

ANTICIPATIONS HEBDO

23 Avril 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 23 au 29 Avril

Les chiffres de croissance du PIB au 1^{er} trimestre aux Etats-Unis, au Royaume Uni et en Corée du sud.

- Les chiffres plus conjoncturels des enquêtes PMI/Markit pour la Chine et la zone Euro (estimation avancée) ainsi que l'enquête de l'INSEE sur la conjoncture française.
- Réunion de la Federal Reserve. Pas de conférence de presse mais la lecture attentive du communiqué sera indispensable (QE, pas QE ?)



Les points majeurs à retenir du 16 au 22 Avril

- Le FMI a réitéré ses inquiétudes sur la croissance mondiale lors de sa session de printemps. Les incertitudes portent principalement sur le prix du pétrole et sur le risque d'une nouvelle fragilité en zone Euro.
- Les indicateurs d'activité ont été mitigés aux USA. Les enquêtes n'indiquent pas une accélération de l'activité et l'immobilier ne repart pas. Seules les dépenses des consommateurs ont été robustes. C'est bien mais insuffisant
- Maintien du taux d'inflation à 2.7 % en zone euro malgré le repli de la contribution de l'énergie et la stabilité de celle des prix alimentaires.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- La situation en Europe est peut être en train de changer.
- Jusqu'à présent la situation de la zone Euro était principalement conditionnée par les questions économiques et financières
- Avec la démission du gouvernement néerlandais ce week-end une dimension plus politique est atteinte.
- Elle peut refléter des positions plus tranchées sur les engagements européens des Pays-Bas.



Les graphes dans le document

- Enquêtes Empire State et PhylliFed aux USA
- Ventes de détail aux USA
- Immobilier américain (indice NAHB et mises en chantier)
- Emploi au Royaume Uni
- Décomposition du taux d'inflation en zone Euro en mars 2012
- Indice IFO et évolution de l'emploi en Allemagne
- Politique monétaire en Inde et au Brésil – Baisse des taux de référence

ANTICIPATIONS HEBDO

23 Avril 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 16 AU 22 AVRIL 2012

- ▶ La question de la semaine trouve sa source dans les interrogations répétées du FMI sur la croissance mondiale. En dépit d'une progression de l'activité mondiale réévaluée de 0.1 % à 3.5% en 2012 et 4.1 % en 2013, le rapport du FMI ne donne pas le sentiment d'une progression homogène de l'activité.
- ▶ Chaque région du monde évolue selon un rythme qui lui est propre en fonction de ses propres contraintes. Plus rapide dans les pays émergents mais toujours dans une phase de correction après la très forte progression connue en 2009 et 2010, reprise modeste aux Etats-Unis où le rythme de croissance reste inférieure à sa tendance du cycle précédent. En conséquence la réduction de l'écart au PIB potentiel sera beaucoup plus longue à se matérialiser que par le passé (on peut comprendre la tentation de politique monétaire encore plus accommodante (attendons Bernanke mercredi soir)). Quant à l'Europe elle est toujours sous la menace d'une crise en raison notamment de la fragilité de son système bancaire, des ajustements à mettre en oeuvre et de l'incertitude qui pèsera sur sa croissance.
- ▶ Cependant, pour Olivier Blanchard, le chef économiste du FMI, la question est plus complexe en zone Euro que celle portant sur les capacités d'intervention pour contrarier les déséquilibres financiers. La taille de ce firewall ne règle pas la question de la croissance, ni celle des finances publiques, pas plus que cela apporte une solution aux déséquilibres internes à la zone Euro. C'est en cela que la situation de la zone Euro est complexe.
- ▶ Un exemple de cette complexité est celui des Pays-Bas. Durant le week-end un accord était attendu sur les mesures à prendre pour satisfaire aux engagements européens des néerlandais (16 Mds). Ces négociations ont échoué, la coalition de gouvernement s'est disloquée et des élections générales sont à venir en septembre prochain.
- ▶ La difficulté majeure des Pays-Bas est celle d'une économie fragilisée par une progression rapide des prix de l'immobilier avec un financement largement facilité par des conditions financières d'apport très favorable et par des mesures fiscales comme la déductibilité fiscale des intérêts sur la dette des ménages.
- ▶ La chute du prix de l'immobilier pénalise les dépenses des ménages, cet effet, pas toujours visible sur le plan macroéconomique est très perceptible au Pays-Bas. Dès lors le repli du prix pénalise directement les ménages dans leurs dépenses de consommation sachant que pour acheter ces ménages se sont très largement endettés. Cet ajustement à la baisse du prix de l'immobilier est toujours complexe à analyser mais se traduit très vite par une baisse de la consommation lorsque l'endettement des ménages est important. C'est le cas des Pays Bas. Cette fragilité de la demande interne pénalise la croissance du PIB
- ▶ Les mesures à prendre pour faciliter le retour de l'équilibre budgétaire se heurtent à la fragilité de la coalition gouvernementale. Une partie du gouvernement n'accepte pas les mesures nécessaires à prendre, notamment le respect de l'objectif de 3 % de déficit en 2013, créant des tensions marquées jusqu'à l'échec des négociations ce week-end.
- ▶ Les ingrédients sont réunis pour une crise aux Pays Bas.
 - Les ménages sont en difficulté du fait de la baisse du prix immobilier alors qu'ils sont endettés. Quel que soit le pays, ce type de situation est pénalisant pour l'économie puisque la demande est plus réduite
 - Le souhait de rééquilibrer rapidement les finances publiques pour satisfaire aux engagements pris alors que la croissance est elle-même contrainte par des facteurs internes.
 - Une coalition politique qui manque forcément d'homogénéité lorsque la situation se tend et que des décisions majeures doivent être prises.
- ▶ Ce qui est particulier dans la situation néerlandaise est la dissociation perçue par rapport à l'Allemagne. Les écarts de taux d'intérêt s'accroissent, traduisant cette défiance. Par le passé, les Pays Bas avaient un comportement toujours très proche de l'Allemagne et il n'était pas perçu de divergence durable entre les deux pays. Je pense sur ce point au lien fort qu'il y avait déjà lors du Système Monétaire Européen.
- ▶ Cette situation nouvelle rajoute un ingrédient à la conjoncture européenne. Jusqu'à présent les interrogations étaient économiques et financières. Elles deviennent politiques avec la démission du gouvernant néerlandais. Les enjeux pour chaque membre de la coalition sont de nature différente reflétant aussi une perception différente des Pays-Bas au sein de l'Europe.
- ▶ La construction européenne est une construction politique avant tout c'est-à-dire un cadre géographique, politique et institutionnel. Cette dimension doit être réaffirmée

