

ANTICIPATIONS HEBDO

14 Mai 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 14 au 20 Mai

- Les chiffres du PIB pour le 1^{er} trimestre en zone Euro, France, Allemagne, Italie...
- Les ventes de détail aux Etats-Unis mais aussi les 1^{ers} indices d'activité pour le mois de mai comme l'indice de la Fed de New York (Empire State Index) et celui de la Fed de Philadelphie.
- Taux d'inflation en zone Euro, en France et aux Etats-Unis
- ZEW en Allemagne, 1^{er} indice européen de mai
- Les chiffres du marché du travail au Royaume Uni et le rapport sur l'inflation



Les points majeurs à retenir du 7 au 13 Mai

- Le ralentissement marqué de l'investissement en Chine. Avec en outre des exportations qui progressent peu, le modèle chinois est fragilisé.
- Cette faible progression de l'activité (9.3 % sur un an pour la production industrielle en Chine) et l'absence de tensions sur les prix (le taux d'inflation est revenu à 3.4%) ont incité la Banque Centrale de Chine à réduire le taux des réserves obligatoires
- La production industrielle s'est en moyenne sur le trimestre réduite en zone Euro (-0.5 % non annualisé) Très forte dispersion des résultats
- Le commerce extérieur US s'est dégradé en mars, ce qui avec la faiblesse des stocks devraient se traduire par une révision en baisse des chiffres du PIB du 1^{er} trimestre.



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

- Le facteur majeur à court terme sera la Grèce. A la suite des élections générales du 6 mai aucune majorité ne s'est dessinée. Les points de vue entre les partis de gouvernements (Pasok et Nouvelles Démocraties qui se sont partagé le pouvoir depuis longtemps) et les extrêmes ne sont pas spontanément compatibles. Aucune majorité ne s'est constituée et ne semble pouvoir être mise en place.
- La question est au-delà du processus grec et de possibles nouvelles élections le 17 juin, est de connaître la réaction des européens. Pour l'instant ils souhaitent le maintien de la Grèce dans la zone Euro. Sera ce suffisant ?
- Ouverture des négociations sur un accord de libre échange entre la Chine, la Corée du sud et le Japon. Cela créerait un pôle comparable en taille à l'Alena et à l'Union Européenne. Cela pourrait altérer l'équilibre global.



Les graphes dans le document

- Investissement en Chine. Il se replie rapidement avec une hausse de 20.2% sur un an.
- Les exportations chinoises dont la progression ralentit aussi (9.6% sur un an)
- Le taux d'inflation en Chine à 3.4 % loin des 6.5 % constatés à l'été 2011upture limité
- Indicateurs relatifs aux réserves obligatoires en Chine
- Evolution de l'indice de confiance des ménages américains (Université du Michigan)
- Comparaison de l'évolution de la production industrielle en Europe jusqu'en mars 2012
- Evolution des commandes à l'industrie allemande en mars avec la divergence marquée entre celles provenant de la zone Euro et les autres
- Evolution du prix du baril de pétrole. Il revient vers les 110 dollars le baril.

