



Les attentes de la semaine du 5 au 11 Mars

- Réunion de la Banque Centrale Européenne et de la Banque d'Angleterre.
- Les indicateurs de conjoncture du secteur non manufacturier.
- Chiffres de l'emploi aux Etats-Unis pour le mois de février.
- Taux d'inflation, balance commerciale, vente de détail et production industrielle en Chine. Mais c'est l'investissement qui nous intéressera.



Les points majeurs à retenir du 27 Février au 4 Mars

- Les indicateurs du secteur manufacturier n'ont pas confirmé la reprise de l'activité constatée autour de la fin d'année.
- L'indice synthétique stagne pour l'indicateur mondial mais s'infléchit aux Etats-Unis, est stable proche de 50 en Chine et continue de se contracter en zone Euro
- Opération d'apport de liquidité de la BCE. Le montant, 529.5 Mds €, est spectaculaire et 800 banques ont participé à l'opération.
- Signature du Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance au sein de l'Union Economique et Monétaire



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- L'opération LTRO constitue un engagement long de la BCE vis-à-vis du système bancaire. Cela signifie aussi que les taux d'intérêt resteront bas pendant un bon moment en zone Euro.
- La signature du traité européen engage les pays de la zone à tendre rapidement vers l'équilibre des finances publiques.
- Ce qui est difficile à comprendre est de faire d'un habituel instrument (le déficit public) un objectif de la politique économique au même titre que l'emploi



Les thèmes abordés dans le document

- Les indices d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise
- Un indicateur de dynamisme du commerce mondial
- L'évolution de l'inflation au Japon alors que la Banque du Japon a adopté une cible d'inflation
- La divergence marquée entre le taux d'inflation en zone Euro en février et le ralentissement voire la baisse sur un an du prix des matières premières
- La dispersion des taux de chômage en zone Euro
- La consommation des ménages en France. Elle est stable depuis plus de 4 ans.

ANTICIPATIONS HEBDO

5 Mars 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 27 FEVRIER AU 4 MARS 2012

- ▶ Le point majeur de la semaine est l'essoufflement constaté dans les indicateurs d'enquêtes au mois de février. Le graphique de la page 5 suggère que l'accélération constatée de l'activité autour de la fin d'année s'estompe. Les niveaux restent bien au dessus de ceux constatés à l'automne mais sans pour autant accélérer à nouveau et emballer la croissance.
- ▶ Au niveau global, prendre l'indicateur du secteur manufacturier est pertinent car c'est ce créneau sur lequel s'inscrit la dynamique mondiale. Les pays émergents, principaux supports de la croissance mondiale, ont une base principalement industrielle.
- ▶ L'indice mondial se situe, en février, au même niveau (51.1) qu'en janvier (51.2). L'activité progresse mais sans accélérer d'un mois sur l'autre. Le rythme n'est pas excessif puisque de 2002 à 2007, le niveau moyen de l'indice était de 53.2. L'activité mondiale est en hausse mais à un rythme réduit. Les indicateurs de production et de nouvelles commandes sont eux aussi bien inférieurs au niveau moyen sur la période citée.
- ▶ Aux USA, l'indice est en retrait par rapport à celui de janvier. L'indice s'est fixé à 52.4 contre 54.1 en janvier. Les tensions sont un peu moins fortes avec des délais de livraison un peu plus rapides et des nouvelles commandes qui reviennent sur leur niveau de long terme. Pas d'inquiétude mais pas d'accélération supplémentaire.
- ▶ Cela aurait pu être souhaitable en raison de la fragilité de la situation en Chine. L'indice PMI/Markit/HSBC est toujours en repli (par rapport au seuil de 50 à 49.6). Ce qui nous préoccupe ici n'est pas seulement l'ajustement chinois en tant que tel. C'est qu'en raison d'une dynamique modérée, l'Asie ne provoque plus une impulsion forte et durable sur le commerce mondial. C'est en cela que la situation chinoise est pénalisante pour la zone Euro.
- ▶ Le secteur manufacturier au sein de la zone Euro n'a pas encore retrouvé une allure d'expansion (49 en février contre 48.8 en janvier). Les nouvelles commandes sont réduites et celles liées à l'exportation continuent de se contracter. Cette absence d'échanges reflète bien la dynamique réduite de la croissance. En zone Euro, la reprise se fonde généralement sur une accélération des échanges intra-zone, cela n'est pas encore le cas.
- ▶ Amélioration significative de l'indice de confiance des ménages américains. La perception du marché du travail, actuelle et future, s'améliore.
- ▶ Consolidation des commandes de biens durables aux USA. Idem pour les biens d'équipements, précurseurs de l'investissement.
- ▶ Ralentissement significatif de la consommation des ménages en janvier aux USA. Depuis 3 mois, la variation mensuelle moyenne de la consommation en volume est de 0%. On ne peut pas exclure qu'au regard des données sur les commandes de biens d'équipement (investissement) et de la consommation il y ait une mauvaise surprise en T1. Le PIB du T4 a été revu à la hausse à 3% contre 2.8%. En moyenne annuelle, le taux de croissance est toujours de 1.7%.
- ▶ Repli de la consommation des ménages en France en Janvier (-0.4%). Sur 3 mois le repli est de -0.6 % (tx annuel) Voir le graphe page 6

