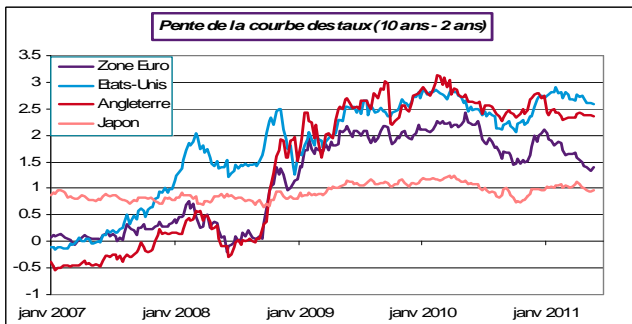
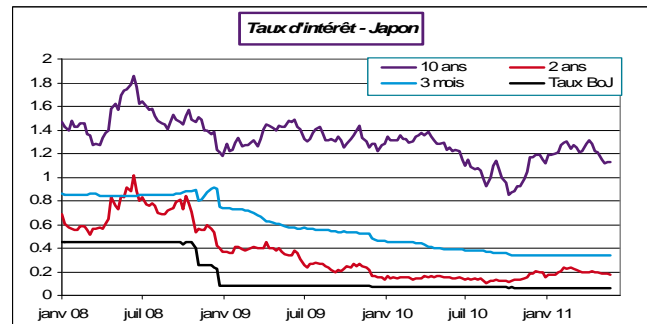
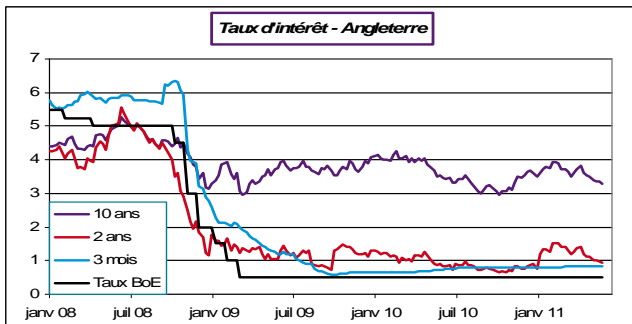
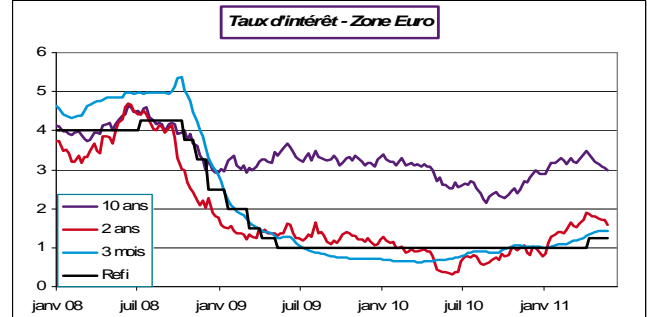
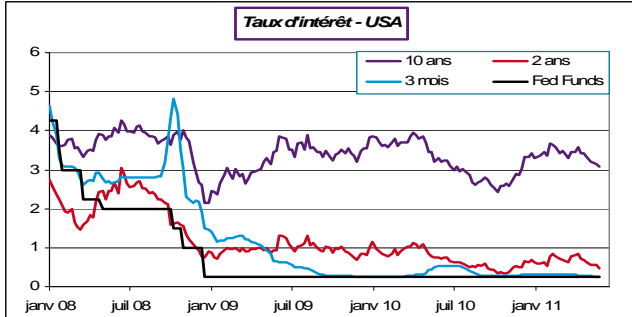
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 27 MAI 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	27/05/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.426	0.76	6.29	16.27	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	115.463	-0.07	6.12	3.69	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.867	-1.16	0.71	2.43	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	81.230	-0.66	-0.32	-9.79	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.646	1.66	5.16	13.75	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.493	0.00	-1.48	-4.93	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	115.17	3.82	24.09	57.70
	Euro	69.18	80.76	3.04	16.74	35.63
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1532.88	1.67	8.13	26.15
	Euro	1056.73	1074.93	0.90	1.72	8.50

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Mai 2011

Indicateurs Financiers au 27 Mai 2011



Graphiques d'illustration

DYNAMIQUE DE LA DEMANDE INTERNE

La publication du détail de la croissance anglaise au 1^{er} trimestre a fait apparaître une contribution négative de la demande interne pour le deuxième trimestre consécutif.

