



## Les attentes de la semaine du 28 Mai au 3 juin

- L'ensemble des enquêtes PMI/Markit et ISM pour le secteur manufacturier. Les signaux en Zone Euro et en Chine sont médiocres dans l'estimation avancées. Cela sera il général ?
- Chiffres de l'emploi américain pour le mois de mai. Changement de tendance avec une allure plus haussière ou maintien d'un ajustement réduit ?
- Situation du marché du travail en Allemagne et en France
- Indice Case-Shiller aux USA sur le prix des maisons
- Référendum sur le traité budgétaire en Irlande – Essentiel le 31 mai
- Réunion du comité de politique monétaire au Brésil – Nouvelle baisse de taux ? Probable



## Les points majeurs à retenir du 21 au 27 Mai

- Inflexion à la baisse des indicateurs d'enquête en zone Euro au cours du mois de mai. Les enquêtes IFO en Allemagne, INSEE en France et PMI/Markit pour la zone Euro, la France et l'Allemagne montrent toutes une accentuation du repli de l'activité.
- Pareil au Royaume Uni avec une chute rapide de l'indice de l'enquête CBI. Après la révision en baisse de l'activité du 1<sup>er</sup> trimestre (PIB) ce n'est pas une bonne nouvelle outre Manche
- Ralentissement aussi dans l'enquête PMI/Markit/HSBC en Chine – 7<sup>ème</sup> mois consécutif de repli
- Repli des commandes de biens d'équipement aux USA en Avril.
- Rebond des ventes et des reventes de maisons aux USA. Le secteur immobilier va mieux
- Hausse du moral des ménages français en mai. L'impact d'un nouveau président ?



## Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité (page2)

- L'activité ralentit encore en zone Euro. Cela traduit une activité globale qui ne s'accélère pas mais surtout une inquiétude sur la situation en zone Euro en créant de l'attentisme.
- Cette situation n'est pas le monopole de la zone Euro puisque le Royaume Uni est aussi en grandes difficultés.
- Le système bancaire souffre en Espagne avec le besoin de recapitalisation de Bankia à hauteur de 19 Mds d'euros.
- Les crises bancaires en Espagne et en Italie entraînent une grande fragilité des PME pour lesquelles l'accès au crédit devient beaucoup plus difficile. Cela crée un effet de persistance négatif sur la situation macroéconomique



## Les graphes dans le document

- Indicateur de productivité issu de l'enquête PMI/Markit pour la zone Euro
- La comparaison des indices IFO, ZEW et PMI/Markit en Allemagne
- La décomposition de la croissance trimestrielle du PIB en Allemagne
- L'évolution de l'emploi en France telle que retracée par l'enquête PMI/Markit
- L'indice de confiance du consommateur en Italie
- La dynamique des composantes de la demande interne au Royaume Unis
- La revente de maisons aux Etats-Unis
- L'indice PMI/Markit/HSBC en Chine pour le mois de mai

## CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 21 AU 27 MAI 2012

- ▶ Les enquêtes menées, pour le mois de mai, auprès des chefs d'entreprise de la zone Euro étaient très attendues. L'activité pour l'ensemble de la zone avait été stable au premier trimestre (chiffre du PIB publié le 15 mai) mais les enquêtes d'avril laissaient poindre certaines fragilités.
- ▶ En mai, l'ensemble des enquêtes reflètent une inflexion de l'activité. Les enquêtes PMI/Markit, l'IFO en Allemagne et l'INSEE en France suggèrent qu'il y a un net changement de rythme au printemps.
- ▶ L'enquête PMI/Markit dont on dispose pour l'ensemble de la zone suggère un repli marqué de l'activité tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. On observe peut être un changement de régime au printemps car la situation apparaît nettement moins dynamique qu'au cours des 3 premiers mois de l'année.
- ▶ De façon technique, l'indice global de l'enquête PMI/Markit s'est inscrit à 46.1 en moyenne sur les 2 premiers mois du T2. Dans ces enquêtes ce qui intéresse est la position par rapport à 50 qui indique que la situation est inchangée d'un mois sur l'autre. Ce n'est clairement pas le cas au printemps avec un indice à 46.1. L'autre aspect que l'on repère est que la chute est significative par rapport aux 3 premiers mois de l'année dont la moyenne était à 48.8. En d'autres termes, l'activité se contracte et le rythme de contraction s'est accéléré tant dans le secteur manufacturier que dans les services.
- ▶ Les commandes rapportées dans cette enquête continuent de chuter rapidement, notamment dans le secteur manufacturier, n'indiquant pas ainsi un changement de tendance rapide.
- ▶ En Allemagne, l'indice PMI/Markit s'est stabilisé mais très en dessous du seuil de 50. L'enquête IFO est en repli. Après déjà l'enquête ZEW publiée plus tôt dans le mois, l'ensemble des enquêtes en Allemagne s'infléchissent.
- ▶ Ce qu'il faut retenir de cette enquête IFO est le retournement marqué des conditions courantes. Jusqu'à présent, les industriels allemands pouvaient parfois s'inquiéter sur l'évolution à venir de l'activité. Ils étaient cependant confiants sur les conditions actuelles. Ce n'est plus forcément le cas avec l'enquête du mois de mai. On constate d'ailleurs une dégradation dans les secteurs qui avaient été porteurs ces derniers mois. La construction, la distribution et le secteur manufacturier ont des dynamiques qui se sont retournées.
- ▶ En France, l'indice PMI/Markit se dégrade très rapidement. L'indice global est à 45.8 sur les 2 premiers du 2<sup>ème</sup> trimestre contre 49.6 sur les 3 premiers mois de l'année. Le recul de l'activité s'est accéléré nettement surtout dans les services (indice de 45.8 en T2 contre 50.1 en T1). Les commandes continuent de se contracter. Pas de changement rapide à attendre
- ▶ L'enquête de l'INSEE traduit aussi ce changement de profil. Cela est perceptible dans le secteur manufacturier et dans celui de la distribution. Le rebond qui avait été constaté sur l'ensemble des enquêtes de l'INSEE jusqu'au mois de mars s'est estompé.
- ▶ Une raison de cet environnement morose est globale. L'indice PMI/Markit/HSBC pour la Chine a indiqué en Mai un nouveau repli de l'activité manufacturière. C'est le 7<sup>ème</sup> mois consécutif de repli de cet indicateur. Les indicateurs de commandes continuent de se contracter ce qui pèse sur le commerce mondial et pénalise les pays européens.
- ▶ En Europe, les inquiétudes liées à la crise de la zone Euro sont aussi une raison majeure de cette contraction de l'activité. Dans un environnement très incertain, chacun est plus attentiste, chacun a tendance à reporter dans le temps les décisions de dépense ou d'investissement. De ce point de vue, si la situation traîne et que des solutions rapides ne sont pas trouvées, il est probable que la récession sera plus marquée. Les réunions attendues au mois de juin, en plus des élections du 17 juin en Grèce seront capitales.
- ▶ Sur la Grèce il y aura forcément négociations après les élections car il est peu probable qu'une majorité se dégage clairement. Les engagements passés du gouvernement grec ne sont pas tenables et si la troïka en exigeait la mise en œuvre il est probable que dans ce pays sans majorité il y aurait une instabilité sociale plus marquée qui pourrait se traduire par une sortie précipitée de la zone Euro. Personne ne souhaite cette issue qui serait couteuse. Cependant, les approches ont commencé dans un cadre plutôt tendu après les propos de Christine Lagarde ce week-end dans le Guardian (voir <http://bit.ly/KI5vm6H>)
- ▶ Cette situation d'inquiétude s'observe via le taux d'émission à 0% sur les obligations allemandes à 2 ans. Le taux de marché est un peu au dessus mais inférieur à 0.1% (0.03% dans le tableau page suivante). Cela témoigne de la crainte par les investisseurs de maintenir leur capital et de ne pas prendre de risque de défaut. L'arbitrage ne se fait quasiment plus sur le rendement compte tenu du risque global perçu.
- ▶ Interrogation particulière au Royaume Uni. Le chiffre du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre a été révisé à la baisse à -1.3 % en taux annualisé contre -0.8 % en 1<sup>ère</sup> estimation. Le Royaume Uni connaît sa période la plus dramatique depuis le début du 20<sup>ème</sup> siècle. La situation des années 30 s'était résorbée plus rapidement. Durant la même semaine le FMI a publié son étude annuelle sur cette économie. Le FMI est critique mais sans exagération et il en ressort une question simple: combien de temps une politique doit elle rester sur une orientation avant qu'elle soit définie comme inefficace voire contre-productive? C'est clairement la question qui transparait quand on regarde la situation au Royaume Uni. Sa conjoncture est plus dégradée que celle de la zone Euro, ses équilibres budgétaires et sa dette publique n'ont pas une meilleure allure que celle de la zone Euro. Et pourtant les anglais ont une politique monétaire indépendante et une monnaie qui peut s'ajuster.
- ▶ En fait le gouvernement maintient la même politique restrictive qui enfonce l'économie en récession pour ne pas perdre sa crédibilité ? Est-ce souhaitable et crédible in fine ?
- ▶ Semaine critique en Espagne après les besoins de recapitalisation de Bankia. Cette banque est issue de la fusion de 7 banques en 2010 est à cours de fonds propres. L'Etat était déjà intervenu, en la nationalisant partiellement il y a peu, mais cela a été insuffisant. Il faut maintenant trouver 19 Mds d'euros. Le gouvernement espagnol a émis la possibilité de financer ces besoins par de la dette pour que la banque puisse se refinancer auprès de la BCE. Cela crée une situation de course contre la montre. Il apparaît qu'au regard des crises passées identiques à celles de l'Espagne, les recapitalisations déjà effectuées de l'autre côté des Pyrénées sont encore insuffisantes

