



Les attentes de la semaine du 15 au 21 avril

- L'élément essentiel sera la croissance chinoise du premier trimestre après le chiffre de 7.9% au dernier trimestre 2012.
- Aussi important les enquêtes de la Fed de New-York (Empire State) et celle de la Fed de Philadelphie. On notera aussi la publication du Beige Book recueil des avis des banques centrales régionales américaines dans la préparation du comité de politique monétaire
- Le ZEW en Allemagne pour avoir le premier éclairage sur la conjoncture d'avril en Europe
- Les chiffres du commerce extérieur japonais. Ce chiffre et notamment celui des exportations sera à suivre attentivement pour le suivi de l'abnomics
- Minutes de la réunion du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre



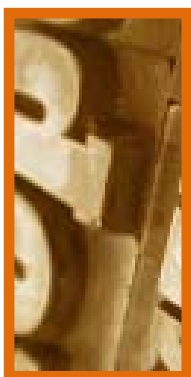
Les points majeurs à retenir en Europe du 8 au 14 Avril

- Les chiffres de production industrielle en Février étaient généralement en légère progression dans les pays européens à l'exception de l'Espagne. Cependant cela ne compensait pas partout le repli rapide du mois de Janvier. L'acquis est légèrement positif en T1 à la fin du mois de février en Zone Euro, en France et au Royaume Uni mais négatif en Allemagne, en Italie et surtout en Espagne.
- Ralentissement de l'inflation en mars sous l'effet d'un prix du pétrole beaucoup plus bas.
- Lors de la réunion de l'Eurofin et de l'Eurogroup il a été décidé de porter à 7 ans la maturité moyenne des prêts par l'EFSF à l'Irlande et au Portugal mais avec l'obligation pour ces pays de maintenir la mise en œuvre d'un rééquilibrage des finances publiques.



Les points majeurs à retenir aux USA du 8 au 14 Avril

- Publication des minutes de la réunion du comité de politique monétaire de la Fed des 19 et 20 mars. Le point qui a été remarqué est le souhait de plusieurs membres de réduire puis d'arrêter la stratégie d'achat d'actifs à grande échelle. La raison évoquée est la meilleure orientation de l'économie et le risque de créer des déséquilibres si l'opération continue alors que cela n'est plus nécessaire. Bernanke ne semble pas aussi convaincu de la réduction forte des risques sur la croissance et n'a pas l'intention de changer rapidement de stratégie.
- Le risque est que l'arrêt du QE alimentera forcément les anticipations de relèvement des taux de la Fed créant ainsi une prime sur les taux d'intérêt de long terme. La pentification de la courbe pourrait alors fragiliser la reprise. Bernanke n'a pas envie de faire le test de solidité. (la relation entre pente de la courbe et après un délai de la croissance qui a souvent été exploitée fonctionne bien quand la pente est conditionnée par une baisse des taux courts)



Les points majeurs en Asie et Latam du 8 au 14 Avril

- Solde temporairement négatif du commerce extérieur chinois. Cela reflète l'achèvement de la période du Nouvel An et la reprise de l'activité qui se traduit par une hausse rapide des importations.
- Cette mécanique s'observe tous les ans depuis 4 ans. Le solde devient négatif avant de repartir à la hausse. La demande interne ne semble pas suffisamment robuste pour enrayer ce mécanisme.
- Repli de l'inflation par de moindres tensions sur les prix alimentaires.
- Dynamique toujours fragile de l'activité en Inde. Des marges existent pour la RBI

ANTICIPATIONS HEBDO

15 Avril 2013

MARCHE DES ACTIONS AU 12 AVRIL 2013

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/12	12/04/13	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3641.07	3729.30	2950.47	3871.58	16.94	2.42	1.80			
DAX	7612.39	7744.77	5969.40	8058.37	17.63	1.74	1.12			
EuroStoxx	2635.93	2633.47	2068.66	2749.27	14.92	-0.09	1.86			
FTSE	5897.81	6384.39	5260.19	6529.41	12.96	8.25	2.15	9.16	3.02	1.67
SNP 500	1426.19	1588.85	1278.04	1593.37	15.95	11.41	2.29	15.82	12.15	1.70
Nasdaq	3019.51	3294.95	2747.48	3300.16	9.42	9.12	2.84	9.30	9.85	2.25
Nikkei 225	10395.18	13485.14	8295.63	13549.16	39.92	29.72	5.08	14.62	14.35	2.81
MSCI Emerging	1055.20	1019.61	882.46	1082.68	-0.75	-3.37	1.14	-0.86	-2.73	0.56
MSCI World USD	1338.50	1456.54	1151.21	1462.82	14.84	8.82	2.64	14.71	9.54	2.05