Curieux, j'ai voulu mieux cerner la dynamique de la demande privée anglaise. J'ai additionné la consommation des ménages et l'investissement. Ces données sont en volume et les graphes sont sur une échelle reflétant les données propres à chaque pays.

Sur le 1^{er} graphique j'ai fait figurer en rouge la demande privée anglaise. L'allure est habituelle, une forte progression jusqu'au début de l'année 2008, la rupture des dépenses privées au moment de la récession puis la reprise. Cependant, depuis 2 trimestres, l'impact de la politique mise en œuvre par le nouveau gouvernement anglais pèse sur les comportements privés. La demande repart à la baisse et sa dynamique s'éloigne rapidement de ce qu'elle était auparavant. J'ai fait figurer en gris la tendance calculée sur la période 2000 – T4 2007. Elle est prolongée jusqu'au T1 2011. J'ai indiqué sur les graphes, le taux de croissance annualisé de la tendance. Celle-ci progressait au rythme de 3.05 %. Le taux de croissance annualisé de la demande privée n'était que de 1.36 % entre le T1 2000 et le T1 2011. L'Angleterre ne pourra pas systématiquement dépendre de l'accélération brutale de ses exportations comme au 1^{er} trimestre 2011. Peut-on alors être optimiste sur l'Angleterre ? Surement pas la politique budgétaire contraint la demande privée alors que celle-ci est déjà fragile et en phase d'ajustement. Si cette politique est maintenue l'économie anglaise aura du mal à retrouver une croissance interne robuste et tirant son activité.