ANTICIPATIONS HEBDO

14 Mai 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 7 AU 13 MAI 2012

- ▶ Le premier point marquant est l'incertitude liée à la situation en Grèce. L'absence de majorité claire et le poids des extrêmes empêchent la mise en place d'un gouvernement. Le processus de désignation du gouvernement est le suivant: le leader du parti le plus représenté au parlement a 3 jours pour former un gouvernement. S'il n'y parvient pas c'est au parti classé 2^{ème} d'essayer etc... Cette tentative de mise en place d'un gouvernement a échoué.
- ▶ Le président grec a réuni depuis dimanche les différents camps afin de trouver une solution. Si aucune issue n'est trouvée il y aura de nouvelles élections probablement le 17 juin. Le risque est que les partis de gouvernements soient mis en minorité. C'est clairement ce que disent les sondages actuellement.
- ▶ Cela veut dire un poids plus important pour les partis extrêmes et le rejet de la façon dont la Grèce a été traitée par la troïka. Dès lors la situation de la Grèce dépend aussi de la réponse des autorités européennes.
- ▶ En effet, on perçoit bien la possibilité d'une rupture de la Grèce avec la zone Euro mais cette question reflète aussi un arbitrage de coûts. Quel serait le coût du maintien de la Grèce au sein de la zone même s'il y a révision des conditions pour éviter une rupture ? Quel serait le coût d'une sortie négociée de la Grèce ? Il y aurait sur ce point le coût direct mais aussi le changement de perspectives sur ce qu'est la zone Euro. Elle s'est constituée autour d'une dynamique agrégative qui n'a jamais été remise en cause. Une éventuelle sortie de la Grèce modifierait dramatiquement cette perception. Cela peut alors engendrer des comportements divergents. Le troisième scénario est celui où la Grèce claqué la porte. Là il ne s'agirait pas d'une sortie aménagée.
- ▶ Dans le premier cas, du maintien de la Grèce, plusieurs conditions sont requises pour que cette situation soit durable. Les engagements pris par le gouvernement grec sur l'ajustement des finances publiques ne pourront pas être respectés car les extrêmes politiques sont forts et légitimés par une place importante au Parlement (même avant de nouvelles élections). Maintenir ces engagements ce serait prendre un risque supplémentaire d'instabilité sociale. Il faudra donc des aménagements et trouver le moyen aussi pour que cette situation grecque ne pénalise pas dans la durée le fonctionnement de la zone Euro.
- ▶ La deuxième possibilité est celle d'une sortie négociée. Elle suppose que les pays de la zone Euro mettent en place des pare-feux pour éviter que la rupture provoquée par la sortie de la Grèce ne soit trop perturbante dans la durée. Cela prendra du temps. C'est déjà ce qui avait commencé à être mis en place lors du dernier plan d'austérité. L'objectif était alors de déprimer la demande interne encore un peu plus pour tendre vers un rééquilibrage du compte courant grec (un compte excédentaire reflète une capacité de financement du pays alors qu'un compte déficitaire traduit un besoin de financement (c'est le cas actuellement pour la Grèce)).
- ▶ Pour l'instant, les européens veulent choisir l'option dans laquelle la Grèce reste au sein de la zone Euro. C'était le sens de la réunion de l'Eurogroup de lundi même si cela a été houleux.
- ▶ L'autre point majeur de la semaine a été la publication de données fragiles sur la Chine. Cet aspect est abordé page 5.
- ▶ Mais aussi : Les autorités chinoise, japonaise et coréenne se sont réunies trois jours à Pékin. Un des objets de cette réunion était le début de négociations pour mettre en place une zone de libre échange entre eux. Dans un environnement global dégradé, ces 3 pays considèrent qu'il peut être avantageux pour eux de définir une telle zone pour accentuer leurs échanges qui représentaient 690 Milliards de dollars en 2011. Ils représentent à eux trois 19.7% du PIB mondial et une telle zone se compare à l'ALENA (l'Accord de Libre Echange Nord Américain) qui pèse 27.2 % et de l'Union Européenne qui représente 25.8%.
- ▶ Certes la Chine est déjà en discussion avec les pays de l'ASEAN et avec l'Australie pour disposer d'un cadre privilégié mais le rapport de force était toujours en faveur de la Chine. Dans l'accord pressenti, les situations sont plus équilibrées et les rapports de force d'une autre nature. Les poids ne sont pas les mêmes mais l'équilibre peut se faire sur la technologie.
- ▶ Dans le cadre qui avait été défini lors de l'élargissement des bandes de fluctuation du yuan, il était évoqué le souhait par les autorités chinoises de faire de leur monnaie une monnaie de réserve. Si à côté de l'ALENA et de l'Union Européenne se crée une nouvelle zone de libre échange, on doit imaginer que cette zone sera caractérisée par une monnaie de référence qui ne sera ni le dollar, ni l'euro. Le yuan peut alors entrer dans la course.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 7 AU 13 MAI 2012

Les craintes sur l'économie mondiale ont pénalisé les marchés d'actifs risqués.

- ▶ Les marchés actions ont chuté, l'indice MSCI EM a perdu -4.1%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a perdu -1%. Le spread s'est élargi à 364 pb (+11 pb).
- ▶ Le retour de l'aversion au risque a pénalisé les devises émergentes à haut rendement face au billet vert: real brésilien -2%, rand sud africain -4% et Livre turque -1.5%.
- ▶ En Chine, les indicateurs macroéconomiques du mois d'avril, indiquent un ralentissement de l'activité. Les deux moteurs de croissance de l'économie chinoise, investissement et exportations (liées à la faiblesse de la demande globale) ralentissent, ce qui pénalise l'activité économique.
- ▶ La Pbc a baissé de 50 pb son taux de réserves obligatoires à 20% pour les grandes banques et 18% pour les petites, afin de soutenir l'activité, via l'investissement.
- ▶ En Inde, la production industrielle a baissé en mars à -3.5% GA (vs 4.1%), quid de la politique monétaire ?...
- ▶ La banque centrale indienne a introduit des mesures afin de soutenir la roupie face au billet vert. Ainsi, les exportateurs indiens devront dorénavant convertir la totalité de leurs revenus issus des recettes d'exportation en roupie indienne.
- ▶ La Corée a gardé son taux directeur inchangé à 3.25%, pour le 11^{ème} mois consécutif, afin de soutenir sa devise, le won, pour contrer les pressions inflationnistes des matières premières.
- ▶ La Pologne a relevé son taux directeur de 25 pb à 4.75% afin de lutter contre l'inflation (3.9% en mars) qui a dépassé la cible de la banque centrale de 3%.

