

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Avril 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



## Les attentes de la semaine du 16 au 22 Avril

- Réunion de printemps du FMI à laquelle sera associé un meeting du G20. Les attentes sont fortes sur fond de conjoncture morose en Europe, d'expansion limitée en Chine et de changement dans les règles du jeu monétaire avec l'élargissement de la bande de fluctuations du yuan face au dollar.
- Indicateurs conjoncturels en Allemagne (ZEW, IFO) et aux Etats-Unis (Empire State Index et PhillyFed)
- Réunion des banques centrales au Brésil, en Suède et en Inde notamment



## Les points majeurs à retenir du 9 au 15 Avril

- Indicateurs médiocres de la production industrielle en Europe. L'acquis pour le 1<sup>er</sup> trimestre à la fin du mois de février est partout négatif
- Ralentissement de l'inflation aux Etats-Unis à 2.6 % en raison d'une moindre contribution de l'énergie L'indice ss jacent reste fort. Repli de la confiance des ménages en Avril
- Ralentissement de la croissance chinoise avec notamment un mouvement de repli rapide de l'investissement.



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

- La Banque de Chine a décidé d'élargir la bande de fluctuations du yuan face au dollar. La monnaie chinoise est stable depuis le début de l'année et les autorités espèrent que cela reflète une valeur d'équilibre.
- L'objectif est de développer un système financier qui permette le rééquilibrage de la croissance chinoise vers davantage de consommation.
- Ce schéma est encore à développer mais l'objectif est de rendre le yuan convertible et qu'il devienne une monnaie de réserve à coté du dollar et de l'euro



## Les graphes dans le document

- Production industrielle en Europe et aux USA
- Les exportations allemandes qui ralentissent
- Les contributions à l'inflation française. Le taux d'inflation est stable mas pas ses contributions, notamment le secteur des biens manufacturés
- Le PIB chinois qui ralentit au premier trimestre 2012
- L'investissement en Chine est moins vif, reflet probablement des excès durant la reprise. Le commerce extérieur chinois avec l'inflexion des exportations
- Le commerce extérieur américain et l'indice de confiance de l'Université du Michigan

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 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 9 AU 15 AVRIL 2012

- ▶ Les données macroéconomiques pour la zone Euro restent préoccupantes en dépit d'enquêtes parfois assez optimistes, notamment en Allemagne. L'allure des indices de la production industrielle en zone Euro ne suggère pas de reprise rapide de l'activité. Depuis l'automne les indicateurs s'infléchissent y compris en Allemagne et ont un profil dramatique en Espagne et en Italie.
- ▶ La question posée à l'Europe n'est pas qu'une question de politique monétaire. Les dysfonctionnements s'observent sur le marché du travail dans de nombreux pays et ne sont pas du ressort de celle-ci. Les investisseurs en sont persuadés. Pour s'en convaincre, le propos de Benoit Coeuré de la BCE la semaine dernière. Il a évoqué la possibilité d'une intervention de la BCE via son programme d'achat d'obligations souveraines (SMP) sur la dette espagnole. Cela n'a pas eu d'impact persistant. Il faut des réponses plus durables, il faut trouver des solutions à plus long terme sur la croissance. Ce phénomène est nouveau.
- ▶ Sur ce point, le ralentissement chinois n'est pas une bonne nouvelle. Si les européens doivent mettre en place des réformes pour gagner en autonomie de croissance, une impulsion en provenance de l'extérieur pourrait être souhaitable pour rendre la transition plus douce. Au regard de la croissance chinoise moins vive (voir page 5 et 6) le commerce mondial devrait progresser lentement, ne créant pas d'impulsions à la hausse des échanges qui seraient bénéfiques à la conjoncture européenne.
- ▶ Le respect des engagements budgétaires par les pays de la zone Euro va rendre la 2<sup>ème</sup> partie de l'année plus complexe qu'imaginé

## MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 9 AU 15 AVRIL 2012

- ▶ La Banque Centrale de Chine a décidé d'élargir la bande de fluctuations du yuan contre dollar. Dès le 16 avril, après le fixing du matin, la parité yuan/dollar pourra évoluer de +/- 1 % autour de ce cours fixé par les autorités. Jusqu'à présent et depuis le 21 mai 2007 les marges étaient de +/- 0.5 %. Elles étaient auparavant de +/- 0.3 %. Depuis le début de l'année, la parité entre le dollar et le yuan est plutôt stable.
- ▶ La réduction du surplus commercial chinois peut suggérer que la parité, après une appréciation de près de 25 % depuis juillet 2005, n'est peut être pas trop éloigné de sa parité d'équilibre face au billet vert.
- ▶ En d'autres termes, le prix de la monnaie chinoise pourrait être suffisamment élevé pour que le surplus commercial ne s'accroisse plus et qu'il tende à se stabiliser. Le moment est peut être bien choisi si effectivement c'est le cas.
- ▶ A court terme la volatilité de la monnaie chinoise va s'accroître sensiblement à l'échelle de l'élargissement des bornes de fluctuations. Cela ne signifie pas que les autorités vont laisser leur monnaie sans contrôle.
- ▶ L'objectif des autorités est de tenter de limiter les capitaux spéculatifs dont les entrées et sorties en fonction de la valeur attendue de la monnaie pourraient avoir des effets déstabilisants sur le système financier chinois. En donnant des marges de fluctuations et en insinuant que la parité ne s'appréciera plus forcément de façon marquée, les autorités signalent qu'elles souhaitent limiter ces capitaux. Mais ce n'est pas pour autant qu'elles réduiront rapidement leur emprise sur le prix de la monnaie chinoise.
- ▶ Ce changement est une étape supplémentaire dans l'ascension du yuan comme monnaie internationale. Déjà l'an dernier des transactions en yuans avaient pu être mise en place même si c'était sur une échelle réduite. On a aussi récemment parlé d'un marché du yuan à Londres.
- ▶ L'objectif des autorités est de permettre le développement de marchés de capitaux suffisamment vaste pour aider le développement de l'économie chinoise. Si l'objectif est le rééquilibrage de la croissance vers davantage de consommation et d'autonomie, le modèle chinois devra disposer de marchés financiers plus larges, plus profonds et plus développés. Cela permettra de fixer l'épargne chinoise en Chine et de l'utiliser à des fins internes de développement. En outre, cela faciliterait un arbitrage dans le temps et réduirait la masse d'épargne de court terme en limitant l'incertitude.
- ▶ Cela signifie que la banque centrale de Chine a certainement à l'esprit de faire du yuan une monnaie convertible (objectif 2015) et de réussir l'ouverture du compte de capital engendrant à terme un marché des capitaux plus large et plus souple capable d'amortir les mouvements de capitaux.
- ▶ En d'autres termes, cet élargissement de la bande de fluctuations est peut être un signal de changement majeur pour l'économie chinoise. Si effectivement les autorités souhaitent rééquilibrer leur processus de croissance (voir mon papier du vendredi 13 avril "Ralentissement chinois au premier trimestre") alors un système financier plus efficace est nécessaire. Elle se servirait de la relative stabilité de la parité contre dollar pour le développer.
- ▶ En changeant le cadre de fonctionnement de la monnaie chinoise, les autorités souhaitent donner au yuan le statut de monnaie de réserve susceptible d'entrer en concurrence avec les grandes monnaies que sont le dollar et l'euro. Au regard des développements commerciaux et des accords monétaires de la Chine avec de nombreux pays émergents, y compris, hors d'Asie, ce mouvement traduit peut être une étape supplémentaire de la recomposition du système monétaire international.
- ▶ L'élargissement de la bande de fluctuations pourrait ainsi avoir un écho long sur l'équilibre global

Ce texte sur la bande de fluctuations du yuan est paru sur le blog des Communautés de l'Aqefi à l'adresse suivante

## MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 9 AU 15 AVRIL 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a perdu -1%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a performé de +0.4%. Le spread est resté quasi inchangé à 360 pb.
- ▶ Le retour de l'aversion au risque a pénalisé les devises émergentes à haut rendement face au billet vert: real brésilien -1.1%, rand sud africain -0.8% et Livre turque -0.2%.
- ▶ En Chine, la croissance du PIB au T1 2010 a été de 1.8% GT, soit 8.1% GA (vs 8.9%). L'investissement ralenti sensiblement, notamment l'investissement immobilier à 23.5% GA ytd (vs 28%).
- ▶ La décélération de l'activité chinoise au T1 2012 reflète l'environnement national compliqué et volatil ainsi que les nouveaux challenges qui émergent dans le développement économique domestique.
- ▶ La Corée a gardé son taux directeur inchangé à 3.25%, en raison de l'impact de facteurs externes (hausse des prix de l'énergie).
- ▶ Au Brésil, les prix à la consommation ont augmenté en mars de 0.2% GM (vs 0.45%), soit 5.2% GA (vs 5.85%) et revient dans la bande cible d'inflation fixée par la Bacen (4.5% +/- 2). L'amélioration de l'inflation donne des marges de manœuvre au Copom afin de soutenir l'activité.