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 12 AVRIL 2013

	Taux d'intérêt au 12 Avril 2013							Taux de référence 31 Décembre 2012			
	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	0.278	0.22	1.75	0.00	-0.02	0.03	0 - 0.25	0.31	0.25	1.78
Zone Euro	0.75	0.21	0.035	1.302	0.00	0.02	0.08	1	0.19	-0.01	1.18
UK	0.5	0.5	0.226	1.770	0.00	0.05	0.13	0.5	0.53	0.34	1.82
Japon	0.1	0.236	0.121	0.621	-0.01	0.04	0.09	0.1	0.31	0.10	0.79
ECART DE TAUX		3 mois* (12/04/13)	2 ans (12/04/13)	10 ans (12/04/13)	3 mois (31/12/12)	2 ans (31/12/12)	10 ans (31/12/12)				
USA – Zone Euro		0.07 (0.07) [§]	0.18 (0.24) [§]	0.45 (0.50) [§]	0.12	0.26	0.606				
UK – Zone Euro		0.29 (0.29) [§]	0.19 (0.17) [§]	0.47 (0.42) [§]	0.34	0.35	0.64				

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

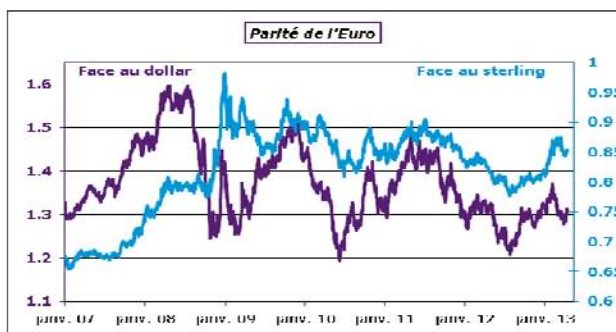
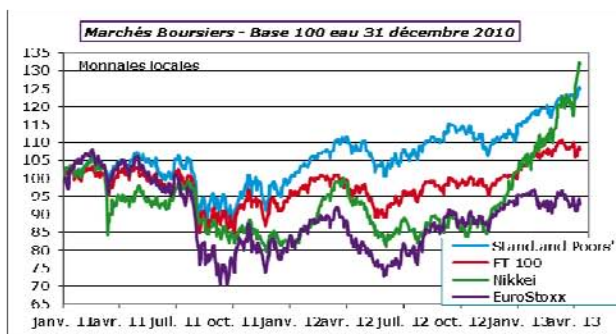
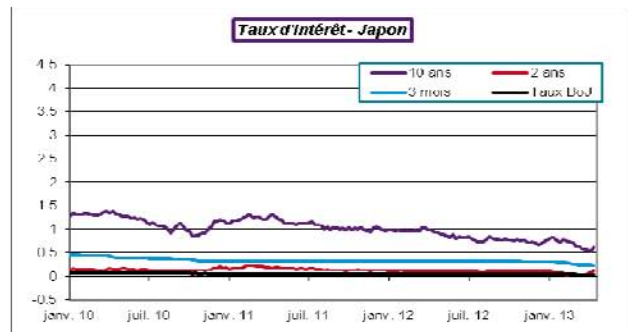
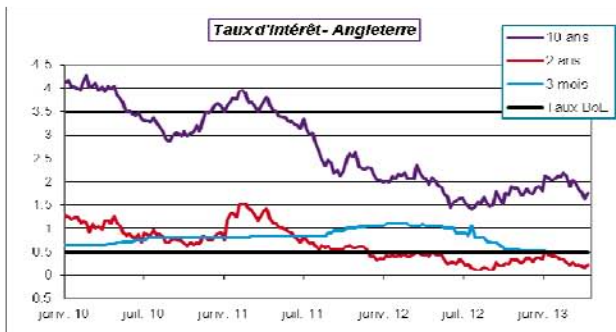
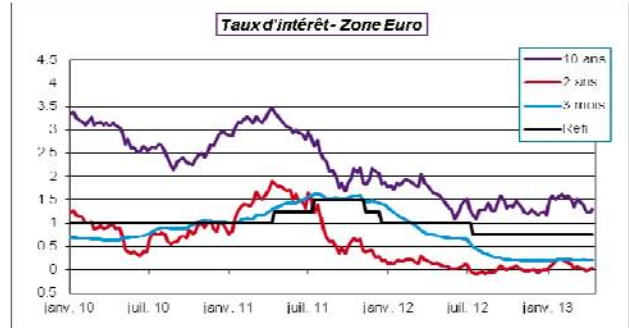
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 12 AVRIL 2013