ANTICIPATIONS HEBDO

14 Mai 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 11 MAI 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	11/05/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3129.77	2781.68	4027.74	-22.12	-0.95	-1.02			
DAX	5898.35	6579.93	5072.33	7471.44	-11.12	11.56	0.28			
EuroStoxx	2316.55	2254.54	1995.01	2917.05	-22.11	-2.68	0.28			
FTSE	5572.28	5575.52	4944.44	6054.55	-5.91	0.06	-1.41	2.55	3.94	-0.49
SNP 500	1257.60	1353.39	1099.23	1419.04	1.17	7.62	-1.15	11.03	7.93	0.15
Nasdaq	2605.15	2933.82	2335.83	3122.57	3.72	12.62	-0.76	13.84	12.95	0.54
Nikkei 225	8455.35	8953.31	8160.01	10255.15	-7.21	5.89	-4.55	2.96	2.29	-3.30
MSCI Emerging USD	916.39	971.01	831.22	1169.50	-15.17	5.96	-4.14	-6.90	6.27	-2.88
MSCI World USD	1182.60	1242.40	1074.50	1354.61	-7.50	5.06	-1.79	1.52	5.36	-0.50

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 11 MAI 2012

	Taux d'intérêt au 11 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				
USA	0 - 0.25	0.467	0.27	1.84	0.001	0.000	-0.070	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.69	0.081	1.431	-0.007	-0.001	-0.081	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	1.05	0.421	1.877	0.000	-0.002	-0.036	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.115	0.854	0.000	0.005	-0.036	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (11/05/12)	2 ans (11/05/12)	10 ans (11/05/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.22 (-0.23) [§]	0.19 (0.19) [§]	0.41 (0.40) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.36 (0.35) [§]	0.34 (0.34) [§]	0.45 (0.40) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