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 16 AU 22 AVRIL 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a perdu -0.6%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a performé de +0.7%. Le spread est resté quasi inchangé à 354 pb.
- ▶ Le retour de l'aversion au risque a pénalisé les devises émergentes à haut rendement face au billet vert: real brésilien -1.9%, rand sud africain +1.6% et Livre turque +0.25%.
- ▶ En Inde, les prix de gros (principal indicateur d'inflation que surveille la RBI dans ses décisions de politiques monétaires) ont augmenté de 0.8% GM (vs 0.13%), soit 6.9% GA, stables par rapport au mois dernier.
- ▶ La RBI a baissé ses taux de repo et de reverse repo de -50 pb à resp. 8% et 7%, indiquant clairement que sa priorité reste la croissance.
- ▶ Le Brésil a baissé de -75 pb son taux Selic à 9%, indiquant que les risques qui pouvaient affecter la trajectoire de l'inflation étaient limités.
- ▶ En Turquie, la CBRT a gardé ses taux inchangés mais est prête à lutter contre l'inflation : « *le comité ne tolérera pas que les facteurs temporaires affectent les perspectives d'inflation* ».

ANTICIPATIONS HEBDO

23 Avril 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 20 AVRIL 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	20/04/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3188.58	2781.68	4108.77	-20.38	0.91	-0.02			
DAX	5898.35	6750.12	5072.33	7527.64	-6.88	14.44	2.52			
EuroStoxx	2316.55	2311.27	1995.01	3011.25	-20.89	-0.23	0.86			
FTSE	5572.28	5772.15	4944.44	6082.88	-4.15	3.59	2.13	3.43	5.58	2.63
SNP 500	1257.60	1378.53	1099.23	1419.04	3.62	9.62	0.60	13.84	7.73	-0.35
Nasdaq	2605.15	3000.45	2335.83	3122.57	7.06	15.17	-0.36	17.62	13.20	-1.31
Nikkei 225	8455.35	9561.36	8160.01	10255.15	-0.47	13.08	-0.80	10.48	4.78	-2.50
MSCI Emerging USD	916.39	1021.51	831.22	1206.49	-14.52	11.47	-0.56	-6.09	9.56	-1.51
MSCI World USD	1182.60	1281.71	1074.50	1391.86	-5.07	8.38	1.05	4.28	6.52	0.09