	Cours		Variation			
	31/12/2012	12/04/13	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.318	1.310	0.58	-0.66	0.11	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	113.996	129.325	2.20	13.45	22.07	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.816	0.850	0.07	4.12	3.02	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	86.580	99.630	2.78	15.07	23.02	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.626	1.537	0.11	-5.46	-3.25	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.230	6.192	-0.15	-0.62	-1.77	
Prix du baril de Brent	Dollar	110.36	104.79	-0.03	-5.05	-13.49
	Euro	83.7	80.01	-0.60	-4.42	-13.59
Prix de l'Once d'or	Dollar	1662.41	1504.28	-3.94	-9.51	-9.87
	Euro	1260.89	1148.54	-4.49	-8.91	-9.97

ANTICIPATIONS HEBDO

15 Avril 2013

Indicateurs Financiers au 12 Avril 2013



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Ventes de détail en mars

La dynamique des ventes de détail s'est essouffée en mars. Le repli a été de -0.4%. La progression est de 4 % sur 3 mois en taux annualisé et de 3.7% sur un an. Le chiffre sur les 3 premiers mois de 2013 est à comparer à celui constaté sur le dernier trimestre de 2012. Les ventes de détail étaient alors en progression de 6%

Pour les ventes hors automobiles et essence, le repli est de -0.10 et la progression de 3.6 % sur 3 mois et de 3.2% sur un an. Le chiffre sur 3 mois est à comparer à celui du 4^{ème} trimestre 2012 en hausse de 4.75%

Le détail suggère que ce sont les ventes dans les grands magasins qui ont tiré l'ensemble vers le bas. On ne peut exclure que cela soit temporaire. Sur d'autres indicateurs il a été indiqué que la vague de froid en mars avait pu avoir un effet négatif. Cela pourrait se concevoir aussi sur les ventes de détail et les déplacements dans les malls. Ne concluons donc pas trop vite sur un retournement des comportements de dépense des ménages américains.

Enquête de l'Université du Michigan

Cependant on peut conserver un brin d'interrogation face au comportement des ménages via la lecture du baromètre de l'Université du Michigan. On voit sur le graphique que ces ménages tardent à se projeter dans un avenir plus radieux. L'indicateur est toujours très éloigné de sa moyenne historique (0 sur le graphe) et à un écart type de celle-ci

Les deux composantes de l'indicateur s'infléchissent tous les deux sans discernement vers un écart similaire à celui de l'indice synthétique. Les ménages ne sont pas finalement très à l'aise dans la situation du moment (1^{ère} composante) mais ils n'arrivent pas non plus à imaginer un avenir plus souriant.

Le consommateur américain n'est pas encore redevenu celui qui par le passé tirait la croissance mondiale envers et contre tous.

ECONOMIE CHINOISE

Commerce extérieur

Le solde du commerce extérieur chinois est devenu négatif en mars de 0.8 Mds de dollars. Ceci ne doit pas surprendre. Après les fêtes du Nouvel An chinois les importations repartent vivement à la hausse ce qui se reflète dans un déficit du commerce extérieur.

Sur un an le solde cumulé est toujours très fort et sa tendance n'est pas remise en question. Ce solde est de 280 Mds de dollars.