# ANTICIPATIONS HEBDO

28 Mai 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 25 MAI 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	25/05/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3047.94	2781.68	4007.35	-22.42	-3.54	1.33			
<b>DAX</b>	5898.35	6339.94	5072.33	7471.44	-11.59	7.49	1.10			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2161.87	1995.01	2875.67	-23.25	-6.68	0.80			
<b>FTSE</b>	5572.28	5351.53	4944.44	6054.55	-8.83	-3.96	1.59	-1.48	0.24	2.18
<b>SNP 500</b>	1257.60	1317.82	1099.23	1419.04	-0.20	4.79	1.74	12.23	8.72	3.45
<b>Nasdaq</b>	2605.15	2837.53	2335.83	3122.57	2.76	8.92	2.11	15.55	13.00	3.83
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	8580.39	8160.01	10255.15	-8.94	1.48	-0.36	5.47	1.76	0.88
<b>MSCI Emerging</b>	916.39	902.13	831.22	1169.50	-19.31	-1.56	-0.49	-9.26	2.14	1.18
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1188.56	1074.50	1354.61	-9.98	0.50	0.86	1.23	4.27	2.55

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 25 MAI 2012

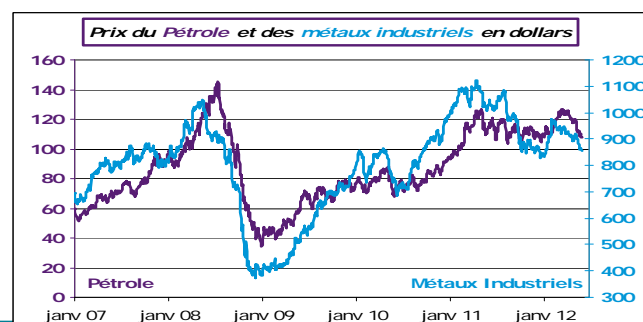
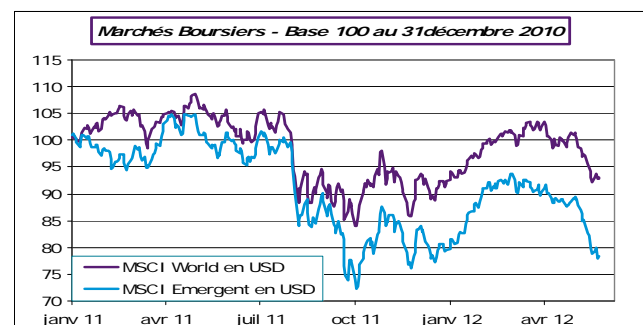
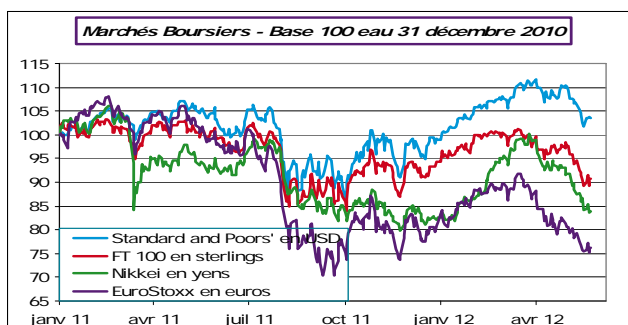
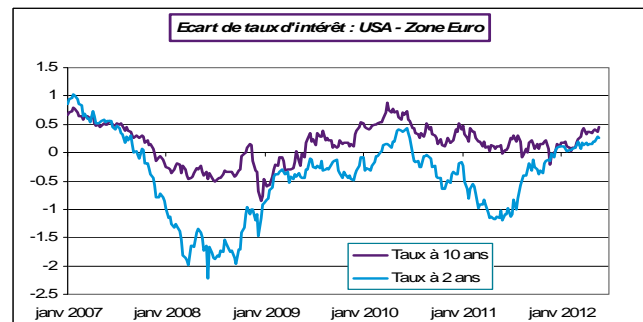
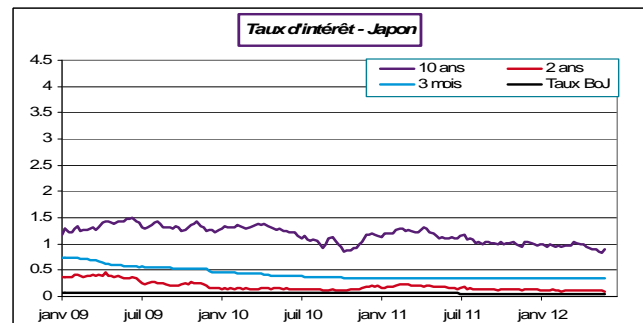
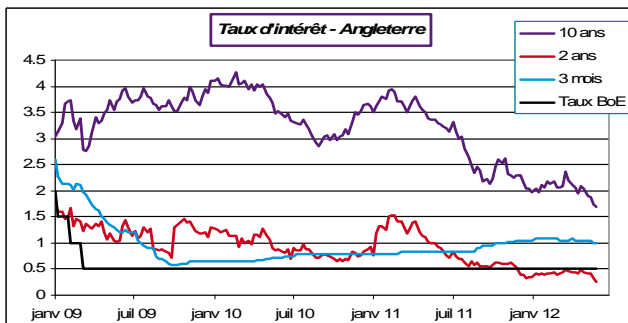
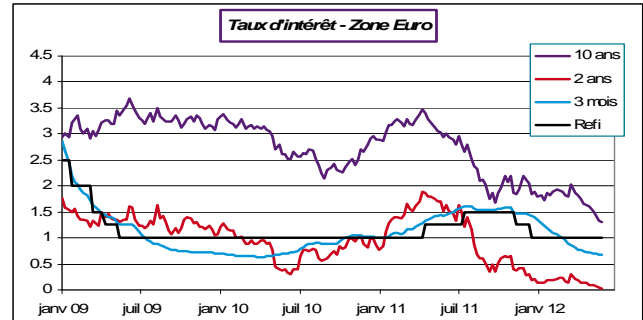
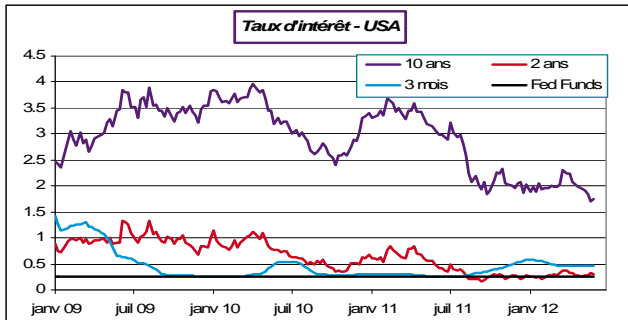
	Taux d'intérêt au 25 Mai 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
<b>USA</b>	0 - 0.25	0.467	0.3	1.75	0.000	-0.020	0.040	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	0.675	0.031	1.302	-0.009	-0.018	-0.037	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1	0.25	1.698	0.000	-0.086	-0.052	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.1	0.890	0.000	-0.005	0.060	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (25/05/12)</b>	<b>2 ans (25/05/12)</b>	<b>10 ans (25/05/12)</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>		-0.21 (-0.22) <sup>§</sup>	0.27 (0.27) <sup>§</sup>	0.45 (0.37) <sup>§</sup>		-0.775	0.116	0.106			