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 27 FEVRIER AU 4 MARS 2012

- ▶ L'opération d'apport de liquidités de la part de la BCE a été de 529.5 Mds d'euros et a concerné 800 banques. L'opération est d'une durée de 3 ans avec une analyse au bout d'un an.
- ▶ L'objet de l'opération est un échange de risque entre le secteur privé et la BCE. De la sorte, la défiance constatée entre les banques en raison de la fragilité des portefeuilles bancaires s'estompe. Le risque n'est plus dans les portefeuilles bancaires mais dans le bilan de la BCE et a été remplacé par de la liquidité banque centrale sur laquelle le risque est nul.
- ▶ Les banques de la zone Euro indiquaient dans l'enquête de la BCE du mois de janvier qu'une raison majeure d'accroissement des contraintes de crédit était l'accès à la liquidité. Par cette opération la BCE réduit cette contrainte et évite un risque trop fort de credit crunch.
- ▶ L'opération se dénouera dans 3 ans. Elle est suffisamment longue pour que les risques des actifs portés par la BCE se soient réduits. Il est donc fait l'hypothèse que la situation sera redevenue "normale"
- ▶ Une raison invoquée de ce retour à une situation pourrait être la mise en application du Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance au sein de l'Union Economique et Monétaire. Ce traité, qui vient d'être adopté, a pour objectif de stabiliser les finances publiques. Il sera appliqué à partir du 1^{er} Janvier 2013 si 12 pays l'ont ratifié.
- ▶ Le point particulier de ce traité est que l'équilibre des finances publiques devient un objectif alors que cela était traité jusqu'alors comme un instrument. L'équilibre des finances publiques est il plus important que celui du plein emploi ? Le traité ne répond pas à la question. hélas

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 27 FEVRIER AU 4 MARS 2012

- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a bondi +1.1%. Le spread s'est resserré à 347 pb (-40 pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: real brésilien -1.2% (liés aux mesures pour freiner l'appréciation de la devise), rand sud africain +1% et Livre turque -0.5 %.
- ▶ En Chine, le PMI manufacturier officiel est sorti à 51 en février, indiquant une expansion de l'activité liée à la hausse des nouvelles commandes à l'exportation. Cependant, le ratio nouvelles commandes /stocks suggère un léger repli de l'activité à venir. (Le champs de cette enquête, grandes entreprises publiques, est différent de celui de l'enquête évoquée plus haut, PME liée au secteur privé)
- ▶ En Corée, la production industrielle a rebondi en janvier à +3.3% GM cvs (vs -0.7%), soit 2.7% GA cvs (vs 1.5%), liée sans doute à la reprise de la production suite aux inondations en Thaïlande.
- ▶ Les prix à la consommation ont progressé de +0.4% GM en février soit 3.1% GA (vs 3.4%), liés à la modération des prix alimentaires. Mais la hausse des prix de l'énergie menace la stabilité des prix domestiques.
- ▶ Au Brésil, le gouvernement a décidé d'allonger la maturité des prêts en devises étrangères de 2 à 3 ans qui sont assujettis à la taxe IOF (6%) afin de freiner l'appréciation du réal.