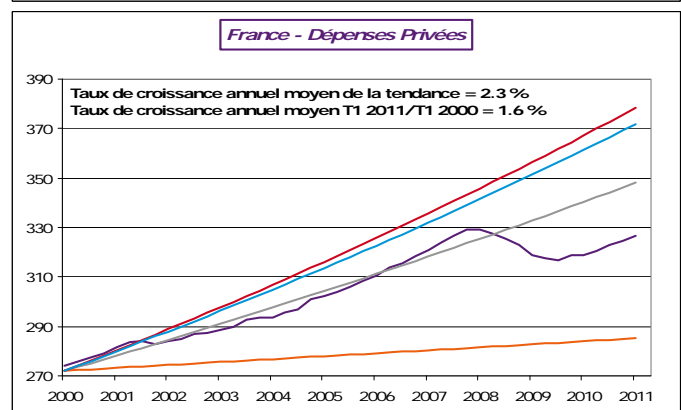
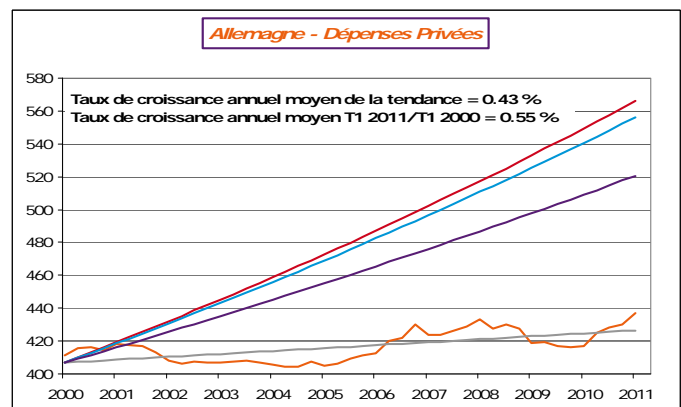
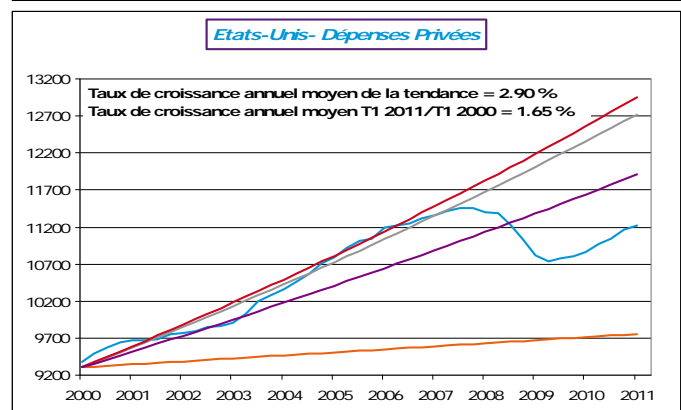
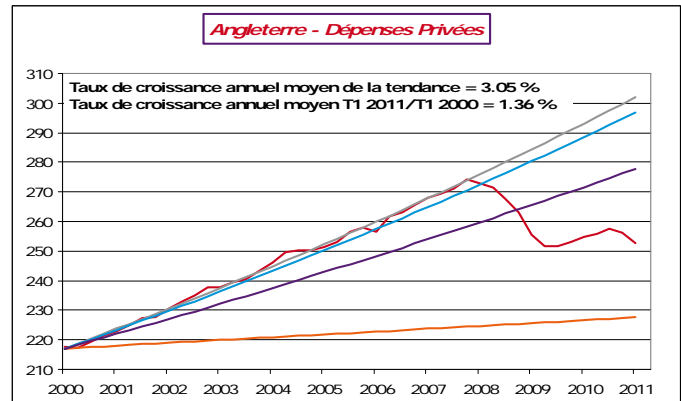
Ensuite je me suis demandé si le profil de la demande privée était identique au sein des autres pays industrialisés. J'ai regardé le cas des Etats-Unis. Le profil est conforme à ce que j'attendais compte tenu de la trajectoire du PIB. Cette demande est représentée en bleu sur le 2^{ème} graphique. La tendance en gris est un peu moins rapide qu'en Angleterre mais le taux de croissance moyen un peu plus élevé.

La France au 4^{ème} graphique a un profil proche de celui des Etats-Unis et sans surprise au regard de la trajectoire du PIB. La tendance est moins rapide qu'aux USA et en Angleterre mais le taux de croissance moyen est proche de celui des Etats-Unis puisque la rupture a été plus limitée.

Puis je me suis intéressé à l'Allemagne, pays de référence s'il en est. La demande privée figure en orange sur le 3^{ème} graphique. Il n'y a pas de rupture similaire aux autres pays parce que la conjoncture allemande ne dépend pas de sa demande privée. Celle-ci sur l'ensemble de la période progresse en moyenne de 0.43 % par an. La dynamique de l'Allemagne ne dépend pas de sa demande privée mais est conditionnée principalement par celle de ses exportations qui représentent plus de 52 % du PIB. Au regard de ces graphiques simples, on notera que la polémique récente sur les exportations allemandes plus vertueuses que celles de la France n'a pas d'intérêt et se trompe de sujet puisque le modèle de chacune des deux économies ne se ressemble pas au regard de la demande privée.

Pour continuer de croire l'économie allemande dépend uniquement de sa demande externe. C'est sa force tant que le commerce mondial s'accroît rapidement dans sa phase de rattrapage.

Sur chaque graphique figure la demande privée d'un pays dans une couleur donnée, sa tendance en 2000-2007 en gris et la tendance des 3 autres pays dans leur couleur et recalées sur le même point de départ.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

Indice PMI/Markit/HSBC

L'indice synthétique de l'enquête PMI/Markit/HSBC dans le secteur manufacturier s'infléchit encore au mois de mai. C'est ce que montre le graphe ci contre. L'analyse des composantes de l'enquête suggère une demande adressée aux entreprises moins rapide, notamment à l'exportation. On perçoit, au regard du chiffre de l'emploi, toujours robuste, que les entreprises ne se sont pas encore adaptées à ce nouvel environnement.