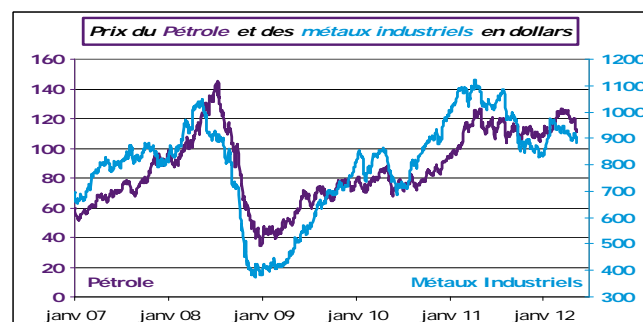
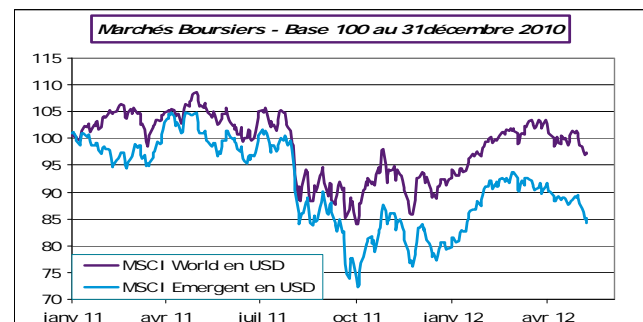
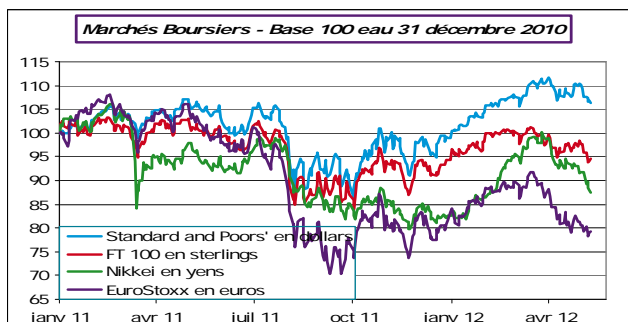
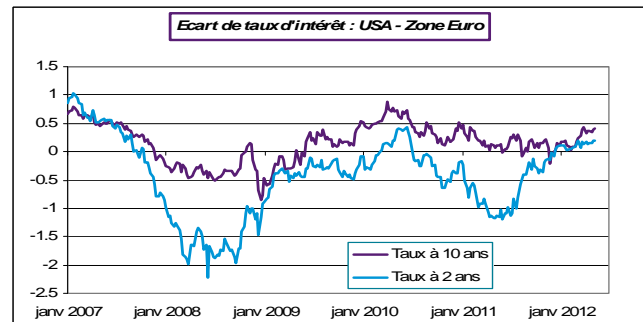
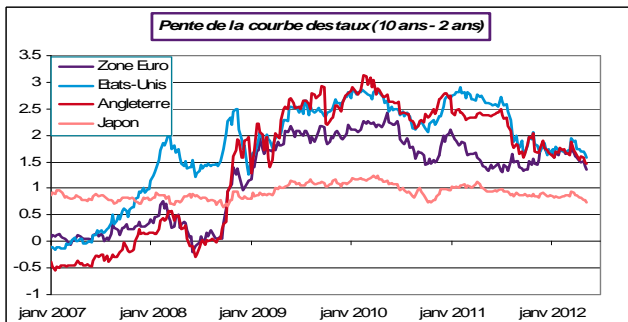
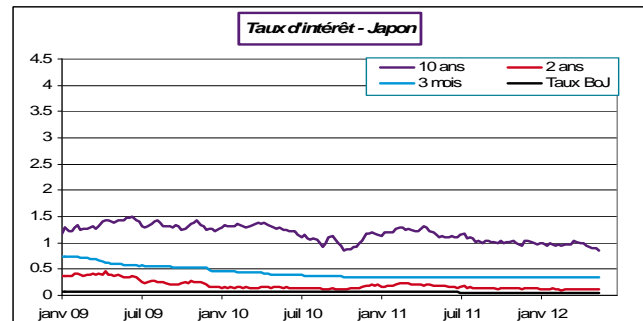
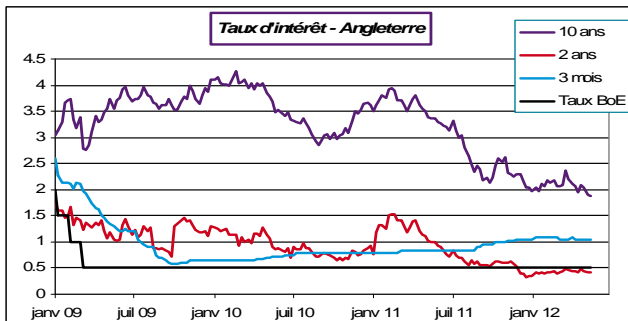
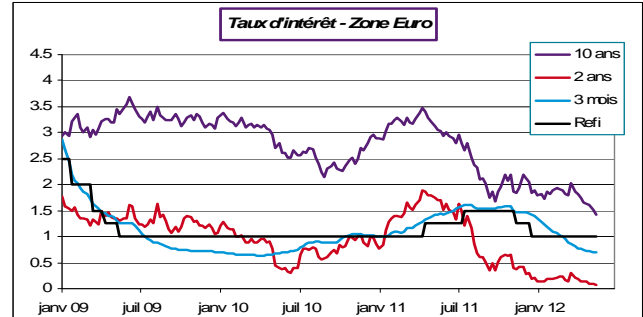
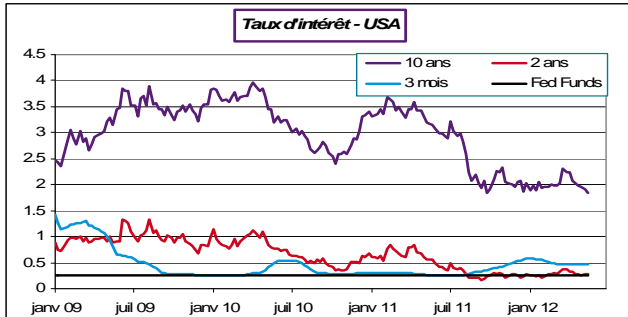
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 11 MAI 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	11/05/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.294	-1.30	-0.29	-8.88	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	103.397	-1.30	3.52	-9.87	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.803	-1.07	-3.83	-8.50	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	79.940	-0.35	2.83	-1.35	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.610	-0.38	3.58	-0.68	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.310	0.07	0.26	-2.89	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	112.82	0.42	4.19	0.26
	Euro	83.41	87.16	1.74	4.50	10.03
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1589.15	-2.99	0.93	5.51
	Euro	1212.94	1227.75	-1.72	1.22	15.80

ANTICIPATIONS HEBDO

14 Mai 2012

Indicateurs Financiers au 11 Mai 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

Investissement et Evolution des Exportations

Le coeur de l'économie chinoise repose sur la dynamique et la complémentarité entre l'investissement et les exportations. Ce phénomène s'est accentué après l'adhésion de la Chine à l'Organisation Mondiale du Commerce à la fin de l'année 2001. Toute hausse des débouchés en Europe et aux Etats-Unis se traduisait par la nécessité d'ajuster l'appareil productif afin de répondre de façon efficace à la demande supplémentaire. L'investissement permettait d'accroître la capacité de production et d'inclure du progrès technique.