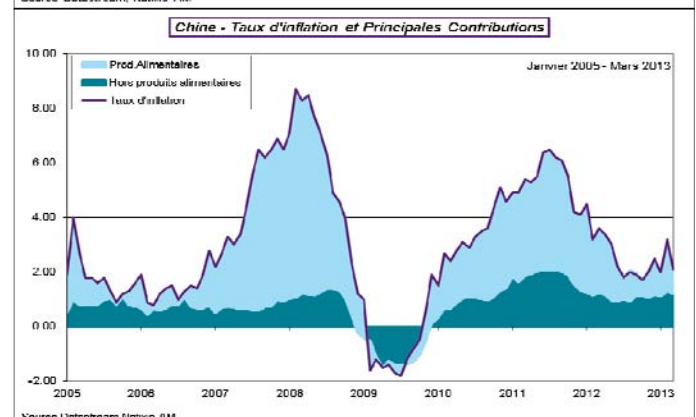
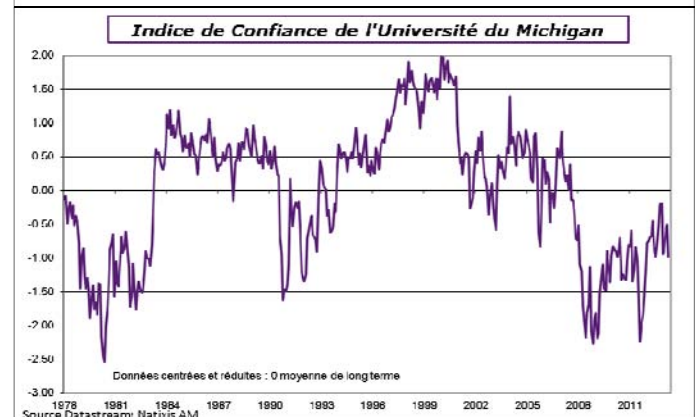
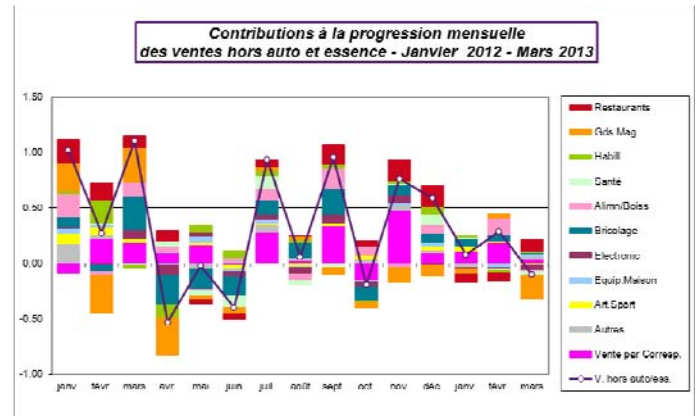
Trois points à retenir dans cette évolution du commerce extérieur chinois.

- L'accélération des exportations, résultat du rattrapage des pays asiatiques, est peut-être achevée.
- Les importations, en dépit de leur accélération en mars, restent sur un profil modéré reflétant une demande interne peu dynamique.
- La dynamique de rattrapage sur les importations ne se prolongera pas. En conséquence le déficit du commerce extérieur n'est que temporaire.

Inflation au mois de mars

Le taux d'inflation s'est inscrit à 2.1 % en mars (3.2% en février). Sur le trimestre le taux d'inflation moyen s'est établi à 2.4 % contre 2.1% sur la fin de l'année 2012 et reste très inférieur à la prévision de 3.5% du gouvernement chinois pour 2013

Le taux d'inflation chinois traduit une économie qui ne progresse pas très rapidement, dans laquelle il y a finalement assez peu de tensions. En tout cas, en raison de l'objectif d'inflation du gouvernement il n'y aura pas de politique économique pénalisant l'activité. Le gouvernement a d'éventuelles marges de manœuvre.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE INDIENNE

Production Industrielle

Comme le montre le graphique ci-contre la dynamique de l'activité en Inde reste très réduite. Depuis le début de l'année 2012 et en raison d'une progression réduite du commerce international la production industrielle indienne est contrainte. Elle ne trouve pas les débouchés nécessaires. Nous avons vu que cela pesait très lourdement sur la dynamique du PIB tout au long de l'année 2012 et était une des raisons de la croissance réduite de l'économie indienne. Les deux premiers mois de l'année 2013 suivent une dynamique similaire ce qui pèsera encore fortement sur le profil du PIB.