ANTICIPATIONS HEBDO

5 Mars 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 2 MARS 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	02/03/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3501.17	2781.68	4108.77	-13.78	10.80	0.98			
DAX	5898.35	6921.37	5072.33	7527.64	-4.22	17.34	0.83			
EuroStoxx	2316.55	2546.16	1995.01	3011.25	-14.25	9.91	0.89			
FTSE	5572.28	5911.13	4944.44	6082.88	-1.56	6.08	-0.40	1.21	6.40	1.53
SNP 500	1257.60	1369.63	1099.23	1374.09	2.90	8.91	0.28	8.63	7.07	2.25
Nasdaq	2605.15	2976.19	2335.83	2988.97	6.34	14.24	0.42	12.26	12.31	2.38
Nikkei 225	8455.35	9777.03	8160.01	10693.66	-7.64	15.63	1.34	-1.52	7.25	2.23
MSCI Emerging USD	916.39	1079.94	831.22	1206.49	-4.21	17.85	1.16	1.12	15.85	3.14
MSCI World USD	1182.60	1298.51	1074.50	1391.86	-3.96	9.80	-0.16	1.38	7.94	1.79

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 2 MARS 2012

	Taux d'intérêt au 2 Mars 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	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	0.476	0.28	1.99	-0.015	-0.030	0.010	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.948	0.186	1.851	-0.058	-0.044	-0.033	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	1.05	0.408	2.136	-0.050	0.012	0.064	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.11	0.990	0.000	0.005	0.020	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (02/03/12)	2 ans (02/03/12)	10 ans (02/03/12)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.47 (-0.52) [§]	0.09 (0.08) [§]	0.14 (0.10) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		0.10 (0.09) [§]	0.22 (0.17) [§]	0.28 (0.19) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