Cette conjoncture plus modérée ne devrait pas inciter la Banque de Chine à durcir davantage sa politique monétaire sauf à cibler le secteur immobilier en contraignant la dynamique des crédits via le taux des réserves obligatoire.

Ce moindre dynamisme aura une incidence directe sur les pays asiatiques et sur l'activité globale.

Elle se traduira par une demande de matières premières moins rapide et réduire de ce fait les préoccupations sur l'inflation.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Indices synthétiques de l'enquête PMI/Markit

Le graphe reprend les indices synthétiques, représentant l'ensemble de l'économie, issus des enquêtes PMI/Markit. L'indicateur de la zone Euro fléchit mais reste à un niveau élevé compatible à une progression encore rapide de l'activité. Sur les deux premiers mois du trimestre, l'indice moyen est de 55.1 contre 55.8 en T1 2011.

Les indices français et allemand indiquent aussi une progression moins rapide de l'activité globale. Ils restent toujours à un niveau remarquable et ne traduisent pas de rupture de l'activité. Le mouvement d'inflexion est plus marqué pour les autres pays de la zone Euro. C'est ce qu'indique la ligne verte dans le graphe. Le détail par pays sera intéressant pour mieux jauger la conjoncture de la zone Euro.

ECONOMIE ALLEMANDE

Enquêtes sur la conjoncture

Le graphique ci contre représente les 3 grandes enquêtes menées sur l'économie allemande. Elles sont représentées d'une même façon pour les rendre comparable.

On constate que chacune décrit le cycle mais les écarts peuvent avoir de la persistance. Le point important est la dynamique de retournement de l'indicateur qui permettra de repérer les changements de tendance de l'activité. L'IFO est l'indice ayant le plus d'inertie. C'est généralement le dernier à se retourner. Le ZEW, pris ici comme la moyenne des indices relatifs aux composantes courantes et aux anticipations, est parfois le plus volatil comme en 2005 et 2007.

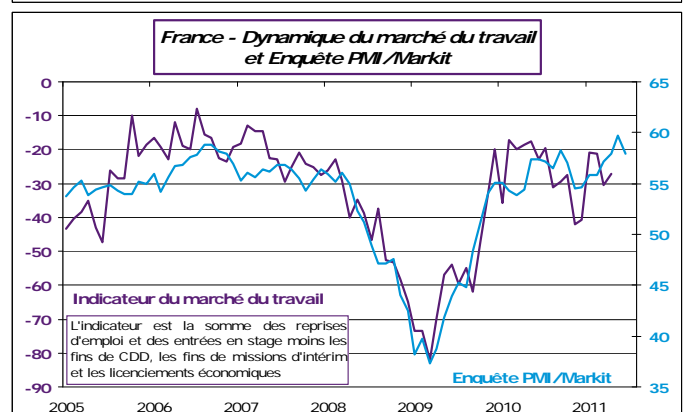
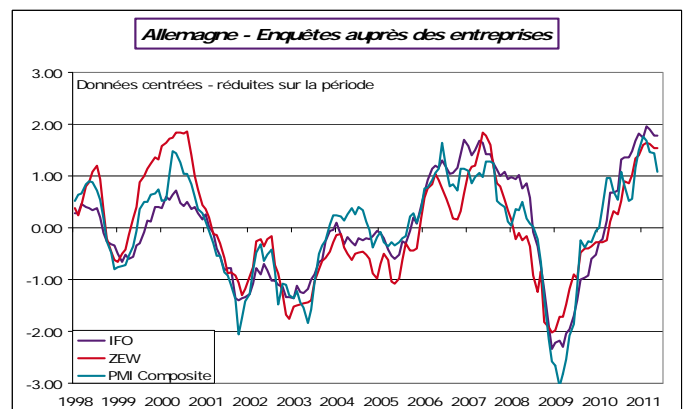
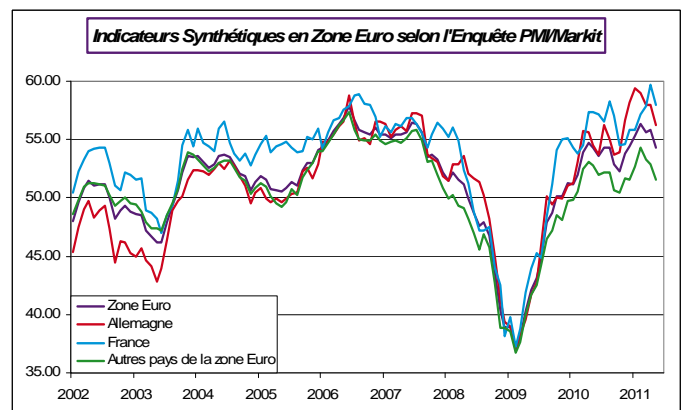
Sur la période récente, l'indice PMI/Markit est le plus prompt à suggérer un retournement de la tendance, en vain pour l'instant.