<b>UK – Zone Euro</b>		0.32 (0.31) <sup>§</sup>	0.22 (0.29) <sup>§</sup>	0.40 (0.41) <sup>§</sup>		-0.306	0.205	0.197			

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

## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 25 MAI 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	25/05/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.251	-1.65	-3.62	-11.07	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	99.596	-1.23	-0.28	-13.66	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.800	-0.48	-4.19	-7.71	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	79.690	0.33	2.51	-3.00	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.564	-1.08	0.61	-3.89	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.344	0.25	0.80	-2.31	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	107.65	-0.66	-0.58	-6.12
	<b>Euro</b>	83.41	86.04	1.01	3.15	5.57
<b>Prix de l'Once d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1566.26	-1.82	-0.53	2.45
	<b>Euro</b>	1212.94	1251.78	-0.17	3.20	15.21

## Indicateurs Financiers au 25 Mai 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Enquête PMI/Markit du mois de mai

L'enquête menée en mai auprès des chefs d'entreprise de la zone Euro indique une nouvelle baisse de l'activité pour l'ensemble de l'économie. C'est le 9<sup>me</sup> mois consécutif de repli de cet indicateur. L'activité baisse tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. En outre le niveau moyen de ces indicateurs (global ou par secteur) est bien inférieur à celui constaté sur les 3 premiers mois de l'année.