Cela a laissé de côté la consommation dont le poids dans le PIB chinois s'est réduit pour être proche de 35 % du PIB. Cela est très peu au regard des chiffres américains (71%) ou français (56% en 2011).

On observe sur le premier graphe le probable surinvestissement de la période liée à la reprise en 2009 et 2010.

Sur le deuxième graphe on constate que la progression des exportations s'est nettement ralentie passant sous le seuil des 10%. De 2003 à 2008 il était compris entre 20 et 40 % l'an.

Ce double constat associé à une reprise lente de la croissance aux Etats-Unis et en Europe (les deux principaux clients) suggèrent que le modèle ne fonctionnera plus exactement comme avant.

Il faut en changer et le rééquilibrer vers davantage de consommation.

A long terme cet objectif est viable mais à court terme cela se traduit par des ajustements forts.

On l'observe avec les indicateurs PMI qui reste, au mieux modéré pour l'indice officiel et en repli pour l'indice privé mais aussi par une production industrielle dont la progression passe sous le seuil de 10%.

Cette situation est préoccupante en raison du support de l'économie chinoise à la croissance de l'activité globale.

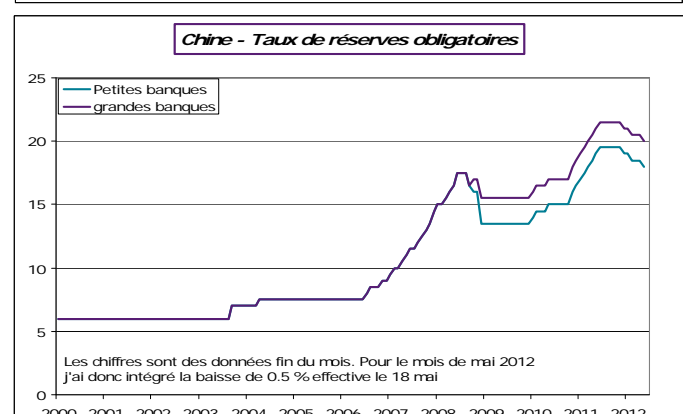
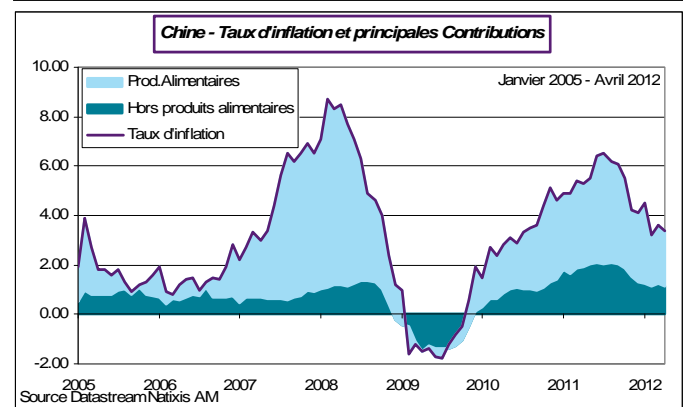
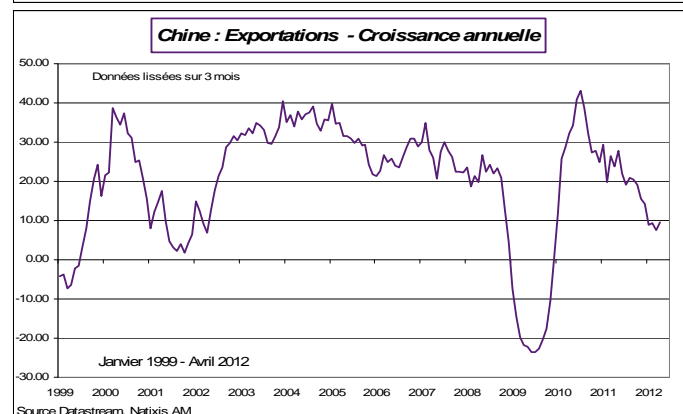
Cette hésitation se traduit aussi sur le plan local avec un ralentissement depuis le début de l'année des exportations vers l'Asie. Les chinois s'ajustent mais cela prend du temps et pénalise les autres pays de la région. C'est pénalisant pour le commerce mondial et donc pour les pays industrialisés qui compte sur ce commerce mondial pour retrouver une allure de croissance plus soutenue.

