



## Les attentes de la semaine du 9 au 16 Avril

- Le principal chiffre sera le PIB du 1<sup>er</sup> trimestre en Chine. Cela permettra de mieux jauger l'allure de la croissance chinoise sur laquelle les interrogations demeurent.
- Evolution des prix à la consommation aux Etats-Unis, en France, en Allemagne notamment.
- Balance commerciale américaine et production industrielle de la zone Euro au mois de février



## Les points majeurs à retenir du 2 au 8 Avril

- L'activité globale, retracée par les enquêtes PMI/Markit et ISM, reste sur un rythme modérée. Pas de rupture à la hausse
- Situation fragile toujours en zone Euro et un peu moins robuste aux USA.
- L'Asie donne des signaux contradictoires notamment en Chine entre l'indice d'activité officiel et l'indice du secteur privé. En revanche, meilleure orientation constatée en Corée et à Taiwan
- Stabilité de la politique monétaire de la zone Euro mais pas de nouvelle opération de liquidité à court terme. Signal mal perçu et mal reçu sur les marchés obligataires périphériques



## Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- La dynamique des salaires aux Etats-Unis et la faible progression de l'emploi pourraient inciter la Fed à être plus accommodante si ces dynamiques réduites et limitées persistaient. Un QE3 ne pourrait pas être spontanément exclus.
- En zone Euro, la BCE est restée en retrait lors de sa conférence de presse n'indiquant pas de nouvelles mesures. Cela a pénalisé le marché obligataire des pays périphériques et a mis l'accent sur la nécessité des ajustements structurels en zone Euro. Risques plus forts sur l'activité



## Les graphes dans le document

- Les indices de l'activité manufacturière mondiale
- La situation en Asie et aux USA
- La fragilité de la zone Euro.
- L'emploi aux Etats-Unis et la progression trop limitée des salaires
- Les ventes de détail en zone Euro
- Les commandes à l'industrie allemande

# ANTICIPATIONS HEBDO

9 Avril 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

## MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 2 AU 8 AVRIL 2012

- ▶ Les données macroéconomiques issues des enquêtes suggèrent que la dynamique de l'économie globale est toujours réduite. L'activité progresse mais à un rythme très modéré sans accélération significative. Les indices du secteur manufacturier des enquêtes PMI/Markit et ISM sont toujours légèrement au dessus du seuil de 50 qui indique une stabilité de l'activité.
- ▶ On notera cependant la hausse des indicateurs coréen et taiwanais suggérant que leur activité retrouve une allure plus positive après plusieurs mois de contraction. Cela pourrait être un signal d'amélioration locale de l'activité et une mesure indirecte que la situation chinoise reste robuste et sans rupture à la baisse.
- ▶ L'intérêt aussi de cette mesure est qu'elle pourrait se traduire à terme par une hausse des échanges internationaux. C'est un facteur qui aiderait grandement l'Allemagne et la France qui sont sensibles au commerce avec l'Asie. Ce n'est cependant pas encore le cas et les indicateurs du secteur manufacturier s'infléchissent encore en Europe (production industrielle par exemple).
- ▶ Situation particulière du Royaume Uni. Son activité mesurée par les enquêtes PMI/Markit est en hausse significative au cours du 1<sup>er</sup> trimestre. Cela reflète la plus grande sensibilité de l'activité anglaise à l'expansion américaine. Celle-ci est plus robuste et les anglais en profitent. La structure du commerce extérieur anglais est plus sensible à l'activité américaine qu'à celle de l'Asie.
- ▶ Pour les pays de la zone Euro, France et Allemagne, la sensibilité est inverse. Les exportations vers l'Asie sont désormais supérieures à celles vers les USA. Cela a permis à la zone Euro de repartir rapidement mais explique aussi la divergence conjoncturelle avec le Royaume Uni.
- ▶ Les indications sur la zone Euro dans l'enquête PMI/Markit sont négatives. L'indice pour l'ensemble de l'économie de la zone Euro s'infléchit à nouveau à un niveau bien inférieur au seuil de 50. Les perspectives restent médiocres en Italie et en Espagne alors qu'elles ne s'améliorent plus en Allemagne et se détériorent un peu en France.
- ▶ Les signaux sur l'économie américaine ne s'accroissent pas à la hausse. L'indicateur ISM des services se replie rapidement, entraînant avec lui l'indice global retraçant l'allure de l'économie américaine. La hausse de l'ISM manufacturier n'a pas été suffisante pour compenser le repli de l'indice du secteur des services.
- ▶ Un peu à cette image, les chiffres de l'emploi du mois de mars ont été décevants au regard des attentes fortes qui prévalaient. Les 120 000 créations d'emplois du mois de mars se traduisent néanmoins par une progression moyenne sur le trimestre de 225 000 unités par mois au cours du 1<sup>er</sup> trimestre de l'année. Un tel chiffre n'avait pas été observé depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2006. voir page 6

## MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 2 AU 8 AVRIL 2012

- ▶ Lors de la conférence de presse à l'issue de la réunion du Comité de Politique Monétaire de la Banque Centrale Européenne, Mario Draghi a indiqué que les risques à la baisse de l'activité restaient significatifs mais que la situation était toujours préoccupante sur le front de l'inflation. Sur ce point il a évoqué ce que Trichet appelait un effet de seconde vague sur les salaires.
- ▶ Il a indiqué également qu'une sortie des mesures exceptionnelles était prématurée. Cependant il a donné le sentiment que cela ne serait pas forcément aussi éloigné dans le temps que ce qui pouvait être imaginé.
- ▶ Mario Draghi n'est pas apparu sur un mode accommodant pour la politique monétaire à venir. Cela donne toujours le sentiment que la politique monétaire n'a qu'un rôle temporaire dans la gestion de la dynamique macroéconomique et qu'il sera nécessaire de vite adopter une stratégie plus contraignante. Une telle appréhension de la stratégie monétaire pèse sur les anticipations de l'ensemble des acteurs de l'économie, pénalisant ainsi la possibilité d'une reprise. La Fed fait le contraire en indiquant qu'elle restera durablement accommodante.
- ▶ Il a été clair aussi que la BCE ne mettrait pas en œuvre de nouvelles opérations de liquidités. Cela a fragilisé le marché obligataire espagnol. L'Espagne est face à une situation complexe. Sa croissance est médiocre et le gouvernement ne peut pas s'appuyer sur une hausse rapide de l'activité pour réduire ses déséquilibres budgétaires. Cependant, les engagements pour un déficit plus réduit vont peser sur cette croissance. On notera aussi l'antagonisme entre le gouvernement central et les régions dont les finances publiques sont très dégradées. Elles devront faire des efforts considérables pour satisfaire aux engagements pris par Madrid.
- ▶ A cette 1<sup>ère</sup> interrogation s'ajoute le fait que les banques espagnoles ont été très actives sur le marché de la dette espagnole, notamment depuis le 1<sup>er</sup> LTRO. Le montant de leurs achats a été de l'ordre de 20 Mds par mois depuis décembre. Si la BCE n'intervient plus, la situation deviendra plus complexe à gérer puisqu'il n'y aura plus cette échappatoire des liquidités.
- ▶ La concomitance d'une croissance anémique, d'engagements budgétaires ambitieux et d'un système bancaire qui ne peut plus maintenir son comportement d'achat d'obligations espagnole parce que la BCE ne le permettra pas ont provoqué une hausse significative des taux espagnols. L'Italie, par ricochet, et pour des raisons proches a connu aussi des tensions sur ses taux d'intérêt.

## MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 2 AU 8 AVRIL 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a perdu -0.6%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG est resté quasi inchangé.
- ▶ Le spread s'est écarté à 360 pb (+30 pb) en raison de la détente des taux US.
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: real brésilien 0.2%, rand sud africain -2% et Livre turque -0.8%.
- ▶ En Chine, les prix à la consommation ont augmenté de +0.2% GM en mars, soit 3.6% GA (vs 3.2%), liée à la hausse des prix alimentaires + 7.5% GA (vs 6.2%).
- ▶ La balance commerciale a enregistré un excédent en mars à 5.35 Mds \$ (vs -31.5), en raison du ralentissement des importations à 5.3% GA (vs 40%), par rapport aux exportations 8.9% GA (vs 18.4%), indiquant un ralentissement de la demande interne.
- ▶ A Taiwan, les exportations et importations ont chuté en mars. Les exports ont baissé de -3.2% GA (vs 10.3%) et les importations de -5.8% GA (vs 1.3%), soit un solde de la balance commerciale de 2.4 Mds \$ (vs 2.8).
- ▶ Au Mexique, les prix à la consommation ont ralenti en mars à 0.06% GM (vs 0.2%), soit 3.73% GA (vs 3.9%).
- ▶ La Russie a gardé ses taux inchangés, dont son taux de refinancement à 8%, indiquant que les pressions inflationnistes augmentaient.