On voit bien le retournement sur le graphique. La courbe violette qui est une mesure de productivité tirée de l'enquête se retourne violemment depuis 2 mois. En raison de la cohérence entre cet indicateur et la variation sur 6 mois de la productivité observée (PIB/Emploi) on doit s'attendre à une baisse significative de l'emploi au cours des prochains mois. Cela permettra aux entreprises de stabiliser leurs marges.

### ECONOMIE ALLEMANDE

#### Enquêtes du mois de mai auprès des entreprises

Le graphe ci contre retrace l'évolution des 3 grandes enquêtes mises en œuvre en Allemagne. Les données sont recalculées pour que le 0 sur le graphe soit la moyenne sur la période.

Au mois de mai, les 3 enquêtes suggèrent une inflexion de l'activité allemande. Les niveaux ne sont pas les mêmes puisque l'indice PMI/Markit est très en dessous de sa moyenne historique alors que l'IFO et le ZEW sont très au dessus de celle-ci.

Ce possible changement de tendance est un facteur important qui pourrait infléchir le comportement d'Angela Merkel. L'Allemagne commence à être affectée par le repli de la croissance dans les autres pays de la zone et au regard des données récentes cela ne va pas s'inverser, pénalisant davantage d'Allemagne.

#### Décomposition du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre

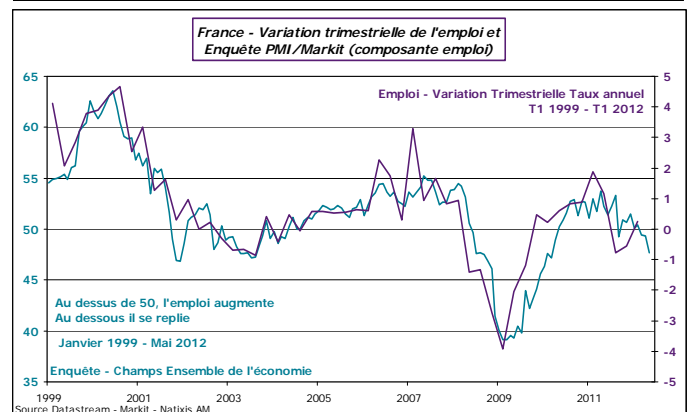
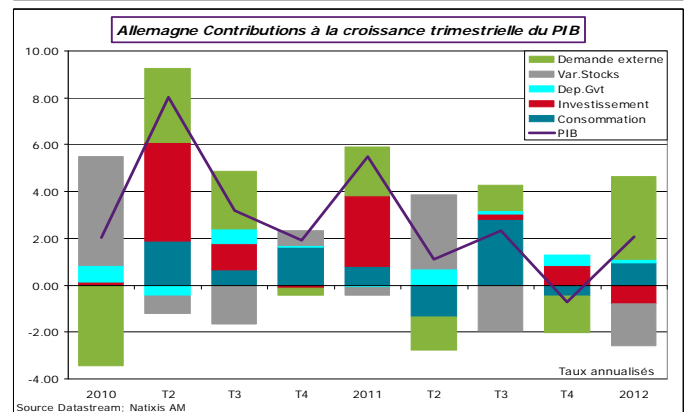
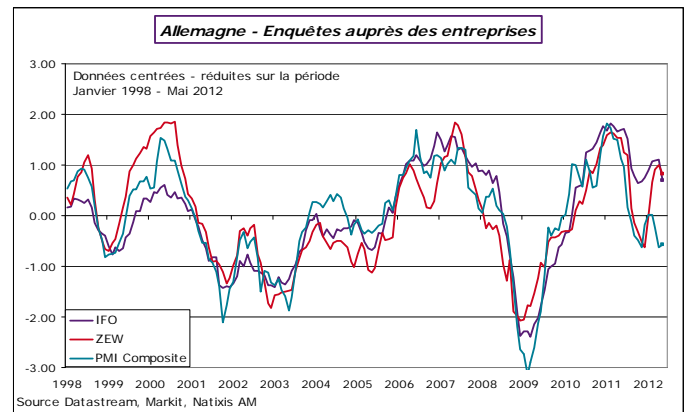
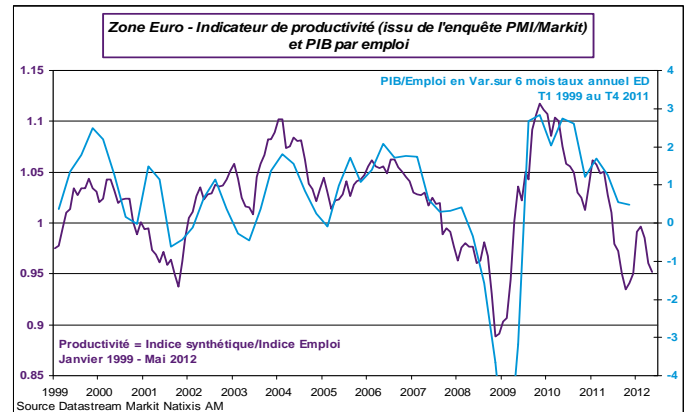
La croissance allemande a été confirmée à 2% en taux annualisé au 1<sup>er</sup> trimestre (après un repli de -0.7% en T4 2011). Sur un an, l'activité allemande retrouve une progression proche de celle qui avait été constatée dans les premières années du nouveau millénaire jusqu'à la crise (1.2%).