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Avril 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 13 AVRIL 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	13/04/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3189.09	2781.68	4108.77	-20.40	0.93	-3.94			
<b>DAX</b>	5898.35	6583.90	5072.33	7527.64	-8.28	11.62	-2.82			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2291.51	1995.01	3011.25	-22.32	-1.08	-4.22			
<b>FTSE</b>	5572.28	5651.79	4944.44	6082.88	-5.97	1.43	-1.26	1.65	2.87	-1.07
<b>SNP 500</b>	1257.60	1370.26	1099.23	1419.04	4.25	8.96	-1.99	15.56	8.11	-2.14
<b>Nasdaq</b>	2605.15	3011.33	2335.83	3122.57	9.05	15.59	-2.25	20.88	14.69	-2.40
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	9637.99	8160.01	10255.15	-0.03	13.99	-0.52	14.82	7.47	1.04
<b>MSCI Emerging USD</b>	916.39	1026.50	831.22	1206.49	-13.40	12.02	-0.98	-4.00	11.15	-1.14
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1268.35	1074.50	1391.86	-5.26	7.25	-1.60	5.02	6.42	-1.76

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 13 AVRIL 2012

	Taux d'intérêt au 13 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	0.466	0.27	2.02	-0.003	-0.050	-0.050	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	0.753	0.139	1.697	-0.013	-0.012	-0.041	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1.05	0.409	1.994	0.000	-0.028	-0.072	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.115	0.950	0.000	0.005	-0.040	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (13/04/12)</b>	<b>2 ans (13/04/12)</b>	<b>10 ans (13/04/12)</b>	<b>3 mois (31/12/11)</b>	<b>2 ans (31/12/11)</b>	<b>10 ans (31/12/11)</b>				
<b>USA – Zone Euro</b>		-0.29 (-0.30) <sup>§</sup>	0.13 (0.17) <sup>§</sup>	0.32 (0.33) <sup>§</sup>	-0.775	0.116	0.106				
<b>UK – Zone Euro</b>		0.30 (0.28) <sup>§</sup>	0.27 (0.29) <sup>§</sup>	0.30 (0.33) <sup>§</sup>	-0.306	0.205	0.197				