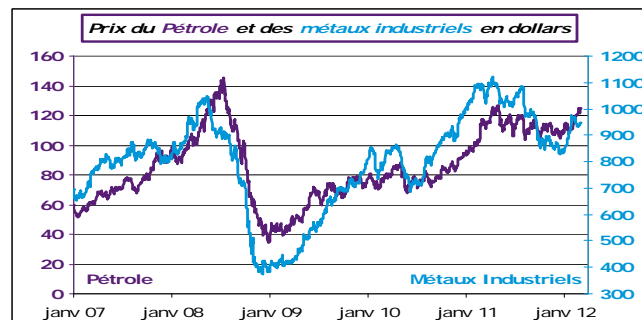
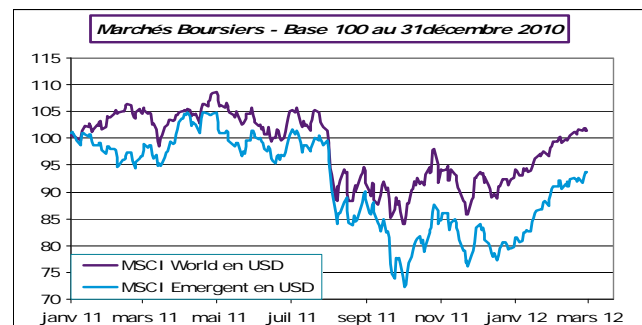
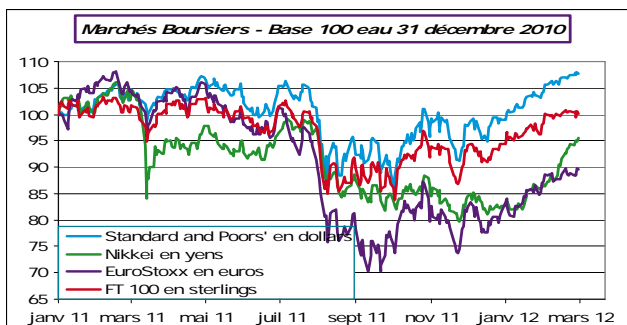
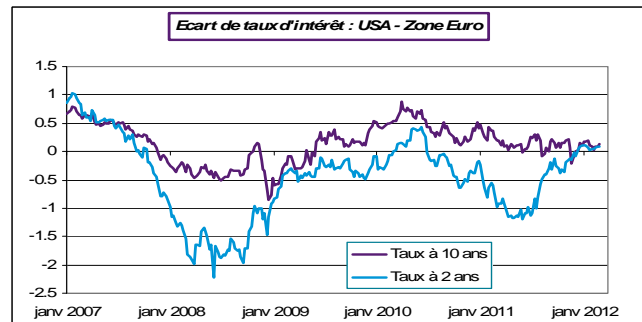
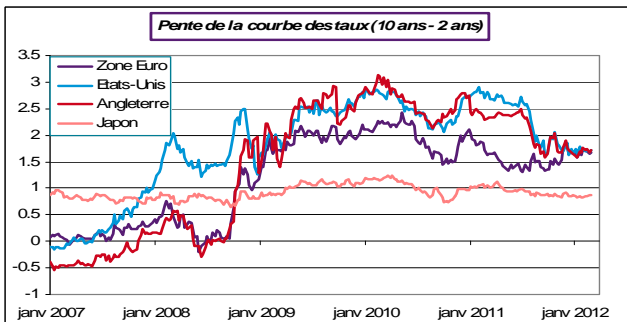
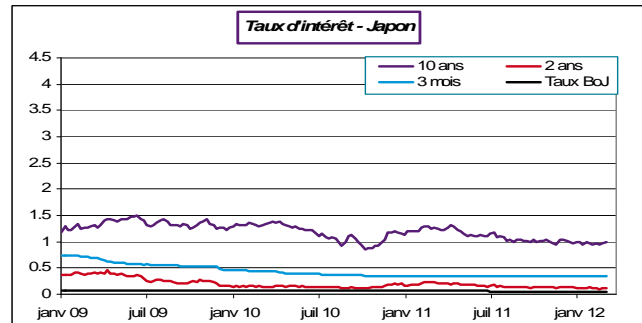
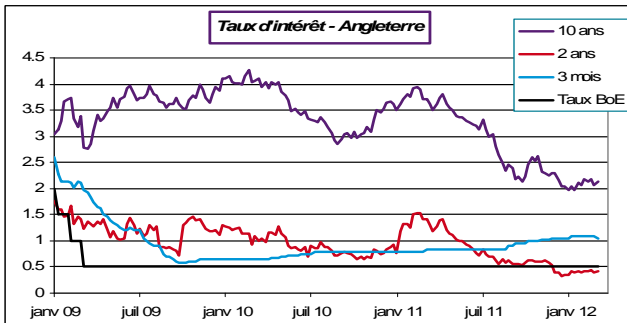
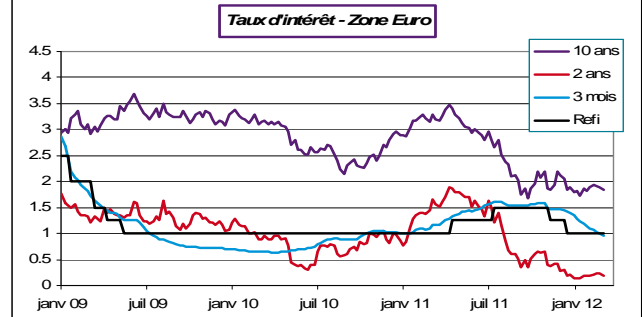
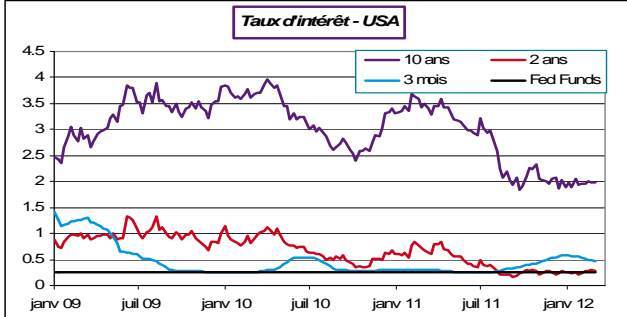
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 2 MARS 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	02/03/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.321	-1.92	1.72	-5.27	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	107.687	-0.86	7.82	-6.21	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.833	-1.82	-0.31	-2.18	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	81.290	1.57	4.57	-0.68	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.586	-0.01	2.03	-2.60	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.299	0.02	0.08	-4.16	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	124.97	0.28	15.41	8.34
	Euro	83.41	94.64	2.24	13.46	14.37
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1713.49	-3.62	8.82	20.62
	Euro	1212.94	1297.62	-1.73	6.98	27.33

ANTICIPATIONS HEBDO

5 Mars 2012

Indicateurs Financiers au 2 Mars 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Enquêtes menées en Février 2012

Le graphique ci-contre représente les indices synthétiques issus des enquêtes menées auprès des entreprises du secteur manufacturier. L'indice mondial est quasi stable passant de 51.2 en janvier à 51.1 en février.

L'allure globale du graphique suggère que la phase d'amélioration constatée autour de la fin d'année est en train de s'épuiser. L'indice ISM aux Etats-Unis ralentit mais reste néanmoins à un niveau cohérent avec une progression de l'activité. Il est proche de sa moyenne historique. Cette inflexion se constate aussi au Royaume Uni, au Japon et en Zone Euro. L'indice BRIC continue de s'améliorer sous l'impulsion du Brésil dont l'indice repasse au dessus de 50 signifiant ainsi une amélioration de l'activité manufacturière.