# ANTICIPATIONS HEBDO

9 Avril 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 6 AVRIL 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	06/04/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3319.81	2781.68	4108.77	-18.27	5.06	-3.04			
<b>DAX</b>	5898.35	6775.26	5072.33	7527.64	-6.12	14.87	-2.47			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2392.54	1995.01	3011.25	-19.84	3.28	-3.42			
<b>FTSE</b>	5572.28	5723.67	4944.44	6082.88	-5.48	2.72	-0.78	0.92	3.98	0.22
<b>SNP 500</b>	1257.60	1398.08	1099.23	1419.04	5.26	11.17	-0.74	16.32	10.48	1.19
<b>Nasdaq</b>	2605.15	3080.50	2335.83	3122.57	10.79	18.25	-0.36	22.43	17.51	1.58
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	9688.45	8160.01	10255.15	-0.82	14.58	-3.92	13.15	6.37	-2.14
<b>MSCI Emerging USD</b>	916.39	1036.71	831.22	1206.49	-14.04	13.13	-0.46	-5.01	12.43	1.48
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1289.03	1074.50	1391.86	-4.62	9.00	-1.75	5.41	8.32	0.16

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 6 AVRIL 2012

	Taux d'intérêt au 6 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				
<b>USA</b>	0 - 0.25	0.469	0.32	2.07	0.001	-0.010	-0.160	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	0.766	0.151	1.738	-0.011	-0.045	-0.070	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1.05	0.437	2.066	-0.050	-0.002	-0.041	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.11	0.988	0.000	-0.011	0.001	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (06/04/12)</b>	<b>2 ans (06/04/12)</b>	<b>10 ans (06/04/12)</b>	<b>3 mois (31/12/10)</b>	<b>2 ans (31/12/10)</b>	<b>10 ans (31/12/10)</b>				
<b>USA – Zone Euro</b>		-0.30 (-0.31) <sup>§</sup>	0.17 (0.13) <sup>§</sup>	0.33 (0.42) <sup>§</sup>	-0.703	-0.163	0.413				
<b>UK – Zone Euro</b>		0.28 (0.32) <sup>§</sup>	0.26 (0.24) <sup>§</sup>	0.33 (0.30) <sup>§</sup>	-0.206	-0.008	0.619				