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

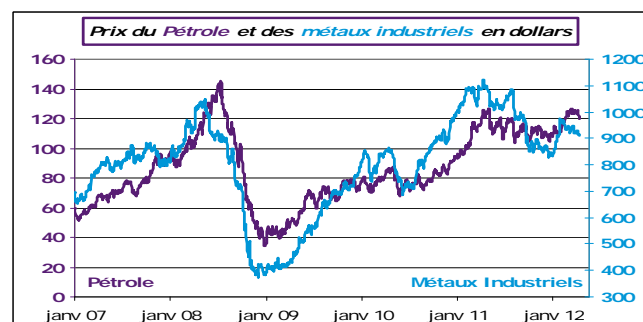
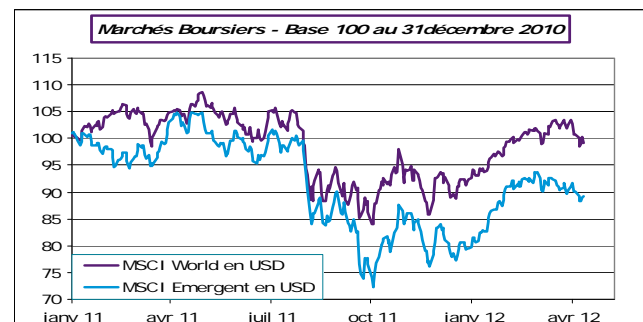
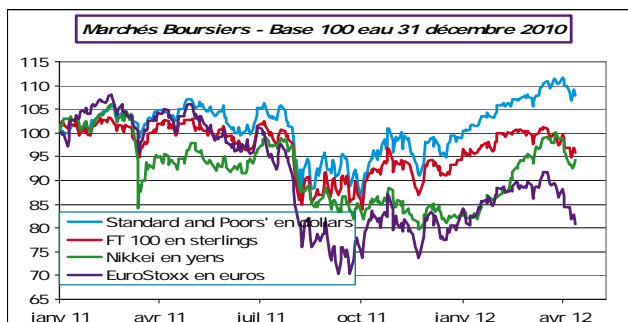
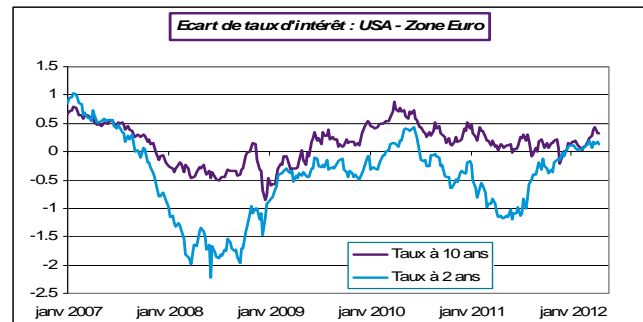
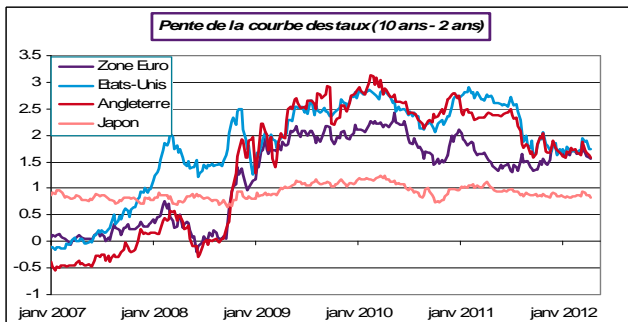
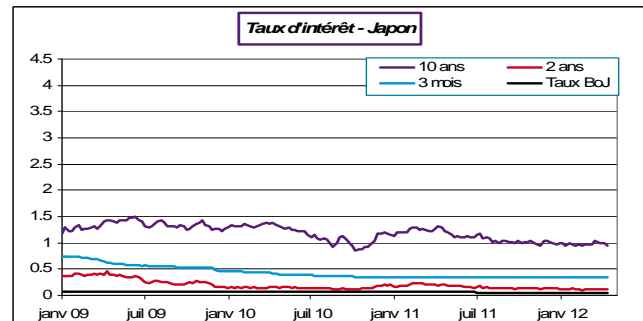
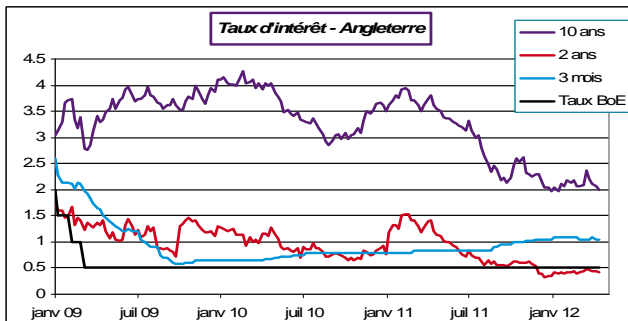
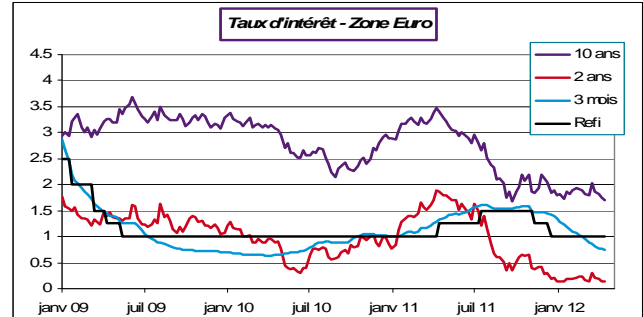
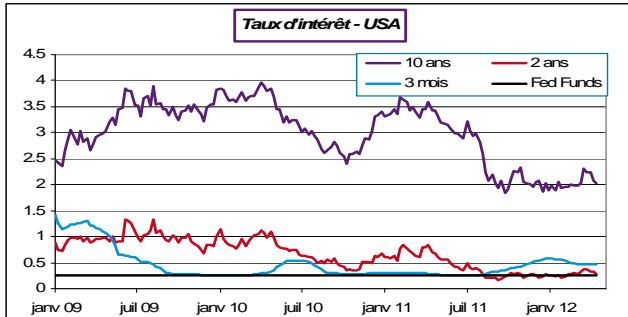
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 13 AVRIL 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	13/04/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.308	0.15	0.78	-9.79	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	105.940	-1.54	6.07	-12.94	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.825	0.07	-1.26	-7.31	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	80.990	-1.69	4.18	-3.60	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.589	0.34	2.21	-2.48	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.304	-0.06	0.15	-3.52	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	120.87	-1.60	11.63	-1.40
	<b>Euro</b>	83.41	92.39	-1.76	10.76	9.30
<b>Prix de l'Ounce d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1668.97	2.22	6.00	14.36
	<b>Euro</b>	1212.94	1275.69	2.06	5.17	26.77

# ANTICIPATIONS HEBDO

16 Avril 2012

## Indicateurs Financiers au 13 Avril 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE DES PAYS DÉVELOPPÉS

#### Indices de la Production Industrielle Février 2012

Le graphe ci contre représente les indices de la production industrielle dans certains pays européens et aux Etats-Unis.

Premier constat, l'indice américain repasse au dessus de l'indice allemand et la dynamique constatée n'est pas du même type de part et d'autre de l'Atlantique. L'évolution est linéaire outre Atlantique alors qu'un point haut a été touché en Allemagne à l'automne 2011.