Le schéma n'est pas à la rupture mais l'on ne perçoit pas d'accélération supplémentaire de l'activité.

Indice de dynamique du commerce mondial

En raison de l'importance du commerce mondial dans la dynamique conjoncturelle, j'ai construit une variable indicatrice de celui-ci à partir des éléments liés aux nouvelles commandes à l'exportation. Le graphe permet de visualiser les phases changeantes du cycle du commerce global.

Le point bas avait été touché en septembre 2011. Le rebond s'est fait avec à-coups et reste en février inférieur à 0. Cela reflète le fait qu'il y a plus de pays qui constatent une baisse de leurs nouvelles commandes à l'exportation que de pays observant une hausse de celles-ci.

Cela signifie qu'à court terme, on ne doit pas imaginer que la croissance puisse spontanément repartir à la hausse en raison d'une progression rapide des échanges.

ECONOMIE ASIATIQUE

Indice Production PMI/Markit et Production Industrielle

Le graphe ci contre rapporte les indices de production des enquêtes PMI/Markit des 3 grands pays émergents d'Asie et l'indice de la production industrielle de la région en variation sur 3 mois.

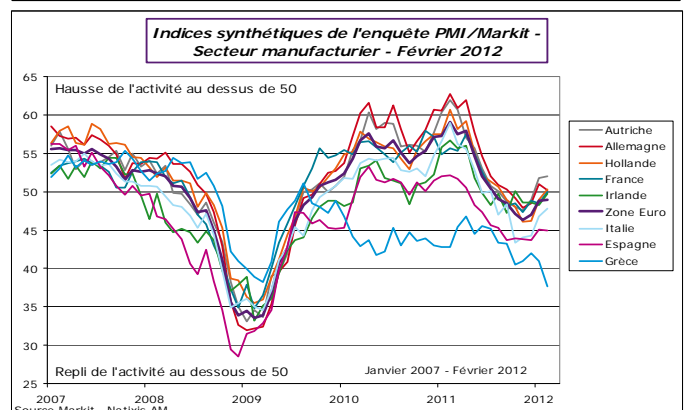
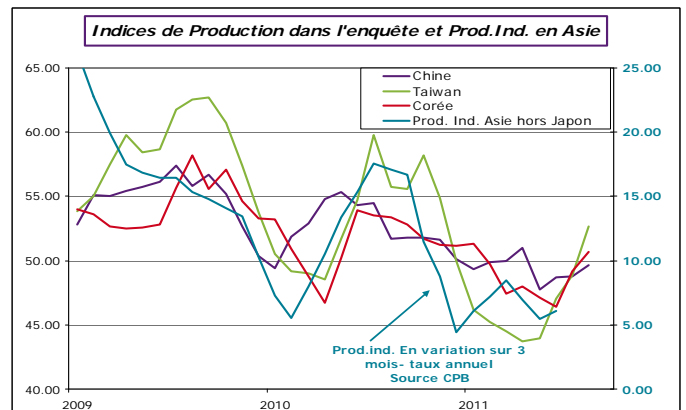
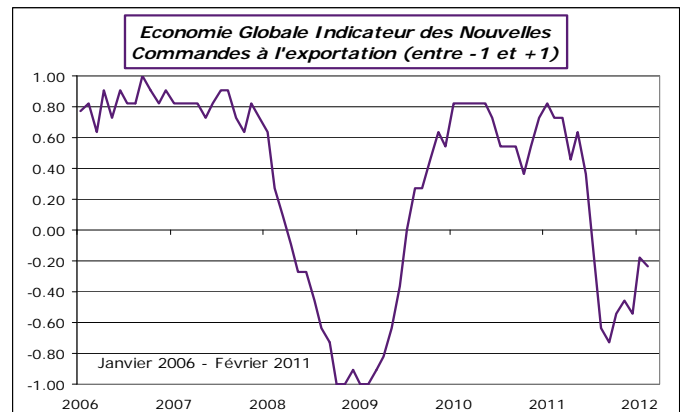
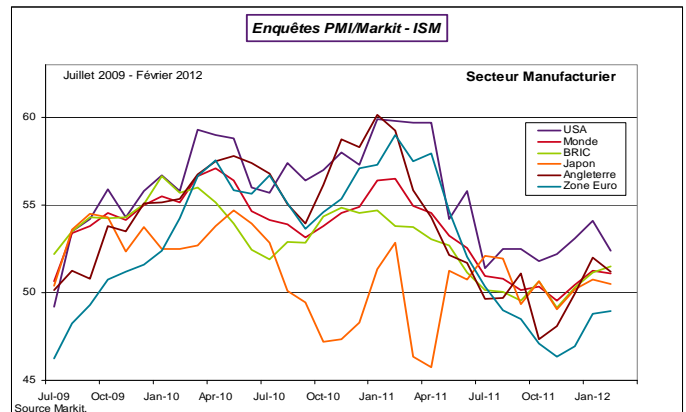
On remarquera la cohérence de l'ensemble de ces données. Cela suggère qu'en cas de prolongement dans le temps de l'embellie constatée en Corée et à Taiwan, l'indice de production industrielle de la région devrait avoir une meilleure allure.