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 20 AVRIL 2012

	Taux d'intérêt au 20 Avril 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	0.466	0.29	1.99	-0.001	0.020	-0.030	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.734	0.133	1.622	-0.019	0.004	-0.027	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	1.05	0.491	2.062	0.000	0.082	0.117	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.105	0.940	0.000	-0.010	-0.006	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (20/04/12)	2 ans (20/04/12)	10 ans (20/04/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.27 (-0.29) [§]	0.16 (0.14) [§]	0.37 (0.37) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.32 (0.30) [§]	0.36 (0.28) [§]	0.44 (0.30) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

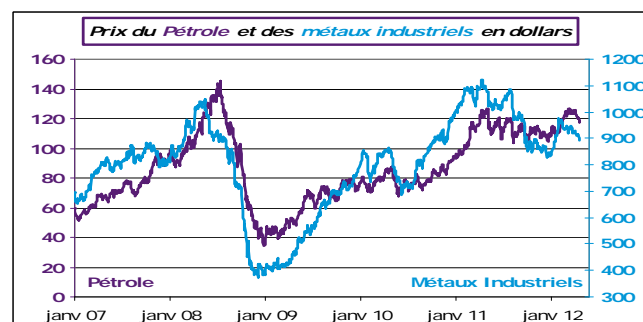
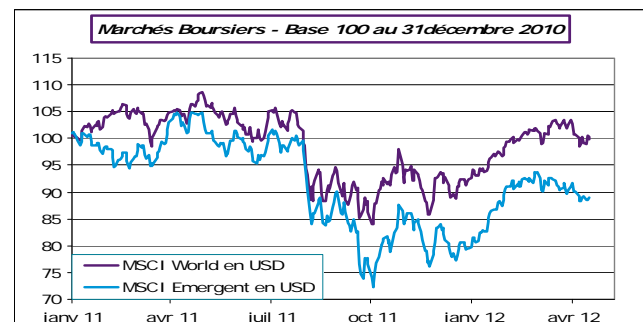
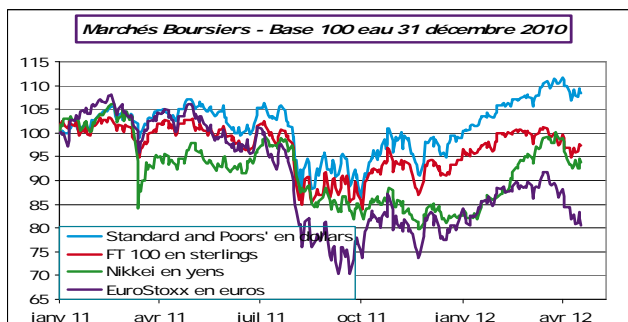
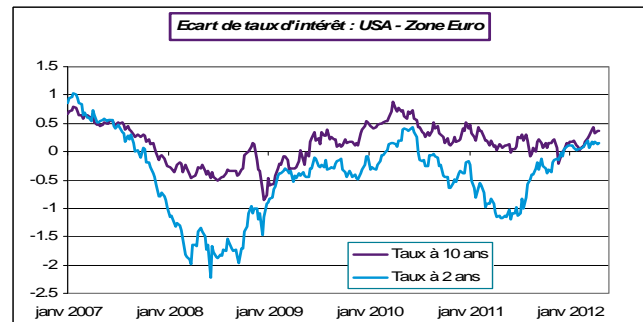
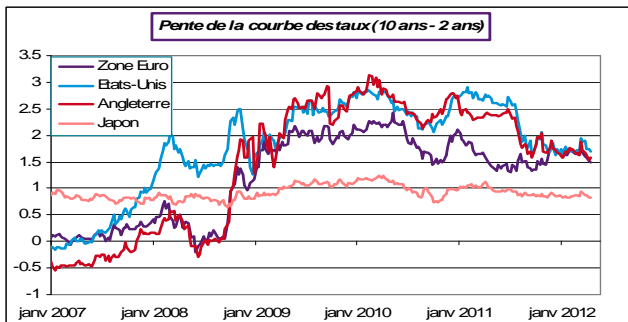
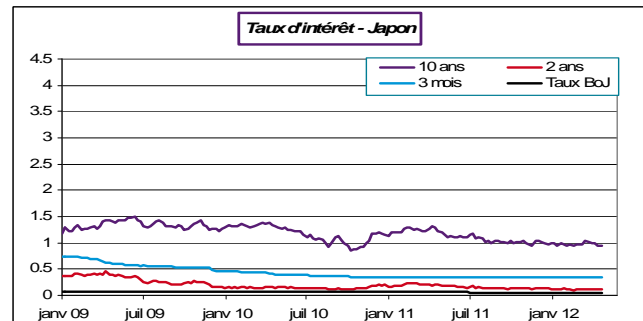
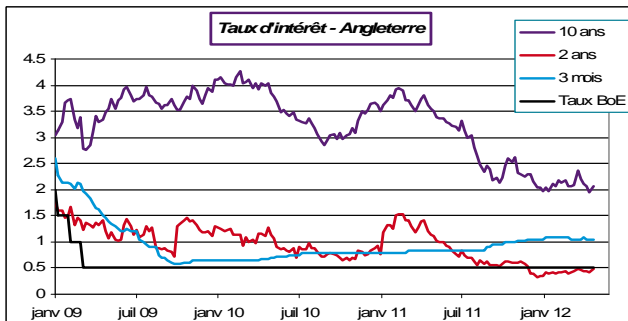
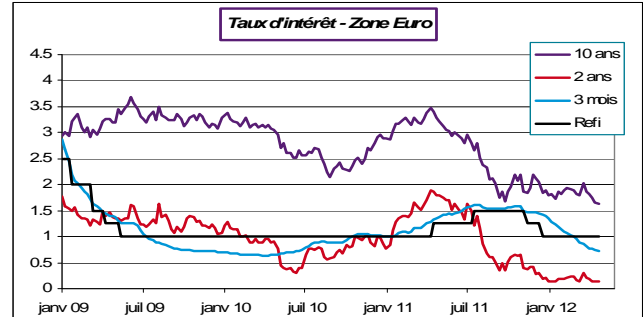
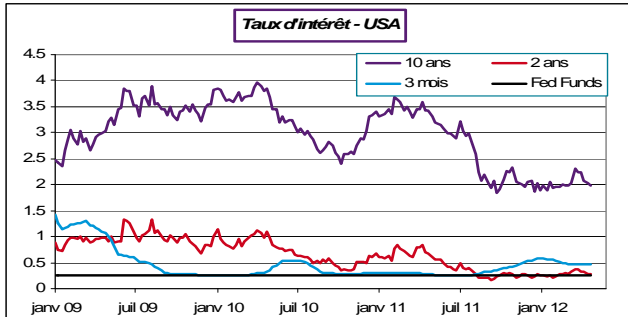
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 20AVRIL 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	20/04/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.321	0.96	1.74	-8.98	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	107.784	1.74	7.91	-9.91	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.819	-0.73	-1.98	-7.66	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	81.660	0.83	5.04	-1.45	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.612	1.46	3.70	-1.77	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.309	0.08	0.23	-3.33	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	118.75	-1.96	9.67	-4.16
	Euro	83.41	89.91	-2.90	7.79	5.28
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1641.59	-1.64	4.26	9.15
	Euro	1212.94	1242.85	-2.57	2.47	19.91