\* Le taux à 3 mois est le taux interbancaire, <sup>§</sup> semaine précédente

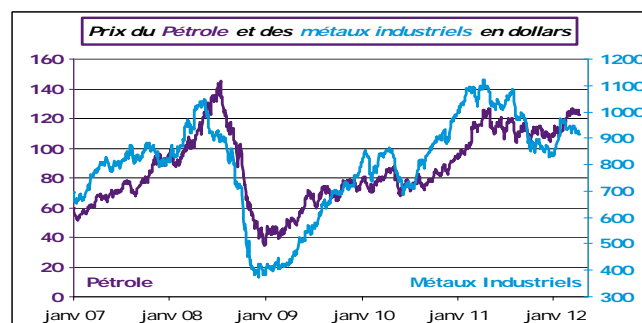
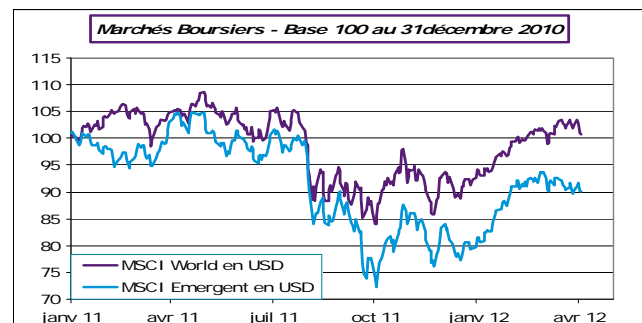
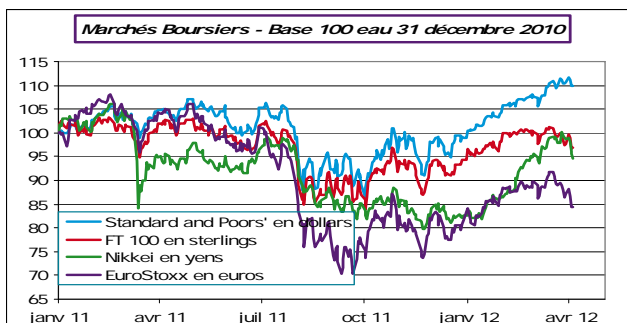
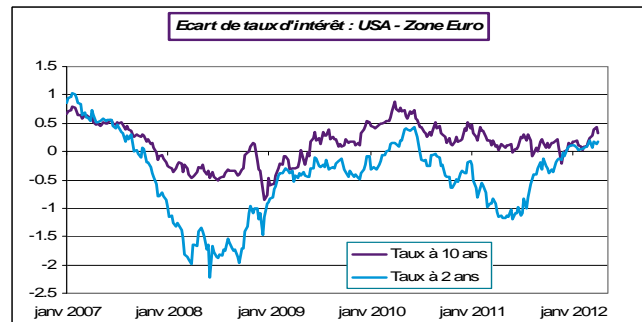
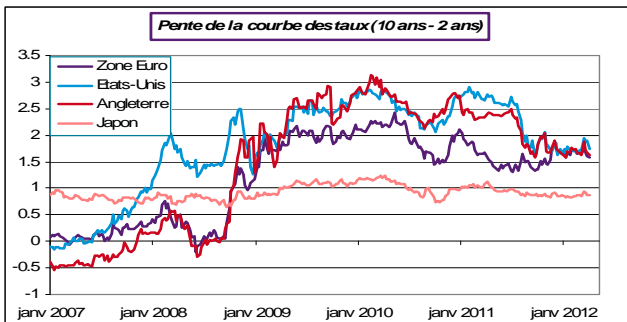
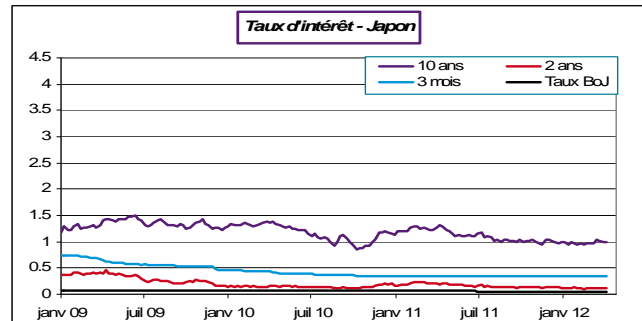
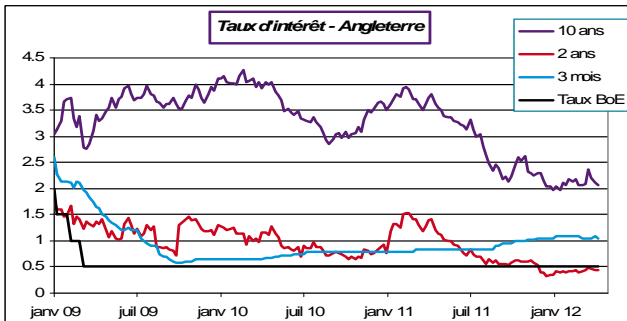
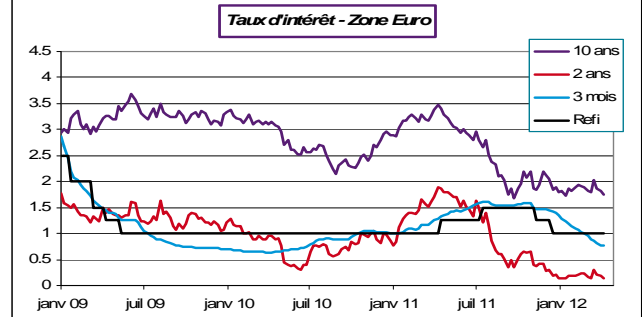
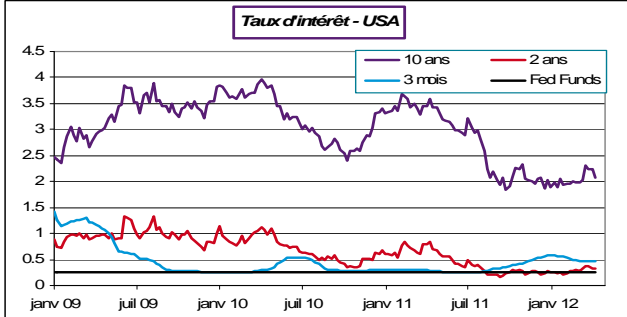
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 6 AVRIL 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	06/04/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.306	-1.91	0.63	-9.50	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	107.600	-1.82	7.73	-12.34	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.824	-1.16	-1.33	-6.44	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	82.380	0.23	5.97	-3.26	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.583	-0.92	1.86	-3.38	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.307	0.15	0.21	-3.49	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	122.84	-0.45	13.45	-2.30
	<b>Euro</b>	83.41	94.04	1.48	12.74	7.97
<b>Prix de l'Ounce d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1632.78	-1.86	3.70	11.02
	<b>Euro</b>	1212.94	1249.97	0.04	3.05	22.69

# ANTICIPATIONS HEBDO

9 Avril 2012

## Indicateurs Financiers au 6 Avril 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE GLOBALE

#### Indices PMI/ISM de mars

L'indice mondial s'est inscrit à 51.1 en mars indiquant ainsi une progression limitée de l'activité économique mondiale. C'est le 9<sup>ème</sup> mois consécutif que cet indicateur est proche du seuil de 50. L'indice de l'enquête ISM aux USA rebondit de façon modérée. La production est en hausse mais le ratio "Nouvelles Commandes sur Stocks" continue de s'infléchir indiquant un essoufflement temporaire de l'activité. L'indice BRIC s'est inscrit à 50.3 reflétant notamment la fragilité chinoise malgré une meilleure orientation de l'indice brésilien. Au Japon l'indicateur s'améliore à l'image de l'enquête Tankan de la Banque du Japon. Les chiffres du 1er trimestre sont meilleurs que ceux qui étaient attendus. Rebond toujours marqué de l'industrie anglaise en phase avec l'activité américaine. Orientation toujours fragile en zone euro. L'indice est en repli au mois de mars notamment en raison des fragilités constatés en Allemagne et en France