L'indicateur chinois en retrait nous empêche néanmoins pour l'instant toute conclusion hâtive. Si effectivement la situation chinoise ne rebascule pas vers le haut, il est probable que cela entraîne un nouveau ralentissement des indicateurs régionaux.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Indice PMI/Markit de février 2012

Les indices du secteur manufacturier au sein de la zone Euro reflètent toujours une économie manquant de dynamisme. L'indice pour l'ensemble de la zone Euro est encore sous le seuil de 50 indiquant une contraction du secteur. Les indices allemand, français, hollandais et irlandais sont proches de 50 indiquant une stabilité de l'activité en février par rapport à janvier. Dégradation un peu moins rapide en Italie. En revanche, il y a absence de rebond en Espagne. Cela est le plus préoccupant après les chiffres désastreux du 4^{ème} trimestre 2011. EN Grèce, l'activité se contracte très rapidement avant même la mise en place du plan d'austérité. Pas de rebond immédiat envisageable en Grèce.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DU JAPON

Evolution de l'inflation en janvier 2012

La question de l'inflation n'est toujours pas résolue au Japon. Le taux d'inflation s'inscrit à 0.1 % en Janvier alors que le taux d'inflation sous jacent est à -0.8%.

L'accélération à la hausse sur le mois de janvier reflète une contribution des produits alimentaire plus rapide.

D'une manière générale, le graphique montre la nécessité de la mise en place d'une cible d'inflation, c'est ce que la Banque du Japon a fait au début du mois de février (1 % à court terme; 2% à moyen et long terme).

On constate néanmoins que depuis 1998, le taux d'inflation sous jacent est rarement passé positif. Or c'est cet indicateur qui reflète les conditions de l'activité au Japon et notamment les tensions sur le marché du travail. La crainte est que ces objectifs soient des leurres et ne fonctionnent pas.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Taux d'inflation en Février

L'estimation flash de février est ressortie à 2.7 % contre 2.6 % en janvier.

On constate sur le graphe que les variations sur un an du prix du pétrole et du prix des matières premières alimentaires ralentissent nettement, passant négative pour ces dernières.

Le maintien d'un taux d'inflation plus élevé en zone Euro peut traduire des délais d'ajustement entre l'évolution du prix des matières premières et le taux d'inflation. Ces retards sont généralement rapides à se résorber. Cela peut aussi être un ajustement de l'indice sous jacent et une moindre homogénéité des comportements, pays par pays.

La période va être intéressante à suivre car comme le montre le graphe ci-dessous (3^{ème} de la colonne) il y a une forte divergence des comportements et cela pourrait influencer, au moins à court terme, les comportements de fixation des prix.

Taux de chômage en janvier 2011

L'allure des taux de chômage au sein de la zone Euro continue de se dégrader. Déjà pour le chiffre de la zone Euro on constate une dérive rapide à la hausse. Le chiffre était en janvier de 10.7% alors qu'il était encore à 10% en juin dernier.

Le point à souligner est que les pays connaissant déjà un taux de chômage élevé ont connu une nouvelle accélération à la hausse au cours des derniers mois. C'est le cas de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal. En Irlande le taux de chômage augmente plus lentement mais cela n'empêche pas le FMI de s'inquiéter de son allure dans son dernier rapport sur l'Irlande.