ANTICIPATIONS HEBDO

23 Avril 2012

Indicateurs Financiers au 20 Avril 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMÉRICAINE

Premiers indicateurs d'activité d'Avril 2012

Les premiers indicateurs sur l'activité du mois d'avril indiquent une économie dont le rythme ne s'est pas accéléré par rapport à celui du mois de mars. Cela se constate sur les deux indicateurs représentés dans le graphe ci contre. L'indice Empire State de la Fed de New-York repasse sous sa moyenne historique. Dans le même temps, celui de la Fed de Philadelphie ralentissait légèrement. Il est peu probable que l'indice ISM du mois d'avril (violet sur le graphe) suggère une accélération de l'activité.

Dans le détail, les indices relatifs aux nouvelles commandes sont en repli, n'alimentant pas ainsi la production dans un futur immédiat. En revanche les indices d'emplois de ces enquêtes se sont améliorés encore en avril.

Ventes de détail du mois de Mars

Sur le graphe, la progression sur le trimestre est équivalente à celle qui avait été observée au cours des 3 derniers mois de 2011. L'accélération de la hausse des prix au 1^{er} trimestre devrait engendrer un volume de consommation proche de celui qui avait été observé au cours des 3 derniers mois de 2011.

La consommation reste toujours sur un rythme de progression modéré. Il n'y a pas d'accélération brutale. Les ménages restent très hésitants, c'est ce que montrent les enquêtes de confiance qui ne progressent pas au-delà des points hauts de 2010 et 2011 mais au dessous de ce qui était observé dans le passé.

Les ménages devraient rester sur ce sentiment notamment parce que les indicateurs hebdomadaires relatifs au marché du travail se sont légèrement dégradés au mois d'avril. Les premières inscriptions au chômage sont un peu plus nombreuses que celles qui étaient enregistrées au cours des derniers mois.