Le 2ème constat est que le repli de l'activité industrielle s'observe pour tous les pays européens, y compris le Royaume Uni. En Italie et en Espagne la situation devient dramatique. En France, l'activité s'infléchit encore malgré le rebond de l'indice de février (uniquement lié à l'énergie). L'acquis de croissance pour le 1er trimestre est négatif comme cela l'est également pour l'ensemble des pays de la zone Euro et du Royaume Uni – Fragilité, en conséquence des chiffres de croissance du PIB au 1er trimestre.

### ECONOMIES ALLEMANDE

#### Dynamique des exportations

Le graphe montre que les exportations en volume reculent de façon significative en Allemagne depuis la fin de l'année 2011. Ce mouvement exprimé en variation sur 3 mois des exportations allemandes suit plutôt bien la trajectoire des nouvelles commandes à l'exportation. Celles-ci se replient, sous le seuil de 50, depuis l'été 2011, en phase avec le ralentissement du commerce mondial et la nette inflexion de l'activité de la zone Euro.

Au regard du ralentissement de l'activité en Chine, catalyseur de la dynamique du commerce mondial, et en raison du ralentissement constaté sur la production industriel en Europe (cf ci-dessus) les nouvelles commandes ne devraient pas voir leur profil s'inverser rapidement. Les exportations et la conjoncture allemande en souffriront.

### ECONOMIE FRANCAISE

#### TAUX D'INFLATION POUR LE MOIS DE MARS

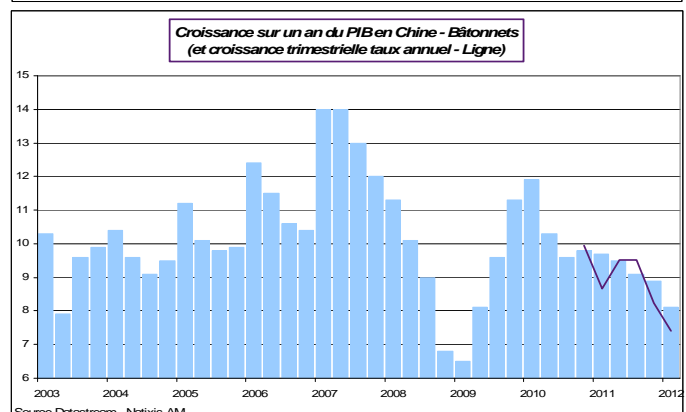
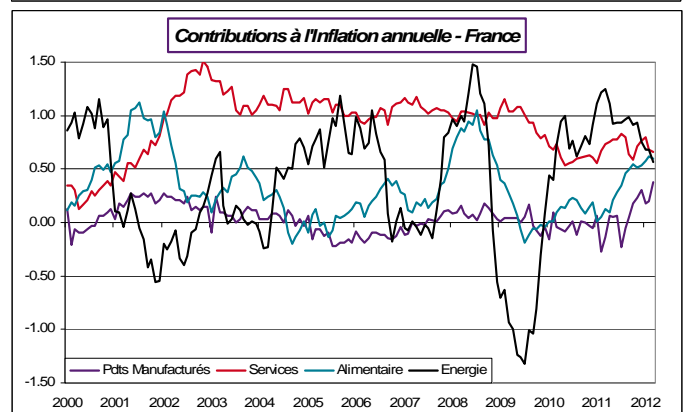
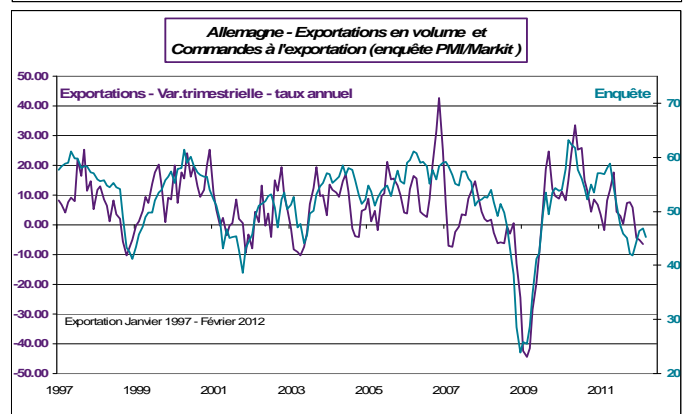
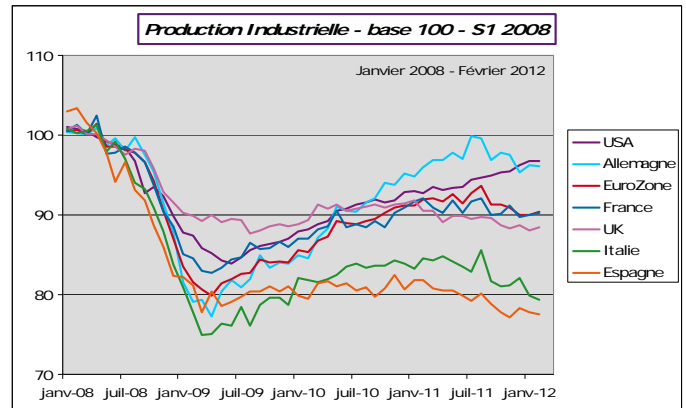
Le taux d'inflation du mois de mars s'est inscrit à 2.3 % comme en février. Le niveau du taux d'inflation n'est pas un problème, ce qui change par contre c'est la structure de celui-ci. On le voit sur le graphe de droite. Les contributions ont beaucoup évolué au cours des derniers mois. La contribution de l'énergie (ligne noire) s'est réduite alors que dans le même temps celle des prix alimentaires progressait de façon significative (ligne bleue). L'autre point remarquable est la hausse de la contribution des prix des biens manufacturés. La progression sur un an du prix dans ce secteur est la plus forte depuis juin 1996. Est-ce l'effet du prix des matières premières ou est ce un effet de marge à la hausse pour les entreprises ?