Dans cet environnement, les tensions sur les prix se font moins vives. Cela se ressent sur le prix des matières premières et sur la contribution de celles ci au taux d'inflation. Pour la Chine, la partie bleue ciel du 3ème graphe reflétant la contribution des prix alimentaire s'est nettement réduite depuis l'été 2011.

Le taux d'inflation de 3.4 % indique aussi que la contribution de la part des produits autres qu'alimentaires se réduit mois après mois. Il n'y a pas a priori d'inflation à venir. Les prix à la production ne donnent pas non plus de signaux d'emballlement puisqu'ils reculent de 7% sur un an.

Dans ce cadre de croissance plus limitée (nous attendons une croissance autout de 8% cette année) et de tensions nominales réduites, la Banque Centrale de Chine a décidé de réduire les taux de réserves obligatoires. L'objectif est de réduire les contraintes pesant sur la distribution de crédit. Au pire la situation se stabilise mais si cela va mieux le schéma sera plus positif.

Il est probable que la Banque de Chine va continuer et accentuer ce caractère accommodant de sa stratégie monétaire.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Indice de confiance de l'Université du Michigan

Les consommateurs retrouvent petit à petit depuis le point bas du mois d'août 2011 une situation plus confortable.

La première publication du chiffre de mai se traduit par un indicateur au dessus des points connus depuis le début de la crise. La perception de l'environnement est peut être en train de changer. Ce qui est intéressant c'est que c'est la composante actuelle et non la partie liée aux anticipations qui s'améliore le plus rapidement. On notera sur ce point que la composante sur la situation actuelle est au plus haut depuis janvier 2008.

Par ailleurs on note que les ménages ont bien noté la réduction des tensions sur le prix de l'essence. Les attentes sur le taux d'inflation se réduisent à 3.1 % en mai contre 3.2 % en avril.

La baisse du prix de l'énergie redonne du pouvoir d'achat à court terme pour les ménages.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Production Industrielle en mars 2012

Le graphique ci contre retrace la production industrielle dans plusieurs pays européens. On constate qu'en dehors de l'Allemagne, l'activité industrielle a tendance à s'infléchir à la baisse. Pour tous les pays de la zone retracés dans ce graphe, à l'exception de l'Allemagne la production a reculé au 1^{er} trimestre. C'est parfois modéré comme en France à -0.1% mais parfois beaucoup plus marqué comme en Italie où le repli sur les 3 premiers mois de l'année est de 2%. En Espagne ce repli est de 1%.

Et même en Allemagne, la progression sur le trimestre n'est que de 0.15%, ce qui n'est pas spectaculaire.

D'une manière générale, les indicateurs industriels sont encore bien en dessous du niveau atteint en 2008. La divergence récente par rapport à la trajectoire revenant vers ce niveau est très préoccupante.