MARCHÉ IMMOBILIERS

Les indicateurs immobiliers publiés soit pour le mois d'avril (NAHB, indice des constructeurs de maison) soit pour le mois de mars (mises en chantier et revente de maison) suggèrent que la dynamique espérée sur ce marché s'essouffle rapidement. L'indice des constructeurs reste à un niveau très bas mais s'est replié en avril. Sa progression depuis l'automne avait été forte mais s'estompe.

Les mises en chantier sont médiocres comme l'indique le graphe. La hausse des permis de construire en mars peut paraître significative mais elle ne concerne que les immeubles. Or c'est un indicateur très volatil qui ne donne pas des orientations très précises. C'est le marché de la maison individuelle qui caractérise le mieux le marché immobilier US. Sur ce point il n'y a pas d'accélération. Le marché est morose

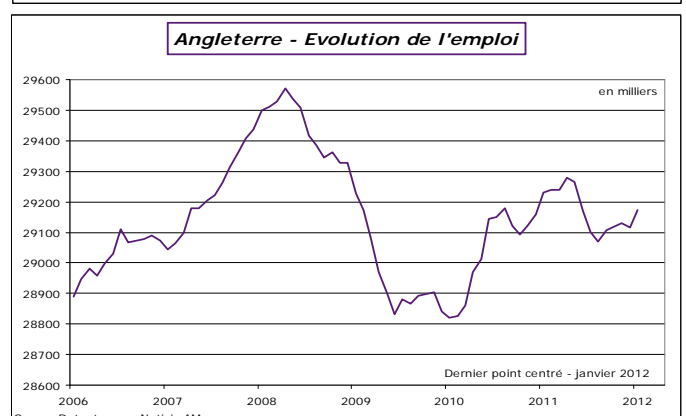
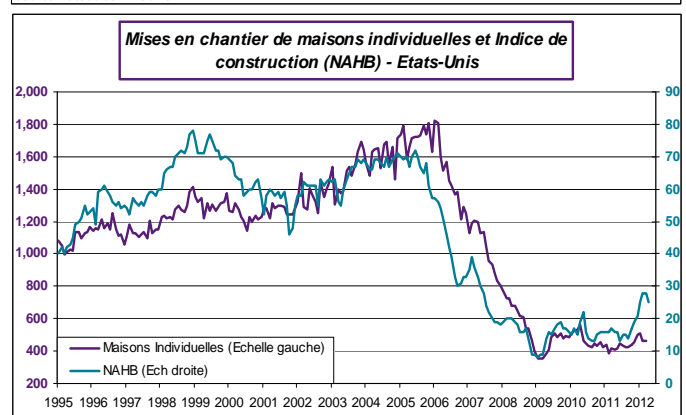
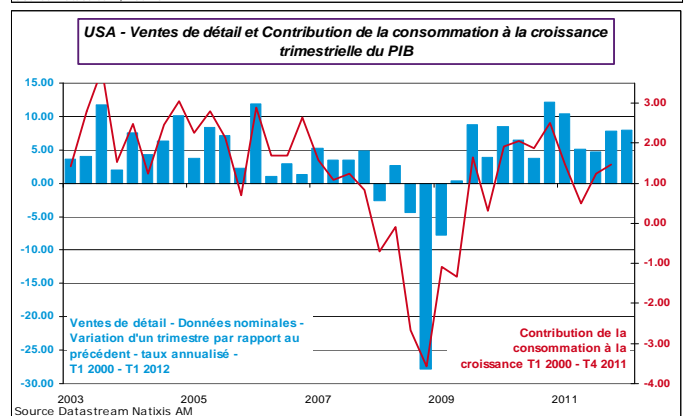
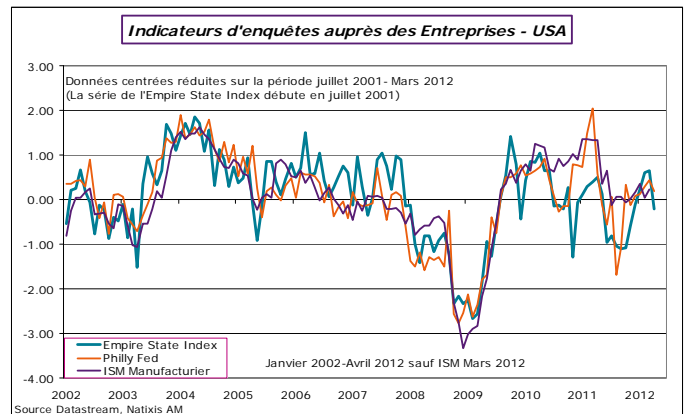
La revente de maison est en repli sur le mois mais se tient plutôt bien sur un an. C'est ce dernier aspect qui nous intéresse car cette variation est bien corrélée avec la consommation (mais il y a des délais, la consommation est en retard)

ECONOMIE ANGLAISE

Evolution de l'emploi

Sur le graphe ci contre on observe que l'emploi, sur 3 mois centrés sur janvier, s'améliore au Royaume Uni. Néanmoins le niveau de celui-ci reste inférieur (-0.4 %) à ce qu'il était en avril 2011. Le taux de chômage qui s'était accéléré de nouveau depuis Avril 2011 baisse de 0.1 % en janvier à 8.3%.