La décomposition par contribution à la croissance trimestrielle montre un impact fort du commerce extérieur (carré vert). Cela reflète non pas une accélération des exportations mais la stabilité des importations. La consommation contribue de façon limitée. On notera surtout le repli de l'investissement (carré rouge). L'investissement productif est en repli comme dans tous les pays européens. La construction aussi est en repli. L'accélération du 1<sup>er</sup> trimestre n'a pas été durable. Dans cette décomposition, c'est le repli de l'investissement qui est le plus problématique.

### ECONOMIE FRANCAISE

#### Indicateur d'emploi dans l'enquête PMI/Markit

Les enquêtes menées par l'INSEE et Markit pour la France au mois de mai montrent un mouvement fort de repli de l'activité. Les indices sectoriels de l'enquête INSEE reculent notamment dans l'industrie et la distribution. Dans l'enquête PMI/Markit, l'activité baisse en mai principalement dans le secteur manufacturier. Cependant la moyenne des indices (avril-mai) est beaucoup plus basse que celle du 1<sup>er</sup> trimestre. Cela se sentira dans les chiffres du PIB du 2<sup>ème</sup> trimestre. Le point d'inquiétude est le repli de l'indice Emploi dans l'enquête PMI/Markit. Le repli va se prolonger au cours des prochains mois et fragiliser la demande interne. Cela est préoccupant.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE ITALIENNE

#### Indicateur de confiance des consommateurs

La dynamique de l'économie italienne dépend très directement de la situation des ménages puisque la consommation représente 60 % du PIB. L'économie italienne est en récession et le principal ajustement qui a eu lieu pour l'instant est un ajustement fiscal qui pèse lourdement et principalement sur les ménages.

En raison du repli du revenu disponible qui en a résulté, la consommation des ménages a baissé à chacun des trimestres de l'année 2011. C'est la raison majeure de la récession dans laquelle s'inscrit l'économie italienne. L'indice de confiance des ménages s'est inscrit en mai à son plus bas niveau depuis le début de l'enquête en janvier 1982.

Les ménages s'inquiètent sur la situation du marché du travail et sur l'évolution de leurs revenus. Sans réformes supplémentaires, il n'est pas certain que les réformes mises en place par Mario Monti permettent d'inverser rapidement la situation. Les ménages ont le sentiment d'être ceux sur lesquels l'ajustement macroéconomique porte principalement.

### ECONOMIE BRITANNIQUE

#### Détails du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre 2012

Le graphe ci contre retrace les inquiétudes que l'on peut avoir sur l'économie du Royaume Uni. Les composantes de la demande interne ont été mises à 100 au 1<sup>er</sup> semestre 2008 soit avant la crise de l'automne 2008.

On constate deux éléments majeurs: Au moment de la crise, la consommation et l'investissement reculent fortement. De l'ordre de 5% pour la consommation et de 15% pour l'investissement. Depuis cette date, aucun rebond n'est constaté dans l'un ou l'autre des indicateurs. Seules les dépenses publiques progressent. Est-ce le prix à payer pour une politique économique mal adaptée ?