ECONOMIE ALLEMANDE

Evolution des commandes à l'industrie

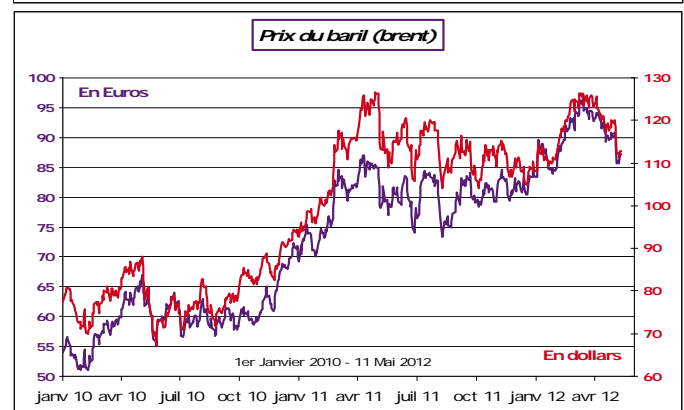
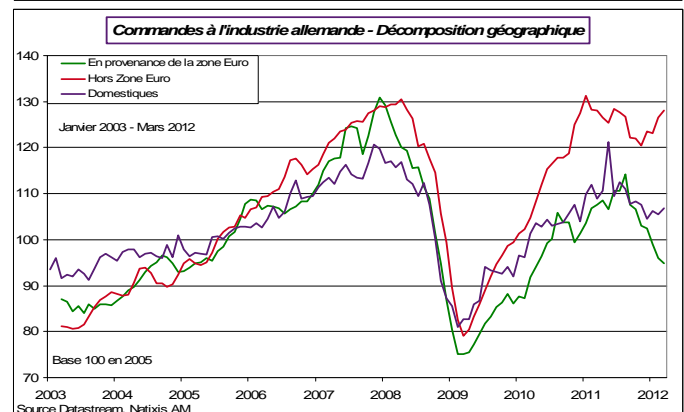
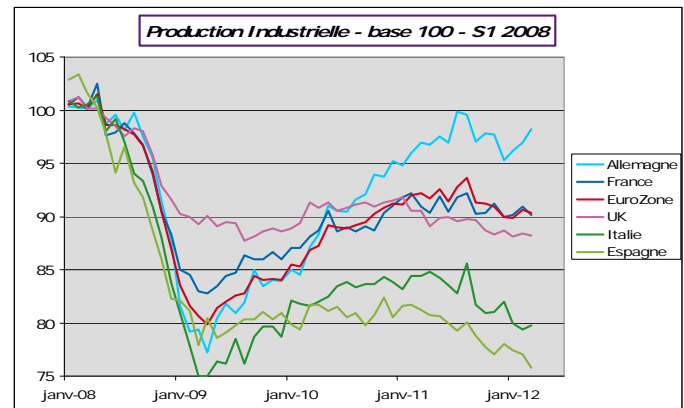
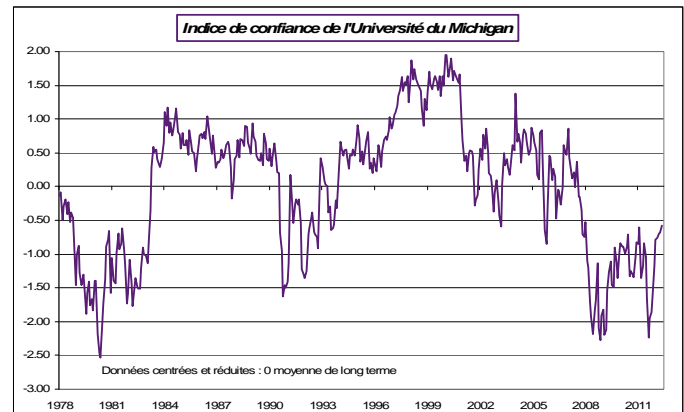
On voit de manière directe sur ce graphe la façon dont l'économie allemande est tiraillée entre ses échanges avec le reste du monde (courbe rouge) et ceux vers la zone Euro. Si les commandes hors zone Euro n'ont plus la dynamique constatée jusqu'au début de l'année 2011 on note qu'il n'y a pas d'effondrement. Ce n'est pas le cas pour les commandes en provenance de la zone Euro.

42 % des exportations allemandes vont vers la zone Euro. Toute récession européenne affecte alors directement l'industrie. C'est par ce biais que l'économie allemande se fragilise. Cela est sûrement plus important que les élections locales pour éventuellement infléchir Angela Merkel sur le fiscal compact.

ECONOMIE DU PETROLE

Prix du brail de brent au 11 mai 2012

Le graphe ci contre reprend l'évolution du prix du Brent (c'est la catégorie qui nous affect le plus. La référence WTI n'a pas de sens en Europe). Après une période euphorique que l'on a aussi observée sur le marché des actions (la corrélation est forte entre le prix du Brent en dollar et le standard and Poor's' 500), le marché revient à une situation macroéconomique aux anticipations moroses. Il n'y aura pas de tensions rapidement sur l'activité et le marché le prend en compte. A prix constant, le taux d'inflation sera moins fort que ce qui était attendu il y a quelques semaines.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

► **Publication d'indicateurs d'activité.**

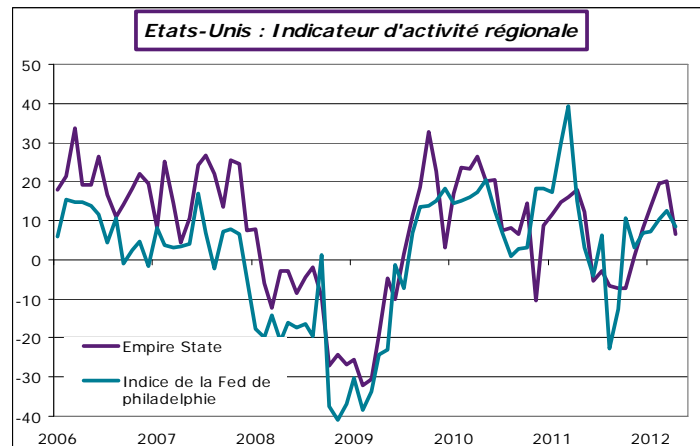
- **Enquête Empire State (mai); le mardi 15 mai à 14h30** (avril 6.56, consensus 9)
- **Enquête de la Fed de Philadelphie (mai) – jeudi 17 mai à 16h** (avril 8.5, consensus 10)
- **Prod Indus et TUC (avril), le 16/5 à 15h15.** Prod Ind (avril 0 % en var. mens, cons. 0.5 %) TUC (avril 78.6, cons 79)

► **Parution des ventes au détail (avril) le 15/5 à 14h30**
Indice Total (mars 0.8 % en var. mensuelle, consensus 0.1 %)

► **Parution des prix à la consommation (avril), mardi 15 à 14h30.** **Indice général** (mars 2.3 % en gliss. ann., cons. 2.3 %) **Indice sous-jacent** (mars 2.7% en gliss. ann., cons. 2.3%).