ECONOMIE FRANCAISE

Les chiffres du chômage et la Conjoncture

La publication mensuelle des chiffres des inscrits à Pole Emploi est toujours difficile à décrypter car intégrant des situations très différenciées. Mettre dans une même statistique globale ceux qui sont radiés administrativement et ceux qui retrouvent un emploi c'est effectivement indiquer des personnes sortant de Pole Emploi mais l'analyse ne peut être la même.

L'idée de l'indicateur ci contre est de ne prendre que les données reflétant un comportement lié à la conjoncture. C'est l'indicateur violet sur le graphe. Il évolue dans un couloir de -20 000 à -30 000 depuis le début de l'année 2010. Au regard de l'enquête PMI/Markit on constate que les entreprises restent prudentes dans leurs embauches. Le niveau de l'indicateur est inférieur à ce qu'il était en 2006-2007 avec un niveau d'enquête proche.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

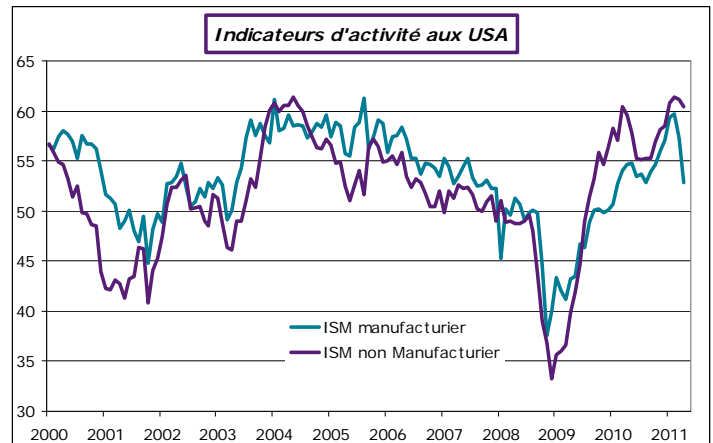
► Publications de quatre indicateurs d'activité

- **Indice ISM manufacturier (mai), le mercredi premier juin à 16h** (avril 60.4, consensus 57.5)
- **Indice ISM non manufacturier pour le mois de mai, le vendredi 3 juin à 16h** (avril 52.8, consensus 54)
- **Statistiques sur le marché du travail (mai), le 3 juin à 14h30** Taux de chômage (avril 9 %, consensus 8.9 %) ; Création d'emplois (avril 244 mille, consensus 190 mille)
- **Indice PMI Chicago de mai, le mardi 31 mai à 15h45** (avril 67.6, consensus 62.3).