### ECONOMIES D'ASIE

#### Indicateur PMI du mois de mars

Il y a bien sûr, en Asie, les interrogations sur la dynamique chinoise. L'indice officiel en pointillé traduit le comportement des grandes entreprises plutôt à capitaux publics. Il est en forte hausse en mars alors que l'indice PMI/Markit/HSBC reflétant plutôt les petites entreprises à capitaux privés continue de s'enfoncer. Dans le doute, regarder les indices de Taïwan et de la Corée du sud est intéressant. Ces 2 indices très liés à l'activité chinoise progressent rapidement. Cela suggère que la zone géographique, y compris la Chine à une activité orientée à la hausse. C'est important localement mais aussi pour l'activité globale et le commerce mondial. La zone euro pourrait alors en profiter, retrouvant alors une allure de croissance plus favorable.

### ECONOMIE AMÉRICAINE

#### INDICE ISM GLOBAL DU MOIS DE MARS

Léger repli de l'indice ISM global du mois de mars en raison notamment du recul plus fort qu'anticipé de la composante des services. Cette situation nouvelle limite ainsi l'écart entre cette statistique plutôt optimiste quant à l'activité et les données disponibles par ailleurs qui ne font pas états d'une progression aussi rapide.

Le ralentissement des nouvelles commandes pour l'indicateur global est cohérent avec une inflexion des commandes de biens d'équipement. En d'autres termes, il n'y a pas de signaux d'une reprise à vive allure des commandes de biens d'équipement et donc de l'investissement.

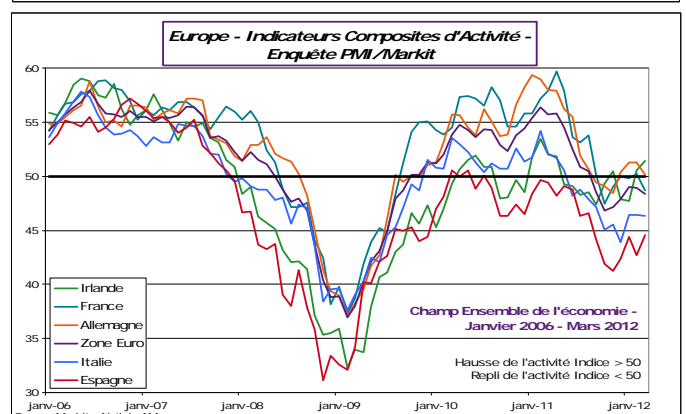
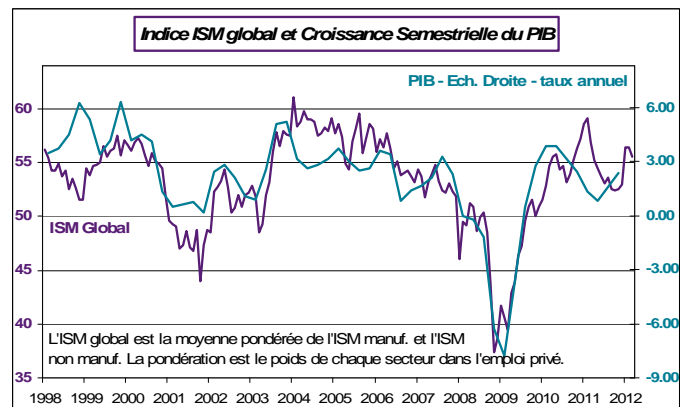
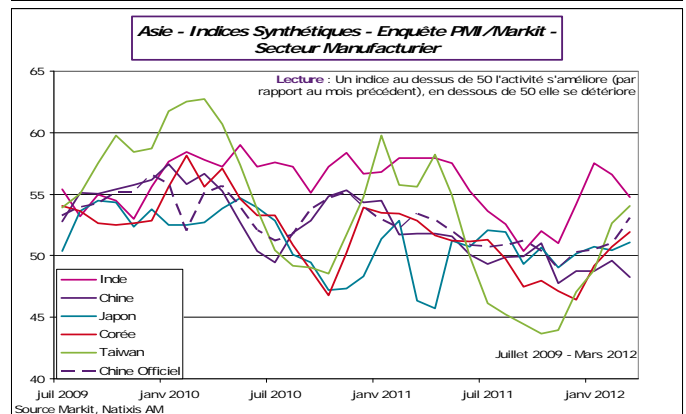
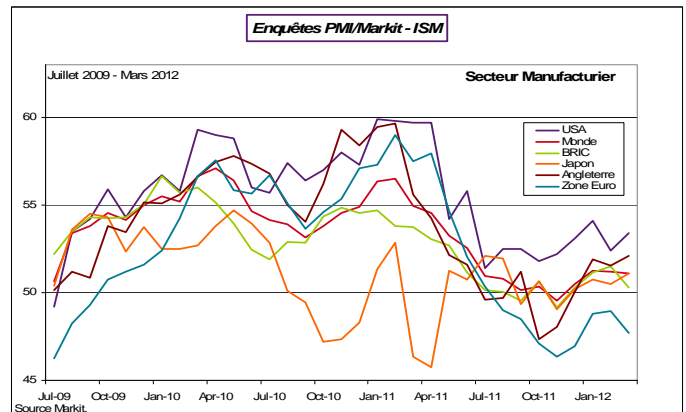
Le repli de l'indice des services traduit à la fois une inflexion de la production et des nouvelles commandes. En d'autres termes, cet indicateur s'essouffle.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Indicateurs PMI/Markit