► **Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel.**

- **Indice NAHB (mai), 15 mai à 16h** (avril 25, cons. 26)
 - **Permis de construire (avril), le jeudi 16 mai à 14h30** (mars 764, consensus 730)
 - **Mise en chantier du mois d'avril, le jeudi 16 mai à 14h30** (mars 654, consensus 684)
- **Parution des minutes du FOMC du 25 avril; le 17 à 20h.**

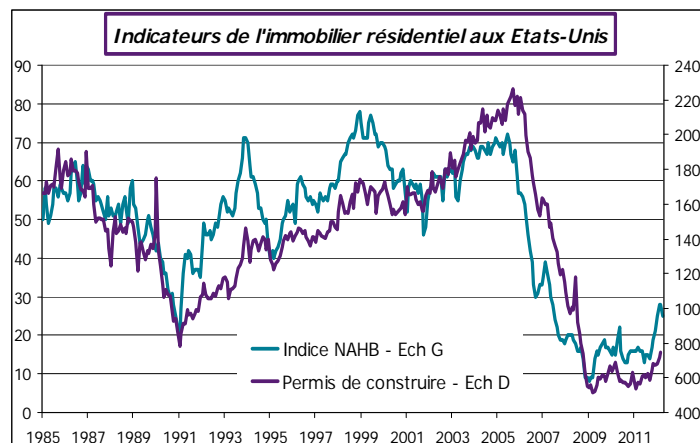


Zone Euro

► **Publication d'indicateurs d'activité.**

- **Production industrielle (mars), le 14 mai à 11h** (février -1.5 % en variation mensuelle, consensus -1.4 %)
- **1^{ière} estim. du PIB (T1 2012), mardi 15 mai à 11h** (T4 2011 -0.3 % en variation trimestrielle, consensus -0.2 %)

► **Parution de l'inflation (avril) ; le 16 mai à 10h30** (mars 2.6 %, cons. 2.7 % **Indice Total** ; mars 1.6 % cons. 1.5 %)



Allemagne

► **Publication d'indicateurs d'activité.**

- **Indice ZEW (mai), le 15/5 à 11h ; Sentiment économique** (avril 23.4, consensus 19)
- **1^{ière} estim. du PIB pour T1 2012, mardi 15 mai à 8h** (T4 2011 -0.2 % en variation trimestrielle, consensus 0.1 %)

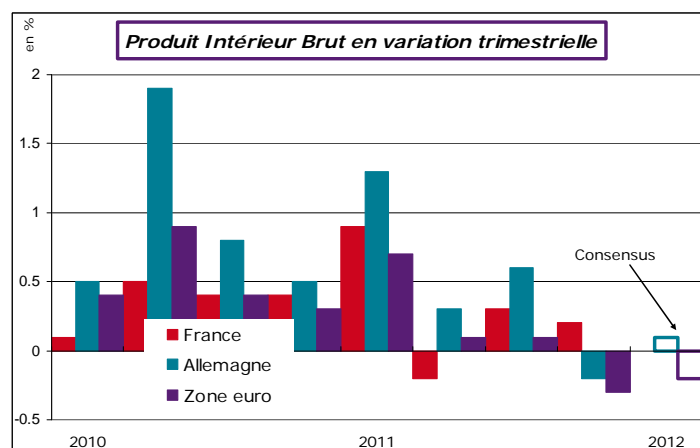
France

► **Parution de la 1^{ière} estim du PIB (T1 2012), le 15/5 à 8h30** (T4 2011 0.2% en var. trimestrielle, consensus 0.2 %)

► **Parution de l'inflation (avril) ; le mercredi 15 mai à 10h30** (mars 2.3 %, consensus 2 %)

Royaume-Uni

► **Parution du taux de chômage d'avril – le jeudi 16 mai à 10h30** (mars 4.9 %, consensus 5 %)



Japon

► **Parution de la 1^{ière} estim du PIB (T1 2012), le 17 mai** (T4 2011 -0.2 % en var. trimestrielle, consensus +0.9 %)