### ECONOMIE CHINOISE

#### Croissance du 1<sup>er</sup> trimestre 2012

La croissance chinoise a ralenti au cours des 3 premiers mois de l'année. Sur le trimestre, l'activité est en progression de 7.4 % en taux annualisé contre 8.2 % au cours des 3 mois précédents. Sur un an, la hausse est de 8.1 % contre 8.9 % pour les 3 derniers mois de 2011.

On observe sur le graphe qu'à l'exception de la période de récession de 2008/2009, le chiffre annuel est le plus faible depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre 2003.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE CHINOISE

#### Dynamique de l'investissement

L'accumulation du capital est au cœur du modèle chinois. Il doit permettre une production de grande ampleur selon une dynamique expansive. On produit davantage parce que les capacités sont disponibles. C'est en raison de son poids dans l'économie (au voisinage de 50%) une arme considérable dans la gestion de la conjoncture. Cela a pu être observé en 2009 et 2010. L'investissement a été au centre du processus de relance de l'activité avec une progression durablement supérieure à 30 % l'an.

Ce mécanisme s'essouffle. Sur un an, à la fin du mois de mars, la hausse n'est que de 20.9. L'investissement immobilier est en progression de 23.5 % sur un an mais l'investissement logement de 19%. La dynamique est moins robuste et les signaux sur le marché immobilier montrent que la dynamique de la construction s'infléchit nettement (sur les mises en chantier par exemple). Le modèle perd en dynamique

#### Commerce extérieur du mois de mars

Le graphe ci contre montre le ralentissement des composantes du commerce extérieur chinois. Sur un an, après lissage des données sur 3 mois, la progression n'est plus que de 7.6%. Le modèle chinois qui reposait aussi sur l'extension des débouchés est là aussi fragilisé. La raison principale est la croissance limitée des Etats-Unis et de l'Europe, les deux principaux clients de la Chine.

La moindre progression de l'investissement et des exportations pénalise la croissance chinoise et devrait inciter les autorités vers un développement plus centré sur la consommation.

L'incertitude sur le modèle de croissance se lit dans les indices des enquêtes PMI. A court terme, cela ne devrait pas favoriser la reprise du commerce mondial, pénalisant l'économie de la zone Euro.

### ECONOMIE AMERICAINE

#### La dynamique des exportation

Aux Etats-Unis aussi le commerce extérieur suit une trajectoire limitée. La progression des exportations qui était de 10 % en moyenne avant la crise est désormais systématiquement sous ce seuil. La corrélation avec les nouvelles commandes à l'exportation reste bonne même si l'on constate une volatilité plus grande de ces commandes.