On notera que le nombre de chômeurs indemnisés (mesure un peu différente de la précédente) est en hausse au mois de mars. Il est au plus haut depuis octobre 2009.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO Taux d'inflation en Mars 2012

Le graphe ci contre présente la décomposition du taux d'inflation de la zone Euro en ses 3 grands secteurs. (La somme est égale au taux d'inflation).

La hausse des prix sur un an est de 2.7% qui se répartissent pour 0.5 % en prix alimentaires, 1% en prix de l'énergie et en 1.2 % en prix de tous les autres biens. On constate que la contribution des prix alimentaires plafonne et que celle du prix de l'énergie ralentit modérément. On remarque alors que c'est le prix de l'ensemble des autres biens qui tire l'indice à la hausse.

Ce phénomène est aussi perceptible en France sur les biens manufacturés. Il y a peut être, au-delà des effets fiscaux, un changement de comportement dans la fixation du prix. On avait observé des situations similaires dans les années 70, mais à une échelle nettement plus importante, sur la dynamique de répartition du revenu entre entreprises et ménages.

ECONOMIE ALLEMANDE Indice IFO du mois d'avril

L'indice s'est stabilisé en avril au niveau atteint en mars (109.9 contre 109.8). Néanmoins, l'indicateur d'avril est bien supérieur à la moyenne du T1 2012 et du T4 2011. Cela traduit toujours une dynamique plutôt solide en Allemagne. Le fléchissement de l'automne est derrière même si les signaux sur les commandes à l'exportation restent négatifs. Pas de signaux de rupture.

Deux remarques. La première est que la dynamique sectorielle de l'indice a évolué. Tiré depuis fin 2011 par les anticipations sur la construction, l'indice est davantage relayé par le secteur manufacturier. C'est un signal plus large et qui sera positif pour les européens (la construction est un phénomène local)

La seconde est que l'emploi, comme le suggère le graphe de droite, devrait continuer de s'améliorer soutenant ainsi la demande interne. Plutôt mieux aussi pour la zone Euro

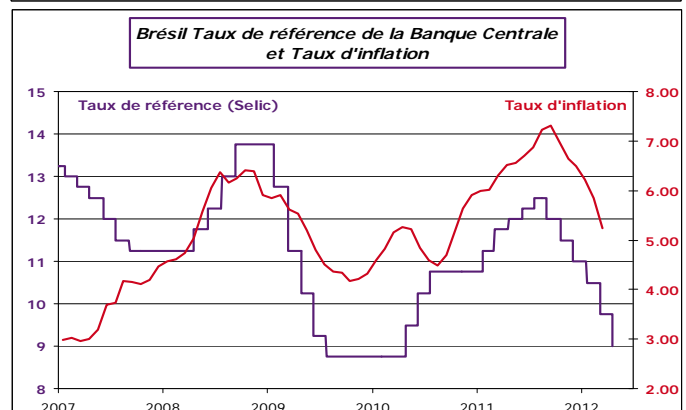
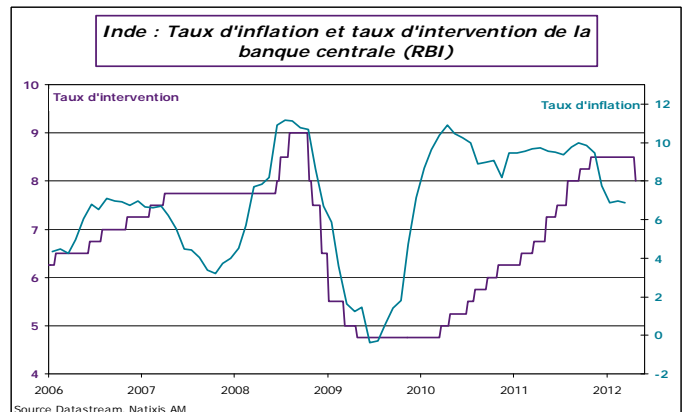
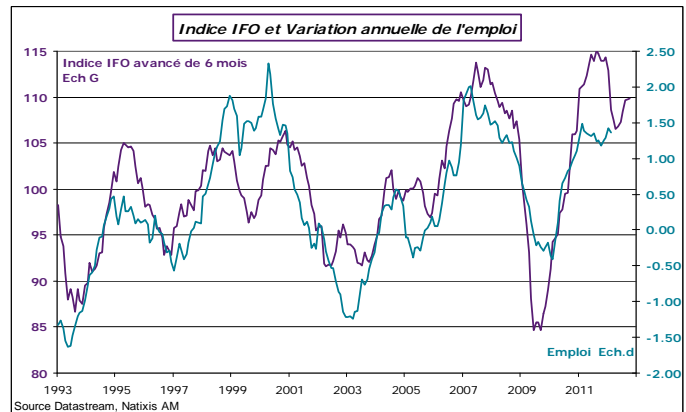
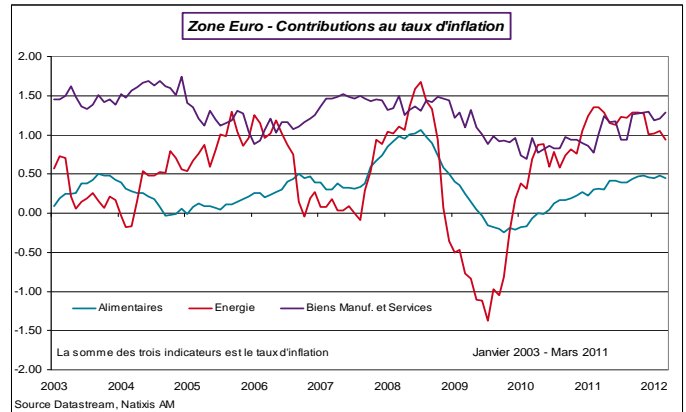
ECONOMIE INDIENNE Politique monétaire: Repli du taux de référence