► **Publication de la productivité et des coûts salariaux unitaires pour T1 2011 (2^{ième} estimation), le jeudi 2 juin à 14h30** (T1 2011 1^{ière} estim 1.6 %, consensus 1.7 % pour la productivité ; T1 2011 1^{ière} estim 1 %, consensus 0.8 % pour les coûts unitaires du travail)

► **Parution de la confiance des ménages (Conference Board) de mai, le 31/5 à 16h** (avril 65.4, consensus 66.5)

► **Parution de l'Indice du prix de l'immobilier Case-Shiller de mars, le mardi 31 mai à 15h** (février -3.3 % en glissement annuel, consensus -3.4 %)

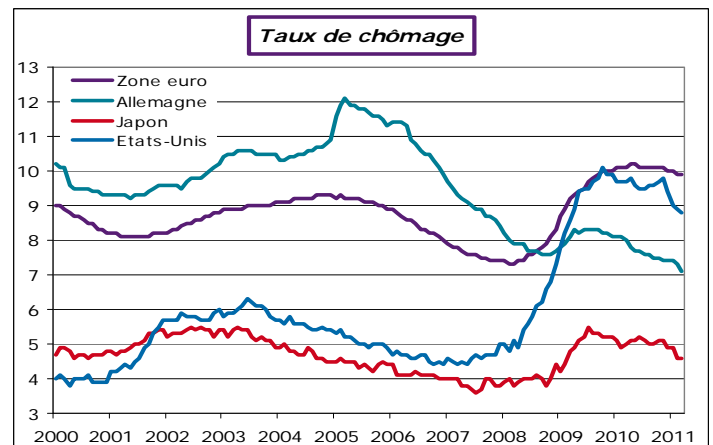


Zone Euro

► Publications de trois indicateurs d'activité

- **Enquêtes PMI-Markit (manufacturier) en mai – le 1^{er} juin à 10h.** Le chiffre préliminaire était de 54.8 (avril 58, consensus 54.8) Seront publiées le même jour, les PMI manufacturier relatifs aux pays de la zone euro
- **Enquêtes PMI-Markit (services) en mai – le 3 juin à 10h.** Le chiffre préliminaire était de 55.4 (avril 56.7, consensus 55.4). Seront publiées le même jour, les PMI services relatifs aux pays de la zone euro.
- **Taux de chômage (avril) – le 31 mai à 11h** (mars 9.9%, consensus 9.9%)

► **Publication du taux d'inflation (Flash) de mai, le mardi 31 mai à 11h** (avril 2.8 % ; consensus 2.8 %)



Allemagne

► **Publication de statistiques sur le marché du travail (mai), le 31/5 à 9h55** Taux de chômage (avril 7.1%, cons. 7%) Evolution du chômage (avril -37 mille, cons. -30 mille)

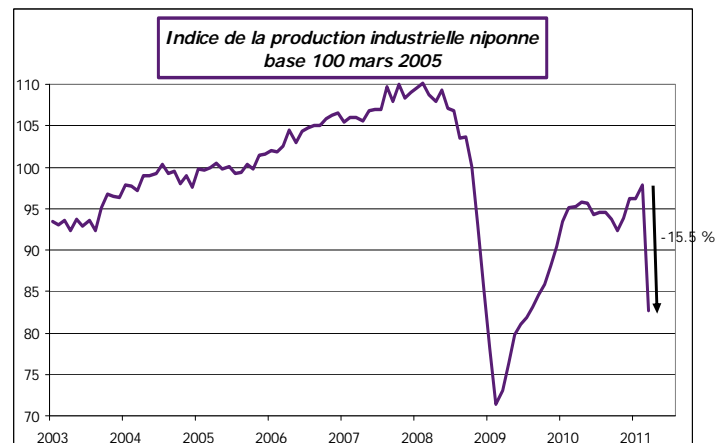
► **Parution des ventes de détail (avril), le 31 mai à 8h** (mars -2.7% en variation mensuelle, consensus 1.8 %)

France

► **Parution des dépenses des ménages (avril) le 31 mai à 8h45** (mars -0.7% en var. mens. Consensus 0%).

Japon

► **Publication du taux de chômage (avril), le mardi 31 mai** (mars 4.6%, consensus 4.7 %)



► **Parution de la production industrielle d'avril, le 31 mai** (mars -15.5 % en variation mensuelle, consensus 1.9 %)