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Revente de maison au mois d'avril 2012

Le marché immobilier a une allure plus robuste. Nous le notions la semaine dernière à la lecture de l'indice NAHB des constructeurs de maisons et des mises en chantier. Ces indicateurs sont importants pour la construction et l'emploi qui y est associé (l'emploi dans ce secteur s'est effondré depuis 2007)

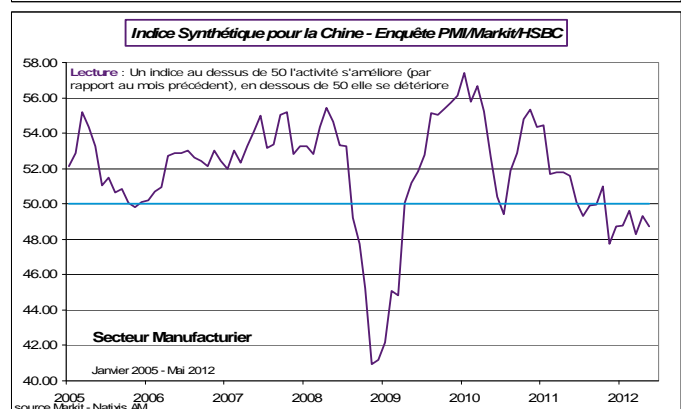
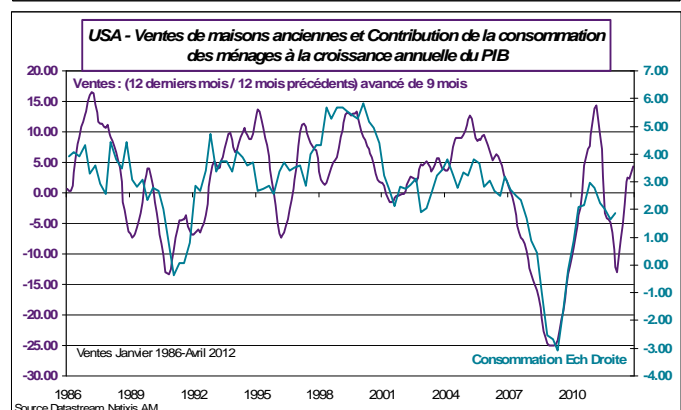
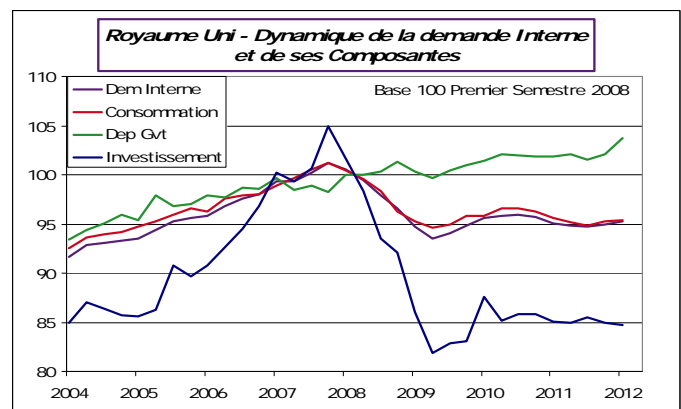
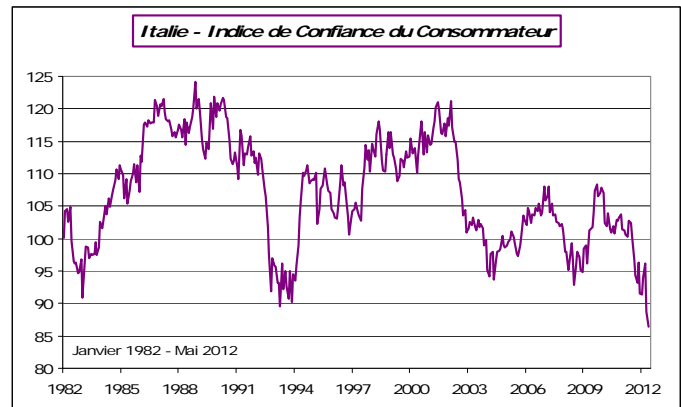
L'autre indicateur à regarder est celui des transactions et notamment celui des reventes de maisons. L'activité de ce marché conditionne le comportement des ménages via un effet de richesse. Le graphe ci contre a pour but de le mettre en avant. La courbe violette traduit la revente de maisons avec une avance de 9 mois sur la consommation qui est représentée en bleu. La cohérence entre les deux profils est de bon aloi pour la consommation des ménages. On comprend bien pourquoi la Fed veut absolument maintenir des taux d'intérêt très bas afin de faciliter les transactions et le rebond de ce marché qui entrainera la consommation.