Comme par ailleurs le taux d'inflation indien se réduit, cela laisse des marges de manœuvre à la politique monétaire de la RBI. Dans les pays émergents on rentre aussi dans une orientation plus accommodante de la politique économique. Le cycle économique global a du mal à retrouver une allure robuste.

ECONOMIE EUROPEENNE

Production industrielle en février

Le graphe ci-contre reprend l'évolution de la production industrielle en ayant comme base de référence la période d'avant crise du premier semestre 2008. Partout le niveau de l'activité est toujours inférieur à celui observé à cette période.

Après le repli rapide et fort de la fin d'année 2012 et de janvier 2013, notamment en Allemagne, le profil de la production semble se stabiliser à l'exception de l'Espagne dont le repli reste sur une tendance forte.

Cependant, attention les enquêtes menées se dégradent de façon importante et ne permettent pas d'imaginer que cette dynamique productive se stabilise puis reparte de l'avant. Le niveau des flux de commandes est partout très faible. Ces chiffres permettent au mieux d'imaginer un PIB en plus faible contraction au premier trimestre pour la zone Euro.

ECONOMIE ALLEMANDE

Commerce extérieur

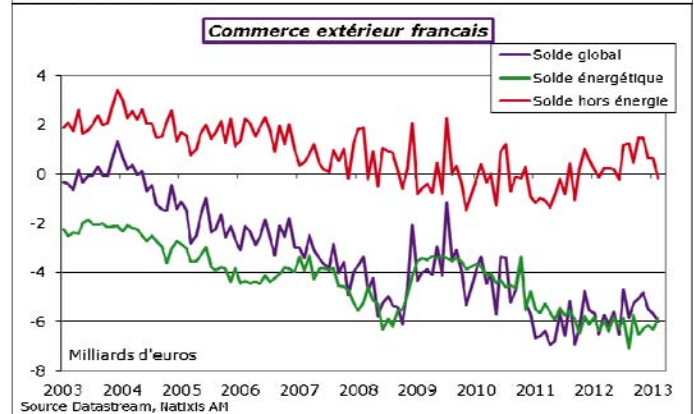
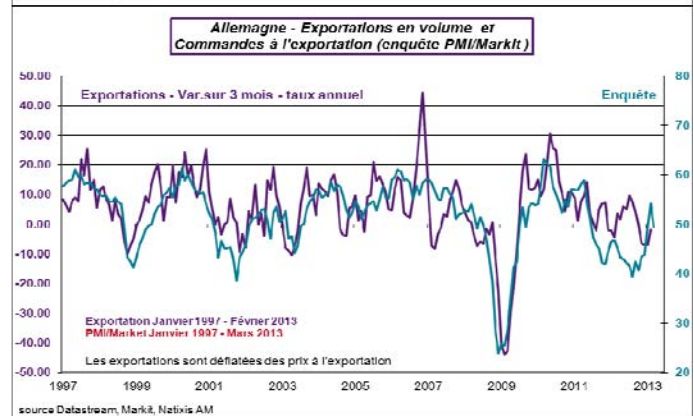
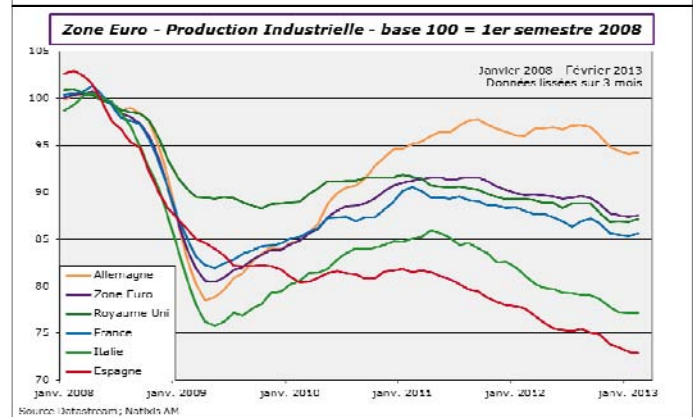
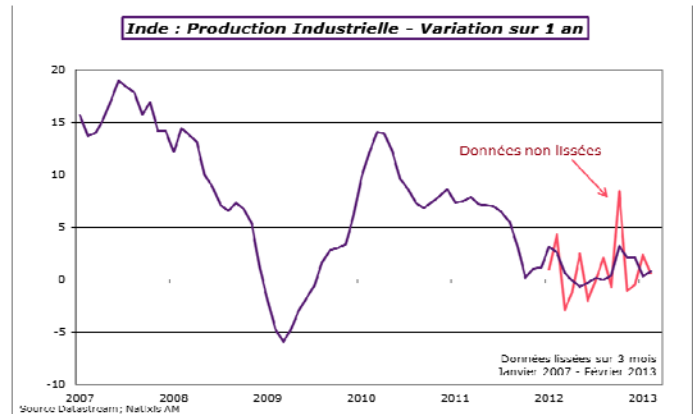
Au regard des indices de commandes à l'exportation on perçoit que l'on ne peut pas s'attendre à une accélération forte, brutale et durable des exportations allemandes.