L'indice pour l'économie de la zone Euro s'infléchit en Mars. Cela traduit un moins grand dynamisme en Allemagne et en France, notamment dans le secteur manufacturier. Le rebond constaté autour de la fin d'année est moins vif et ne se transforme pas en une trajectoire plus robuste d'expansion.

Les indices italien et espagnol ont toujours une allure préoccupante. Ils ne se dégradent plus par rapport à la période récente mais n'ont pas franchement rebondi avec la France et l'Allemagne. En Irlande, la dynamique de production est bonne mais c'est le reste de l'économie, notamment les transferts de revenus vers l'étranger, qui sont pénalisants et ne permettent pas d'imaginer une reprise rapide, durable et créatrice d'emplois.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Marché du travail en Mars 2012

Les créations d'emplois ont été plus limitées qu'attendues en mars. 120 000 nouveaux emplois contre une moyenne de 257 000 sur les deux premiers mois de l'année. Ces chiffres reflètent une économie qui ne progresse pas très rapidement et avec ainsi des chiffres parfois volatils à la hausse comme à la baisse.

Le graphique ci contre montre encore un écart considérable du cycle actuel par rapport aux cycles précédents. Au rythme constaté sur le 1<sup>er</sup> trimestre (212 000 emplois créés en moyenne par mois (le chiffre de 225 000 dans la 1<sup>ère</sup> partie reflète les créations à partir des chiffres trimestriels moyen et non de la succession des mois depuis décembre), il faudra 24 mois pour retrouver le point haut de l'emploi de janvier 2008, soit dans le courtant de la 1<sup>ère</sup> partie de 2014. Si l'on prend en compte les personnes arrivées depuis sur le marché du travail, il faudra attendre mars 2020 pour retrouver le même niveau d'emploi tout en absorbant les nouveaux arrivants.

La question de l'emploi ne va donc pas se résoudre rapidement même si les créations d'emplois sont soutenues.

#### La question du salaire de référence

Sur le graphe j'ai fait figurer le salaire de référence et l'indice des prix à la consommation en base 100 en 2007. Les deux indicateurs ont une allure parallèle à l'ajustement près sur le prix du pétrole à la fin de l'année 2008. Si l'on calcule le salaire réel (ratio salaire sur prix), on constate une légère décroissance depuis le début de l'année 2011.

Quand on observe l'évolution du revenu des ménages il est facile de constater que la contribution des revenus du travail, la part la plus importante du revenu, évolue lentement.

Cela se traduit par une dynamique de la demande qui devrait être limitée. Ainsi en dépit des créations d'emplois, les pressions sur le marché du travail sont encore très réduites. Le signal d'accélération rapide et durable des salaires parce que l'économie est au voisinage du plein emploi alors que l'activité s'accélère n'est pas encore perceptible.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Ventes de détail

Les ventes de détail de la zone Euro ont été révisées en hausse au mois de janvier (+1.1%) alors que le chiffre de février n'était qu'en recul limité (-0.1%).

