

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



## Les attentes de la semaine du 21 au 25 Mai

- Les principales nouvelles porteront sur les enquêtes auprès des chefs d'entreprise. Il y a les enquêtes européennes comme l'IFO, l'INSEE et les PMI/Markit.
- Il y aura aussi l'estimation avancée de l'indice PMI/Markit/HSBC pour la Chine. Au regard des interrogations sur l'économie chinoise cet indicateur sera scruté sous tous les angles.
- Réunion de la Banque du Japon
- Composantes du PIB en Allemagne
- Indicateurs immobiliers US (ventes de maisons) et commandes de biens durables



## Les points majeurs à retenir du 14 au 20 Mai

- Croissance étale en zone Euro pour le 1<sup>er</sup> trimestre. Elle est de 2% en taux annualisé en Allemagne et de 0.2 % en France (en taux annualisé aussi).
- En revanche, l'activité se replie méchamment en Italie (-3.2%), en Espagne (-1.2%) et même aux Pays-Bas (-0.6%)
- Fragilité en Grèce et en Espagne où de nombreuses banques ont été dégradées.
- L'indice ZEW pris comme moyenne de la composante courante et des anticipations se replie pour la première fois depuis le mois de décembre.
- Progression de la production industrielle aux Etats-Unis en Avril (+1.1%)
- Progression significative de l'indice des constructeurs de maisons; L'immobilier donne des signaux plus positifs.



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

- Après les chiffres de croissance médiocres au 1<sup>er</sup> trimestre, et au regard des inquiétudes lues dans le rapport de la Fed américaine, le regard porté sur la croissance au G8 est de bon aloi.
- Si cela peut permettre de se concentrer davantage sur un objectif d'emploi que sur un objectif de dette et de déséquilibre budgétaire cela limitera probablement les risques d'instabilité sociale.
- Le point intéressant est la hausse des salaires allemands de 4.3 % sur un an à compter du mois de mai. Cela peut faciliter la reprise de la demande interne allemande et contribuer au rééquilibrage souhaitable de la zone Euro.



## Les graphes dans le document

- Evolution de l'activité en Zone Euro – Chiffres de la croissance en Zone jusqu'au 1<sup>er</sup> trimestre
- Tendance de l'activité au sein de la zone Euro – Fragilité en Grèce, Espagne, Italie, Pays Bas, Portugal
- Croissance et emploi en France jusqu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 – Inflexion depuis le T1 2011
- Décomposition de la croissance en France – La demande interne est peu dynamique
- Indices d'enquêtes régionales auprès des entreprises américaines pour le mois de mai
- Reprise de l'immobilier américain. Pas spectaculaire encore mais c'est mieux
- Croissance qui s'est accélérée au Japon au 1<sup>er</sup> trimestre. Rôle majeur des dépenses publiques.
- Léger ralentissement de l'inflation en zone Euro au mois d'avril. Cela devrait continuer