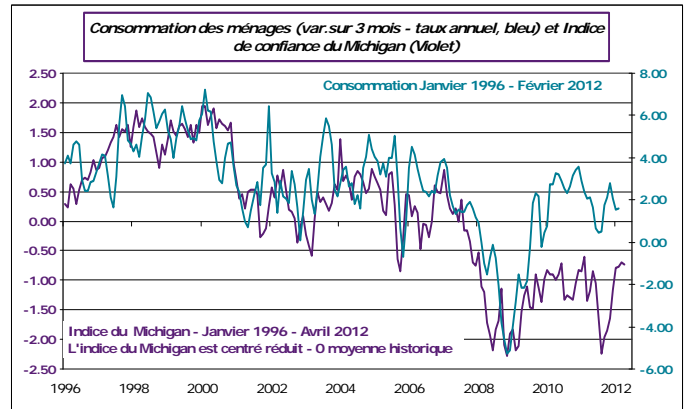
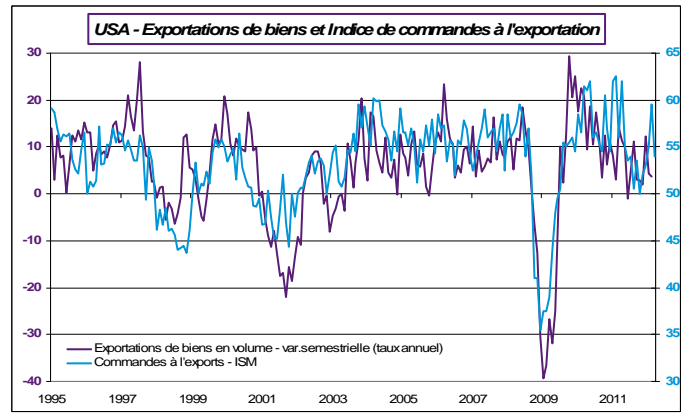
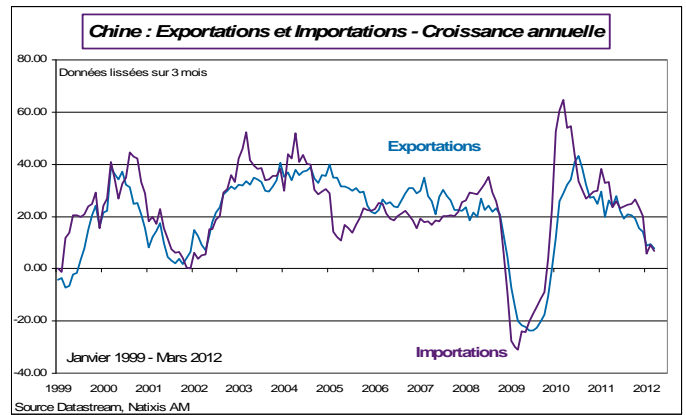
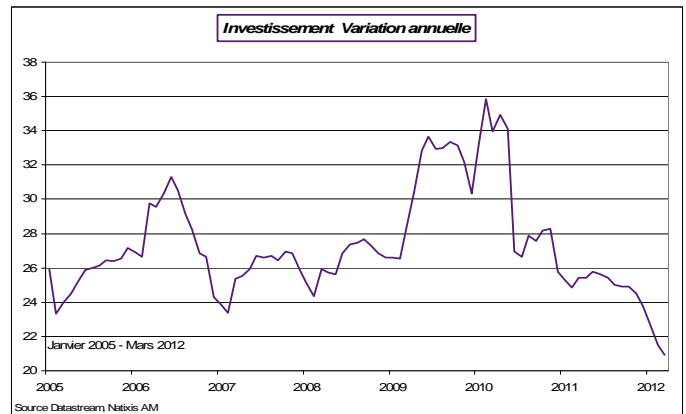
La dynamique du commerce extérieur laisse apparaître pour l'instant une contribution négative de celui-ci à la croissance du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre. La hausse des importations en volume a été rapide alors que la progression des exportations a été moins rapide qu'au cours des 3 derniers mois de 2011.

#### Confiance des consommateurs de l'Université du Michigan

L'indice s'est légèrement replié au mois d'avril en suivant l'estimation de début de mois de cet indicateur. Après une hausse continue depuis le point bas du mois d'août 2011, l'indice se replie légèrement en avril. Les consommateurs américains sont un peu plus inquiets sur la situation immédiate de l'économie mais restent plutôt optimistes à un horizon de 6 mois Cet indicateur est au plus haut depuis septembre 2009.

Si l'on suit le graphe ci contre, la hausse de la consommation devrait être limitée.

Les anticipations d'inflation dans l'enquête reviennent à 3.4 % sur un an contre 3.9 % en mars. A un horizon de 5 ans les attentes d'inflation sont stables (3%)



## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

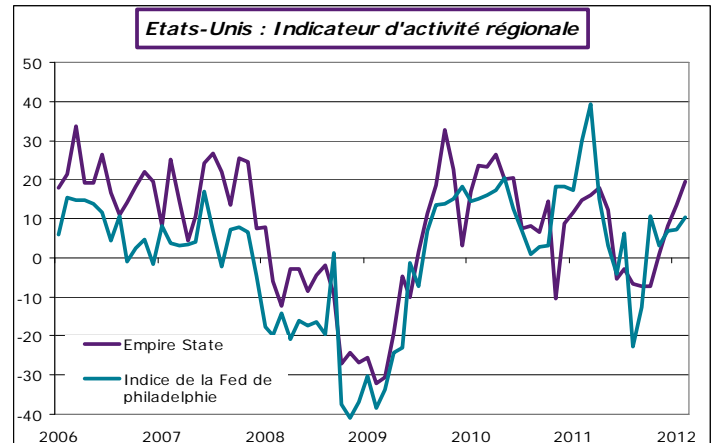
► Publication d'indicateurs d'activité.