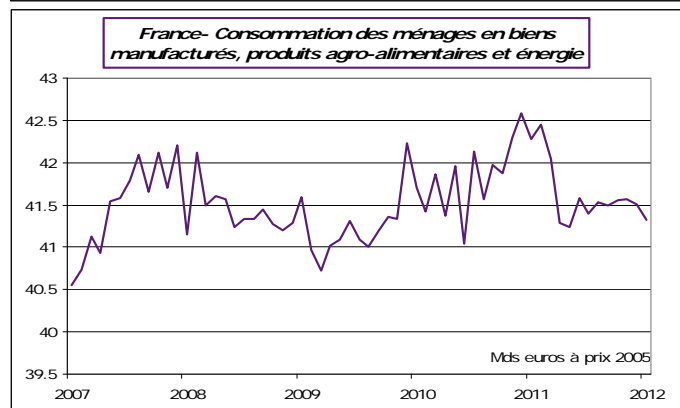
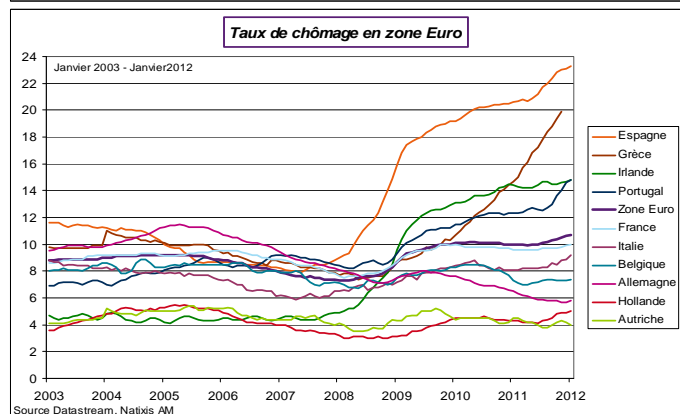
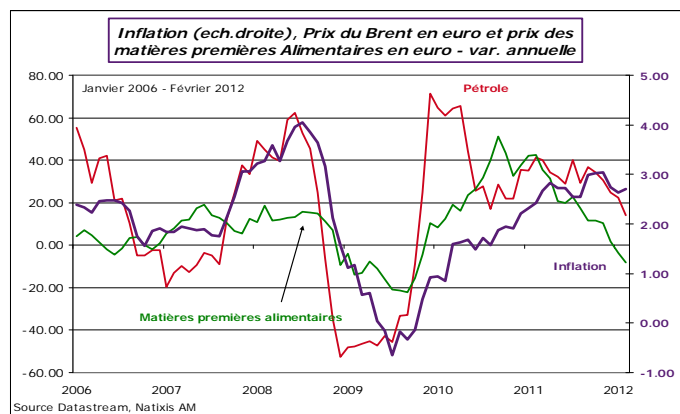
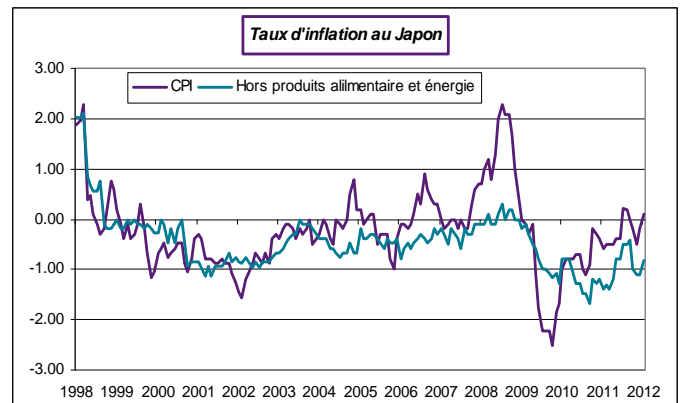
En France, le taux de chômage mesuré par Eurostat est de 10%, un peu au dessus des mesures de l'INSEE.

ECONOMIE FRANÇAISE

Consommation des ménages

La consommation de biens des ménages stagne depuis 2007 Le niveau de début 2012 se compare à celui de la deuxième partie de 2007. Les chiffres de la fin de l'année 2011 et de janvier 2012 s'infléchissent rapidement et fragilisent la croissance du début d'année.

Au regard du profil de la consommation, la question reste posée de savoir si le processus de croissance doit, comme depuis plus décennies, reposer principalement sur la consommation des ménages ? Pas sûr mais comment alors assurer une croissance robuste et des gains de productivité forts.