La croissance modeste de l'économie mondiale ne plaide pas pour un modèle allemand qui fonctionnerait de façon aussi robuste que dans un passé récent. Pour maintenir la dynamique de l'activité à quelques mois des élections générales, il serait peut-être de bon aloi d'avoir une stratégie plus accommodante de la part du gouvernement afin de maintenir la dynamique d'expansion. Cela faciliterait en outre les ajustements au sein de la zone Euro.

ECONOMIE FRANÇAISE

Commerce extérieur

Le solde mensuel du commerce extérieur français reste très dégradé comme le montre le graphe ci-contre. Il s'est inscrit à -6 Mds d'euros en février. Sur les 12 derniers mois en cumulé le solde est négatif de l'ordre de 67 Mds d'euros. On voit bien sur le graphe l'importance de l'énergie dont le solde cumulé sur 12 mois est de -74 Mds. Cela indique que le solde hors énergie est légèrement positif de 7.4Mds sur 12 mois. Ce n'est pas satisfaisant pour autant. Le rôle des exportations est de pouvoir acheter ce que l'on ne produit pas et l'énergie est une composante de ce que l'on ne produit pas. Il y a là une mesure de perte de compétitivité tout à fait spectaculaire. Ce maintien du déficit extérieur depuis de nombreuses années (depuis 2005) se traduit par un endettement extérieur important (36 % du PIB en 2011 selon la Commission Européenne)



Graphiques d'illustration

ECONOMIE FRANÇAISE

Taux d'inflation en Mars

Le taux d'inflation français s'est inscrit à 1 % en mars. On observe sur le graphique le repli très rapide l'inflation. Depuis le mois d'août 2012 le taux d'inflation a baissé de 1%.

Cela traduit l'absence de tensions au sein de l'économie française que l'on peut constater sur la courbe bleue mais aussi par le repli de la contribution du prix de l'énergie. Pour la France en mars cette contribution était de de l'ordre de 0.1% contre 0.6% en août dernier. La contribution des prix alimentaires a aussi nettement ralenti et ne s'inscrit plus en mars qu'à 0.2%.

Ces facteurs se retrouvent dans l'évolution des taux d'inflation des pays développés. Il peut parfois y avoir des facteurs fiscaux qui pénalisent l'évolution de la composante sous-jacente mais ce n'est qu'un facteur temporaire.

En d'autres termes le risque de dérapage des prix semble réduit aujourd'hui.

ECONOMIE GRECQUE

Evolution de l'emploi

Le graphique ci-contre montre l'évolution dramatique de l'emploi en Grèce. Depuis le point haut d'août 2008 près d'un million d'emplois a été détruit ce qui représente plus de 20 % de baisse sur la période.