Après 13 mouvements de hausse depuis le 15 mars 2010, la Banque Centrale Indienne (RBI) a baissé son taux de référence de 50 points de base à 8%. L'explication directe de la RBI se trouve dans le ralentissement de la croissance à la fin 2011 et aussi au ralentissement du taux d'inflation comme cela peut être constaté sur le graphe.

Cependant, à court terme, les autorités souhaitent ancrer les anticipations de baisse de l'inflation et de ce fait il n'est pas certain qu'il y ait un autre mouvement rapidement. D'ailleurs, le ministre indien des finances, Pranab Mukherjee, l'a clairement indiqué. Il ne souhaite pas à court terme un autre mouvement de repli. Le FMI non plus qui souhaite que la RBI fixe les anticipations d'inflation avant d'intervenir à nouveau.

ECONOMIE BRÉSILIENNE Politique monétaire: Repli du taux de référence

La Banque Centrale du Brésil a baissé son taux de référence (Selic) de 75 points de base à 9%. Depuis août 2011 il a baissé de 350bp. Dans le communiqué de presse il est indiqué que le risque inflationniste était limité et que la dynamique de croissance modérée ne créait pas non plus de tensions excessives. Surtout, la Banque Centrale a maintenu le terme "dans le prolongement de l'ajustement des conditions monétaires" qui laisse penser que la stratégie de repli des taux d'intérêt n'est probablement pas achevée.