ANTICIPATIONS HEBDO

5 Mars 2012

Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

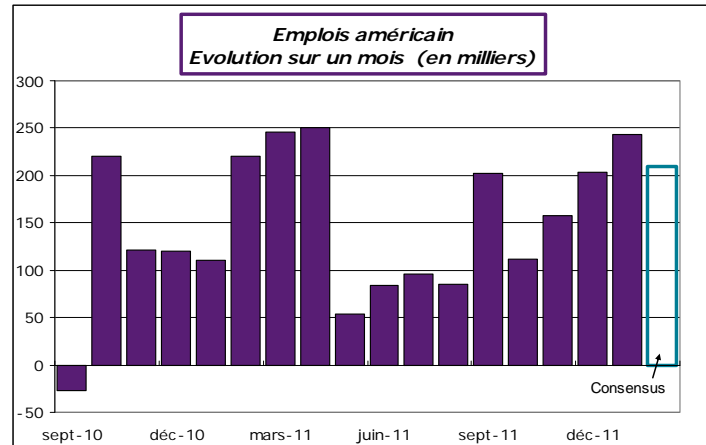
Etats-Unis

► Publications de statistiques sur la productivité et sur les coûts salariaux unitaires pour T4 2011 (2^{ème} estimation), le 7 mars à 14h30 (1^{ère} estim. T4 2011 0.7 %, consensus 0.8 % pour la productivité ; 1^{ère} estim T4 2011 ; 1.2 %, consensus 1.2 % pour les coûts unitaires du travail)

► Publications de statistiques sur le marché du travail pour le mois de février, vendredi 9 mars à 14h30 Taux de chômage (janvier 8.3 %, consensus 8.3 %) ; Création d'emplois (janvier 243 mille, consensus 210 mille)

► Publication de deux indicateurs d'activité.

- Indice ISM non manufacturier (février) le lundi 5 mars à 16h (janvier 56.8; consensus 56.1)
- Balance commerciale (février), le vendredi 9 à 14h30 (janvier 48.8 Mrds de dollars de déficit, consensus 49).

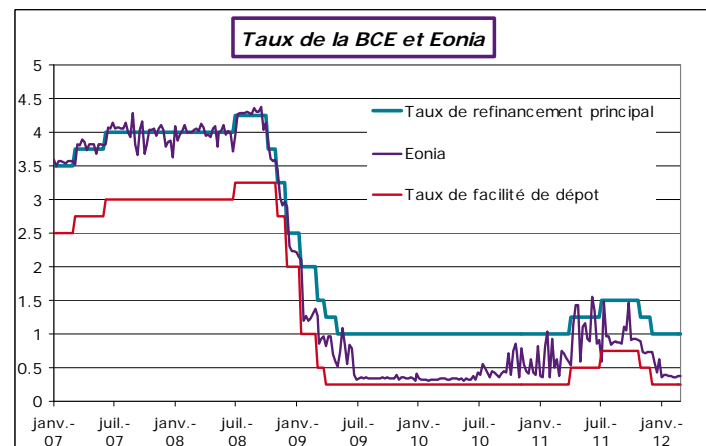


Zone Euro

► Publications de trois indicateurs d'activité

- Enquêtes PMI-Markit dans les services (février) – le lundi 5 à 10h. Le chiffre préliminaire est 49.4 (janvier 50.4, consensus 49.4). Seront publiées le même jour, les PMI, relatifs aux différents pays de la zone euro.
- Ventes de détail (janvier), lundi 5 mars à 11h (décembre -0.3 % en var. mensuelle, consensus -0.1 %)
- 2^{ème} estim du PIB (T4 2011) le mardi 6 à 11h (1^{ère} estim. T4 2011 -0.3 % en var. trim., consensus -0.3 %).

► Réunion de la BCE- décision le 8/3 à 13h45 (cons. 1 %)



Allemagne

► Publications de deux indicateurs d'activité

- Commandes industrielles (janvier), le 7 mars à 12h (décembre 0 % en variation mensuelle, consensus -1.7 %)
- Production industrielle (janvier), le 8 mars à 12h (décembre -2.9 % en var. mensuelle, consensus +1.1 %)

France

► Parution de la production industrielle (janvier), le 9 mars à 8h45 (déc. -1.4 % en var. mens., consensus 0.5 %)

Royaume-Uni

► Réunion de la BoE - décision le 8/3 à 13h (cons. 0.5 %).

► Parution de la production industrielle (janvier), le 9 mars à 10h30 (déc 0.5 % en var. mens., consensus 0.3 %).

Japon

► Parution de la 2^{ème} estim du PIB (T4 2011), le 7/3 (1^{ère} estim. T4 2011 -2.3 % en var. trim., consensus -0.6 %)

Chine

► Publication de l'inflation (février), le 9/3 (janvier 4.5 %, consensus 3.4 %). Parution de la production industrielle et de la balance commerciale durant le Week-end