Cela ne fait que traduire la baisse continue de l'activité constatée depuis 1990 et la crise qui secoue le pays.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Coût du travail

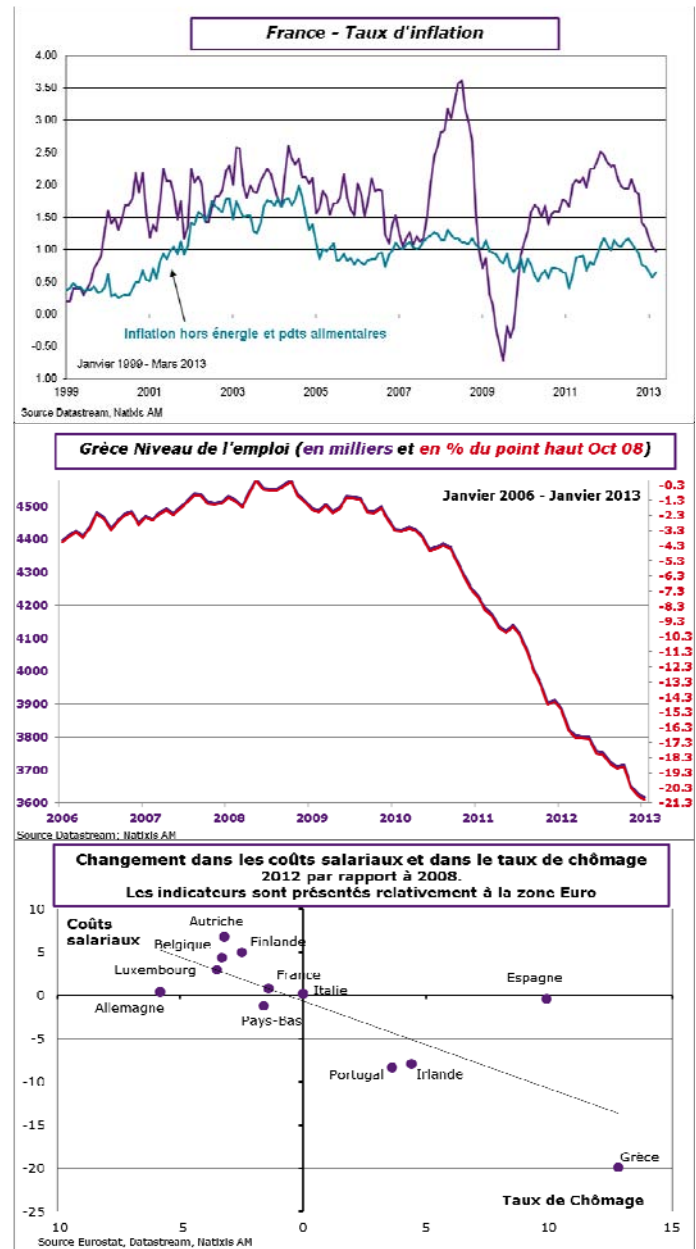
Un mode d'ajustement au sein de la zone Euro passe par la baisse du coût du travail, ce qui est appelé la dévaluation interne. Puisque les ajustements de compétitivité ne peuvent se faire par le mouvement d'un taux de change il peut s'opérer via un ajustement des coûts de production.

Le processus est très long et d'une efficacité discutable car à court terme la baisse des salaires se traduit par une réduction de la demande adressée aux entreprises.

Néanmoins le repli de l'activité pèse sur le marché du travail et provoque des ajustements. Le graphe ci-contre reprend l'évolution des coûts salariaux entre 2008 et 2012. Ils sont présentés relativement à la zone Euro. Ils sont repris sur l'axe vertical. (Au-dessus de la ligne horizontale les coûts pour un pays augmentent plus vite que le coût pour la zone Euro) L'axe horizontal reprend la variation du taux de chômage entre 2008 et 2012 relativement à celui de la zone Euro. (A droite de la barre verticale le chômage a augmenté plus vite que celui de la zone euro)

On constate que la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle des coûts salariaux est assez cohérente. A l'exception de l'Espagne toute hausse du taux de chômage se traduit par une baisse des coûts salariaux. Inversement et toujours relativement à la zone Euro toute réduction du chômage se traduit par une pression à la hausse sur les coûts salariaux.

Le mécanisme d'ajustement fonctionne mais il est long



ANTICIPATIONS HEBDO

15 Avril 2013

Pour prolonger ces échanges

Suivez-moi sur Twitter

http://twitter.com/phil_waechter

et sur mon Blog

<http://philippewaechter.nam.natixis.com>