- Enquête Empire State (avril); le **lundi 16 avril à 14h30** (mars 20.21, consensus 18) [**Publication 6.56**]
- Enquête de la Fed de Philadelphie (avril) – **jeudi 19 avril à 16h** (mars 12.5, consensus 12)
- Production Industrielle et TUC (mars) **mardi 17 avril à 15h15**. Prod Ind (février 0 % en variation mensuelle, consensus 0.3 % TUC février 78.4, consensus 78.5)

► Parution des ventes au détail (mars) le **lundi 16 avril à 14h30**. Indice Total (février 1 % en variation mensuelle, consensus 0.3 %) [**Publication 0.8 %**]

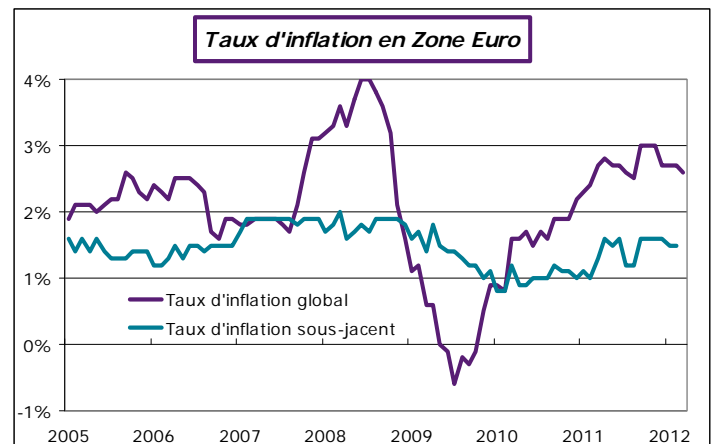
► Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel.

- Permis de construire de mars, le **mardi 17 avril à 14h30** (février 715, consensus 710)
- Mise en chantier du mois de mars, le **mardi 17 avril à 14h30** (février 698, consensus 705)
- Indice NAHB d'avril, le **lundi 16 avril à 16h** (mars 28, consensus 28) [**Publication 25**]
- Ventes de maisons anciennes (mars), le **jeudi 19 avril à 16h** (février 4.59 m, consensus 4.62 m)



### Zone Euro

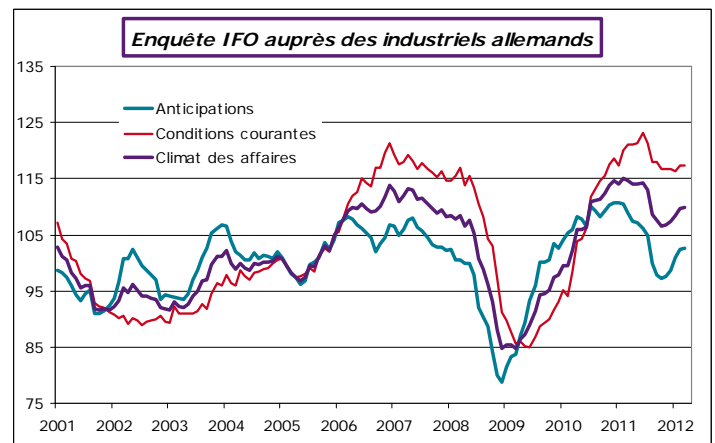
► Parution du taux d'inflation total et sous-jacent (mars) – le **mardi 17 avril à 11h** (février 1.5 %, consensus 1.5 % Indice sous-jacent et février 2.6 %, consensus 2.6 % Indice total)



### Allemagne

► Publication de l'indice ZEW (avril), le **17 avril à 11h**; Sentiment économique (mars 22.3, consensus 19) Situation courante (mars 37.6, consensus 35)

► Parution de l'Indice IFO (avril), le **vendredi 20 avril à 10h** (Climat des affaires mars 109.8, consensus 109.5; Anticipations mars 102.7, consensus 102.3; situation courante mars 117.4, consensus 117)



### Royaume-Uni

► Parution des Minutes de la BoE – le **mercredi 18 avril à 10h30**.

► Parution du taux d'inflation (mars) – le **mardi 17 avril à 10h30** (février 3.4 %, consensus 3.4 %)

► Parution des ventes de détail du mois de mars – le **vendredi 20 avril à 10h30** (février 1 % en glissement annuel, consensus 1.5 %)

► Parution du taux de chômage de mars – le **mercredi 18 avril à 10h30** (février 5 %, consensus 5 %)