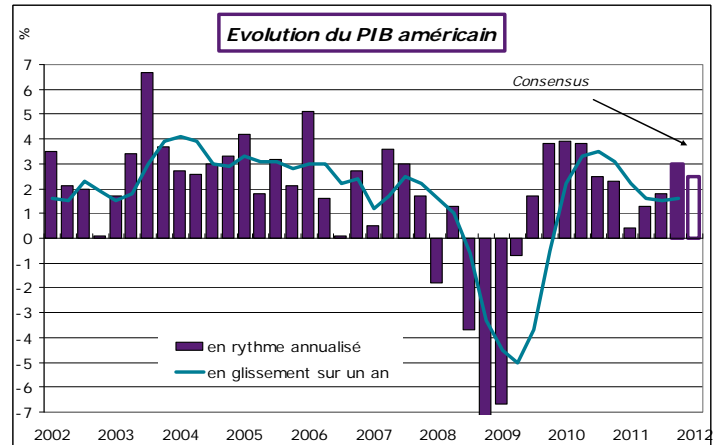
ANTICIPATIONS HEBDO

23 Avril 2012

Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

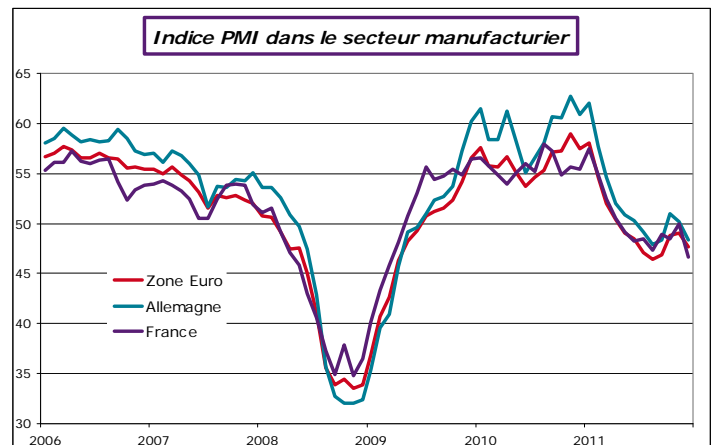
Etats-Unis

- ▶ Publication d'indicateurs relatifs aux ménages
 - Confiance des ménages (Université du Michigan) d'avril, 27/04 à 15h55 (chiffre pré 75.7, consensus 75.7)
 - Confiance des ménages (Conference Board) d'avril, le 24/04 à 16h (mars 70.2, consensus 69.5)
- ▶ Parution de statistiques sur l'immobilier
 - Ventes de maisons neuves (mars) le mardi 24 avril à 16h (février 313 mille, consensus 320 mille)
 - Promesses de ventes de logements (mars), le 26/4 à 16h (février -0.5 %, consensus 1.2 %)
 - Prix de l'immobilier CaseShiller (février), le 24/04 à 15h (janvier -3.8 % en gliss. ann., cons. -3.5 %)
- ▶ Publication de deux indicateurs d'activité
 - 1^{ère} estimation du PIB (T1 2012), le 27/4 à 14h30 (T4 2011 3 % en rythme annualisé, consensus 2.5 %)
 - Commandes de biens durables (mars), le 25/4 à 14h30 (février 2.4 % en var. mens. , consensus -1.5 %)
- ▶ Réunion du FOMC, le 24-25. Décision le 25 à 18h30. M Bernanke tiendra une conférence de presse à 20h.



Zone Euro

- ▶ Publications de deux indicateurs d'activité
 - Enquête Flash PMI/Markit d'avril le 23/4 à 10h (mars 49.2; cons. 49.3 Services, mars 47.7; cons. 48.1 Manuf.), parution des indices allemand et français à 9h30 et 9h.
 - Enquête de confiance (avril) de la commission européenne, le jeudi 26 à 11h.



France

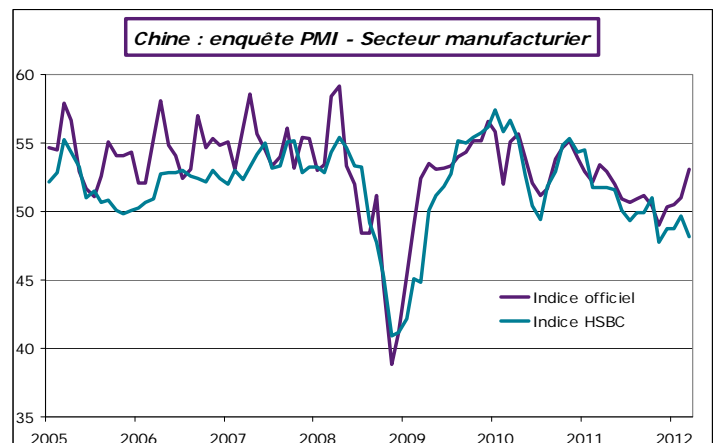
- ▶ Parution de la confiance des ménages (avril), le mardi 24 à 8h45 (mars 87, consensus 87)
- ▶ Parution de l'enquête INSEE entreprises (avril), le 23/04 à 8h45 (mars 96, cons. 96 sur le climat des affaires)
- ▶ Parution des dépenses des ménages (mars) le vendredi 27 à 8h45 (février 3% en var. mens. Cons. -2%).

Royaume-Uni

- ▶ Parution de la 1^{ère} estimation du PIB (T1 2012), le 25/4 à 10h30 (T4 2011 0.1 % en var. trim., cons. 0.1 %)

Japon

- ▶ Parution de l'inflation (mars), le 27/04 (février 0.3 %, cons. 0.4 % indice total)
- ▶ Parution de la production industrielle (mars), le 27/04 (février -1.6 % en var. mens., consensus 2.3 %)
- ▶ Réunion de la BoJ - décision le 27 avril



Chine

- ▶ Publication de l'indice flash de l'enquête PMI d'avril (HSBC), le 23 avril (mars 48.3)