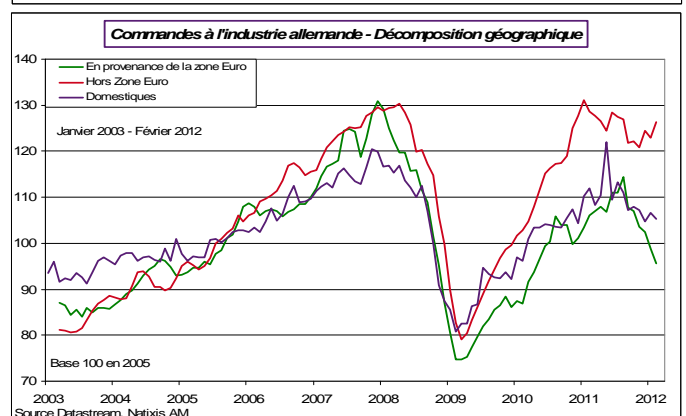
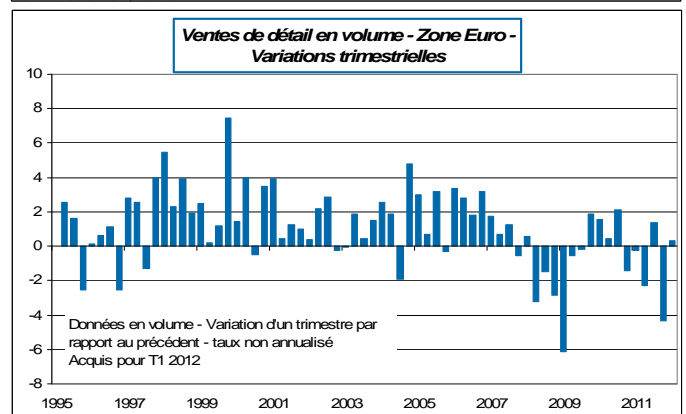
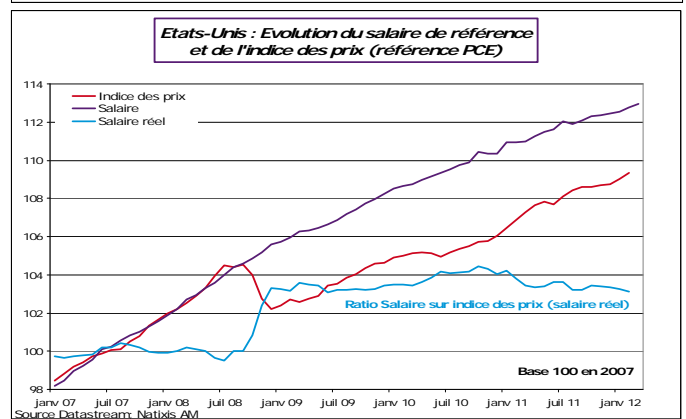
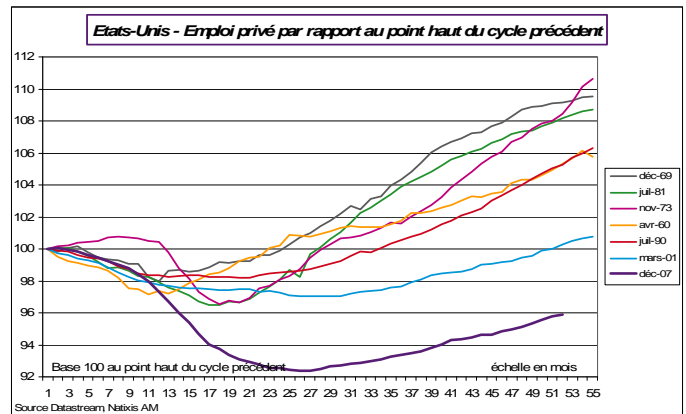
L'acquis à la fin du mois de février pour le 1<sup>er</sup> trimestre est légèrement positif et ne prolonge pas ainsi le repli rapide des 3 derniers mois de 2011.

Dans le détail on notera que les ventes en Espagne sont très basses mais sont stabilisées depuis décembre. Elles continuent de progresser en France mais reculent encore rapidement en Allemagne. Il n'y a pas de tendance commune pour les différents pays de la zone Euro.

### ECONOMIE ALLEMANDE

#### Commandes à l'industrie

Le graphe montre que les commandes à l'industrie allemande s'infléchissent lorsqu'elles sont d'origine domestique, qu'elles sont stabilisées lorsqu'elles proviennent de l'extérieur de la zone Euro et qu'elles reculent vivement lorsqu'elles sont de la zone Euro. On observe bien l'hétérogénéité des tendances dans l'industrie. Sur les 3 indicateurs on perçoit le changement de tendance au début de l'année 2011. Ce schéma s'observe notamment sur les biens d'équipement, indiquant ainsi un moindre dynamisme de l'investissement mondial.



## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

► **Publication de la balance commerciale de février, le jeudi 12 avril à 14h30** (janvier 52.6 Mrds de dollars de déficit, consensus 52)

► **Publication de l'indice de confiance de l'Université du Michigan pour le mois d'avril (indice préliminaire) – le vendredi 13 avril à 15h55.** (mars 76.2, consensus 76.2)

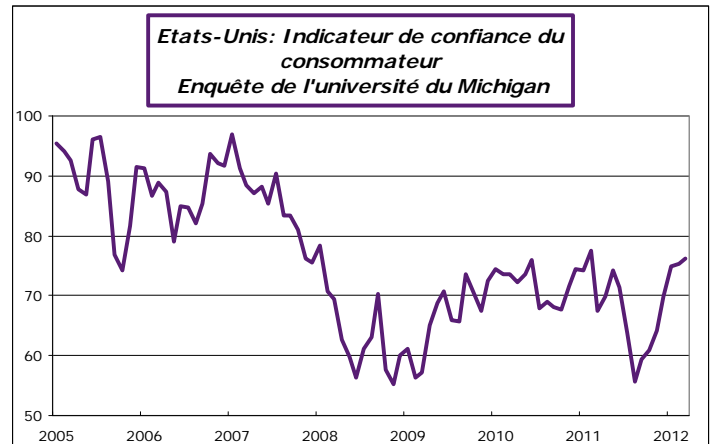
► **Parution des prix à la consommation (Référence CPI) de mars, le vendredi 13 avril à 14h30. Indice général** (février 2.9 % en glissement annuel, consensus 2.7 %) **Indice sous-jacent** (février 2.2 % en glissement annuel, consensus 2.2 %)

► **Publication des prix à la production de mars, le jeudi 12 avril à 14h30. Indice général** (février 3.3 % en glissement annuel, consensus 3.1 %) **Indice sous-jacent** (février 3 % en glissement annuel, consensus 2.8 %).

► **Parution du Beige Book de la FED, le mercredi 11 avril à 20h.**

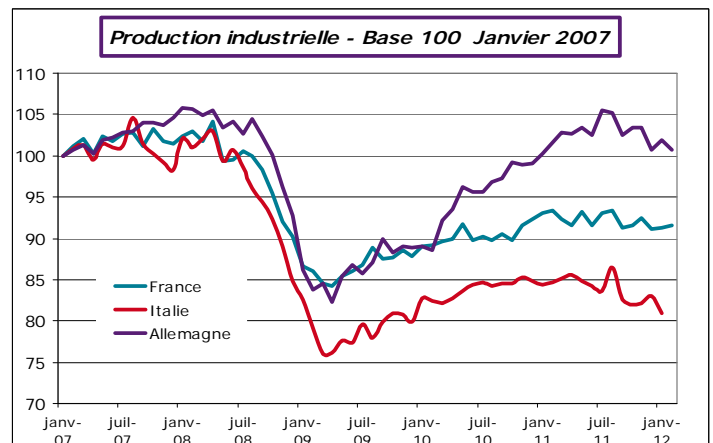
► **Intervention de M Bernanke deux fois dans la semaine.**

- **Le 9 avril** au cours d'une conférence à la FED d'Atlanta dont le thème est « fostering financial stability ».
- **Le vendredi 13 avril** lors d'une conférence dont le thème est « Rethinking Finance ». Le sujet de son discours est « Reflections on the crisis and the policy response ».



### Zone Euro

► **Publication de la Production industrielle de février – le jeudi 12 avril à 11h** (janvier 0.2 % en variation mensuelle, consensus -0.2 %)



### France

► **Publication de la production industrielle de février, le mardi 10 avril à 8h45** (janvier 0.2 %, consensus 0.2 %) **[Publication 0.3 %]**

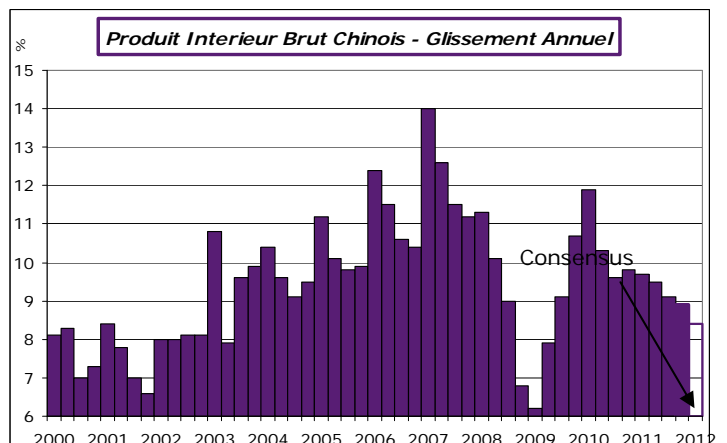
► **Parution de l'indice des prix à la consommation de mars, le jeudi 12 avril à 8h45** (février 2.3 % en glissement annuel, consensus 2.1 %)

### Japon

► **Réunion de la BoJ, décision le mardi 10 avril** (consensus 0.1 %) **[Décision politique monétaire inchangée]**

### Chine

► **Publication du PIB du premier trimestre 2012, le vendredi 13 avril** (T4 2011 8.9 % en glissement annuel ; consensus 8.4 %).



► **Publication de la production industrielle du mois de mars, le vendredi 13 avril** (février 21.3 % en glissement en annuel, consensus 11.3 %)