### ECONOMIE CHINOISE

#### Enquête PMI/Markit/HSBC de mai 2012

L'indice reste sous le seuil de 50 pour le 7<sup>ème</sup> mois consécutif. Il indique la contraction de l'activité dans le secteur manufacturier (plutôt pour les PME pour le champ de cet indicateur)

Les nouvelles commandes se contractent et celles destinées à l'exportation aussi. La dynamique est fragile dans cette région du monde et ne sera pas à court terme une source d'inversion de tendance pour l'activité. C'est ennuyeux pour la zone Euro. Il lui faudra chercher en interne les sources de sa croissance.



## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

► Publications de quatre indicateurs d'activité

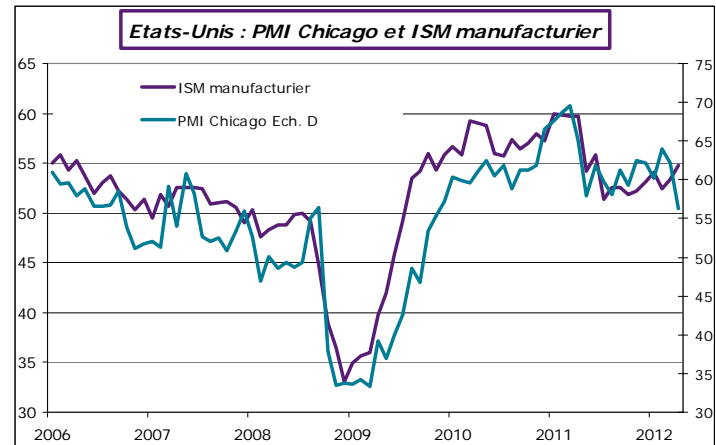
- **Indice ISM manufacturier (mai), le vendredi 1<sup>er</sup> juin à 16h** (avril 54.8, consensus 53.8).
- **Statistiques sur le marché du travail (mai), le 1<sup>er</sup> juin à 14h30** Taux de chômage (avril 8.1 %, consensus 8.1 %)
- **Indice PMI Chicago (mai), le 31 mai à 15h45** (avril 56.2, consensus 57)
- **2<sup>ème</sup> estimation du PIB (T1 2012), le jeudi 31 mai à 14h30** (1<sup>ère</sup> estim. 2.23 % en var. trim., consensus 1.9 %)

► Publication d'indicateurs relatifs aux ménages

- **Revenu (avril), (mars 0.4 % en var. mens. consensus 0.3 %) et Consommation (avril), (mars 0.3 % en var. mens., consensus 0.3 %) le vendredi 1<sup>er</sup> juin à 14h30**
- **Confiance des ménages du Conference Board (mai), le 29 mai à 16h** (avril 69.2, consensus 70)

► Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel

- **Indice du prix de l'immobilier Case-Shiller d'avril, le 29/5 à 15h** (mars -3.5 % en gliss. Ann., consensus -2.8%)
- **Promesses de ventes de logements (avril), le 30 mai à 16h** (mars 4.1 % en variation mensuelle; consensus -0.1%)
- Parution du taux d'inflation PCE (avril), le 1<sup>er</sup> juin à 14h30 (mars 2 %, consensus 2 % **Indice sous-jacent** et mars 2.1%, consensus 1.4% **Indice total**)



### Zone Euro

► Publications d'indicateurs d'activité

- **Taux de chômage (avril), le vendredi 1<sup>er</sup> juin à 11h** (mars 10.9%, consensus 10%)
- **Enquêtes PMI/Markit manufacturier (mai) le 1<sup>er</sup> juin à 10h. Le chiffre préliminaire est de 45** (avril 45.9, cons. 45). Parution des enquêtes pour les pays de la zone euro.
- **Enquêtes de confiance (mai) calculées par la commission européenne, le mercredi 30 mai à 11h.**

► Parution de l'estimation flash du taux d'inflation (mai) **jeudi 31 mai à 11h** (avril 2.6%, consensus 2.6).

### Allemagne

► Parution de statistiques sur le marché du travail (mai) **le 31 mai à 8h55** Taux de chômage (avril 6.8 %, cons. 6.8 %)

### France

► Parution des dépenses des ménages (avril) - **le 31 mai à 8h45** (mars -2.9 % en var. mensuelle, Consensus +0.4%).

### Japon

► Publication de la production industrielle d'avril, **le 31 mai** (mars 1.3 % en variation mensuelle, consensus 0.5 %).

### Chine

► Publication de l'enquête PMI (Indice officiel et définitif pour l'indice PMI/Markit/HSBC) dans le secteur manufacturier (mai), **le 1<sup>er</sup> juin** (avril 53.3 consensus 52.1)