# ANTICIPATIONS HEBDO

21 Mai 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

## CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 14 AU 20 MAI 2012

- ▶ Les chiffres de croissance du PIB du premier trimestre 2012 pour la zone Euro viennent rappeler que l'activité reste très fragile. L'évolution est nulle pour l'ensemble de la zone mais avec des chiffres positifs en Allemagne, en France et en Belgique qui compensent ceux négatifs enregistrés en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas ou encore au Portugal.
- ▶ Pour l'ensemble de la zone Euro, l'acquis est négatif de -0.1%. Si l'activité restait au niveau enregistré au premier trimestre pour le reste de l'année, alors l'évolution moyenne de l'activité en 2012 par rapport à 2011 serait négative de -0.1%. Ce chiffre est à comparer à celui de -0.3 % évoqué par la Commission Européenne dans ses prévisions de printemps. La situation si l'on suit la Commission va donc continuer de se dégrader.
- ▶ On ne dispose pas encore du détail complet pour déterminer les sources de fragilité de l'activité pour l'ensemble de la zone. Cependant au regard des éléments disponibles pour la France, l'Espagne et les Pays Bas et des informations non chiffrées pour l'Allemagne on constate que sur le début de l'année il y a partout une inflexion de l'investissement, productif et immobilier. Cette inquiétude a été observée dans les différentes enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise.
- ▶ Le choc subi actuellement par la zone Euro quant aux inquiétudes relatives à son fonctionnement va affecter encore davantage les anticipations et accentuer ce repli de l'investissement. On doit imaginer que chacun sera attentiste dans son comportement en raison de la fragilité éventuellement perçue sur la construction européenne. Ce report dans le temps des décisions d'investissement aura un effet négatif et probablement durable sur la conjoncture. De ce point de vue, la date du 17 juin, élections générales en Grèce, sera déterminante.
- ▶ Par ailleurs, les tensions renouvelées sur les taux d'intérêt en Espagne et en Italie et l'absence d'une nouvelle opération d'apport de liquidité par la BCE (il n'y aura pas a priori de 3<sup>ème</sup> LTRO) vont peser un peu plus sur la situation macroéconomique. L'amélioration constatée dans les contraintes sur le crédit en Italie, dans l'enquête menée par la Banque Centrale en Avril, pourrait n'avoir été que temporaire surtout après la dégradation des banques italiennes. On a le même type de schéma en Espagne. Ces pays n'ont pas encore trouvé la voie de sortie et l'on ne peut imaginer rapidement une stabilisation de leur activité.
- ▶ Pour élargir le propos, on notera que la Federal Reserve américaine a été plutôt prudente dans le message retranscrit dans les minutes de la réunion des 24 et 25 avril. A la fin du document, il est en effet indiqué que certains membres du comité de politique monétaire (le FOMC) imaginent une politique monétaire plus accommodante en cas de dégradation macroéconomique. A la lecture il apparaît que la probabilité d'une dégradation n'est pas perçue comme nulle.
- ▶ C'est dans ce contexte que s'est tenue la réunion du G8. Le propos du communiqué évoque le terme de croissance à de nombreuses reprises. Cela reflète plusieurs éléments. Le premier est la nécessité de retrouver, à court terme, une dynamique plus positive pour l'activité. La croissance en Europe est médiocre, celle des Etats-Unis reste limitée et dans les pays émergents des inquiétudes demeurent, notamment en Chine. Ce premier point s'accompagne de la nécessité d'être quand même rigoureux sur le plan budgétaire. Le deuxième point du communiqué est la nécessité de réformes structurelles afin de dégager davantage de productivité et pour donner plus d'autonomie à la croissance des pays industrialisés. En Europe, la croissance a été très fortement conditionnée par celle des pays émergents. Ce n'est pas satisfaisant. En conséquence les Européens doivent mettre en œuvre les réformes nécessaires pour retrouver de l'autonomie. Cela permettrait alors de limiter les tentations protectionnistes que l'on relève ça et là.
- ▶ Cela veut dire que la politique économique passe peut être d'un objectif de dette publique et d'équilibre budgétaire à un objectif d'emploi. Ce mouvement est essentiel pour limiter le risque d'instabilité sociale.
- ▶ La situation en Grèce évolue peu. Les sondages pour les élections du 17 juin donnent au coude à coude le parti de centre droit "Nouvelle Démocratie" et Syriza parti contestataire de gauche alors que le PASOK (Partie socialiste grec) est définitivement devancé.
- ▶ Sur un autre plan, la majorité des grecs souhaitent rester dans la zone Euro, la différence se fait sur la capacité à accepter les plans d'austérité.
- ▶ La difficulté toujours est la comparaison du coût de l'impact d'une sortie de la Grèce et de celui du maintien de celle-ci. L'éventuelle sortie poserait notamment la question tabou sur la possibilité de sortir de la zone Euro et de l'Union Européenne.
- ▶ Les esprits sont tellement confus que la situation a pu amener la chancelière allemande à imaginer un plan de soutien à la Grèce pour lui permettre de satisfaire à ces engagements.
- ▶ Le point le plus positif du week-end est la hausse de 4.3 % sur un an à partir de mai des salaires en Allemagne. Cela peut améliorer la demande interne allemande et faciliter le rééquilibrage en zone Euro.

## MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 14 AU 20 MAI 2012

- ▶ Les marchés actions ont chuté, l'indice MSCI EM a perdu -6.6 %.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a perdu -1.75%. Le spread s'est élargi à 404 pb (+40 pb).
- ▶ Le retour de l'aversion au risque a pénalisé les devises émergentes à haut rendement face au billet vert: real brésilien -2.6%, rand sud africain -3% et Livre turque -2.7%.
- ▶ En Chine, les autorités ont approuvé un plan de 36.3 mds RMB de subventions pour la promotion d'achat de produits à faible consommation énergétique afin de soutenir la consommation des ménages.
- ▶ Au Mexique, la croissance du PIB au T1 a été de 1.3% GT (vs 0.7%), soit 4.6% GA (vs 3.9%), reflétant la bonne performance de l'économie US mais également le raffermissement de la demande interne.
- ▶ Au Brésil, les ventes au détail ont augmenté en mars de 0.2% GM (vs 0%), soit 12.5% GA (vs 10.6%), indiquant que la consommation des ménages reste robuste et permet de compenser la faiblesse du secteur manufacturier.

# ANTICIPATIONS HEBDO

21 Mai 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 18 MAI 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	18/05/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3008.00	2781.68	4027.74	-24.38	-4.80	-3.89			
<b>DAX</b>	5898.35	6271.22	5072.33	7471.44	-14.13	6.32	-4.69			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2144.69	1995.01	2890.60	-25.20	-7.42	-4.87			
<b>FTSE</b>	5572.28	5267.62	4944.44	6054.55	-11.07	-5.47	-5.52	-2.48	-1.89	-5.61
<b>SNP 500</b>	1257.60	1295.22	1099.23	1419.04	-3.39	2.99	-4.30	8.21	5.09	-2.63
<b>Nasdaq</b>	2605.15	2778.79	2335.83	3122.57	-1.29	6.67	-5.28	10.57	8.84	-3.64
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	8611.31	8160.01	10255.15	-10.88	1.84	-3.82	2.48	0.88	-1.38
<b>MSCI Emerging USD</b>	916.39	906.61	831.22	1169.50	-20.64	-1.07	-6.63	-11.11	0.95	-5.01
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1178.43	1074.50	1354.61	-12.19	-0.35	-5.15	-1.64	1.68	-3.50

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 18 MAI 2012

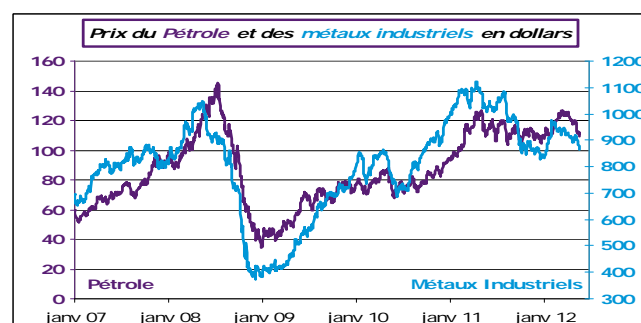
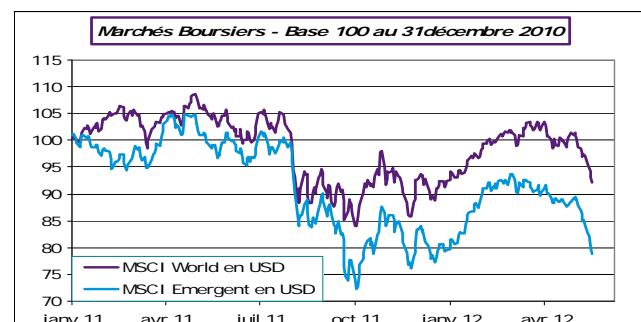
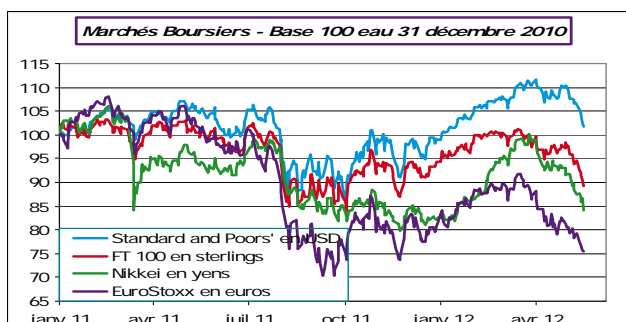
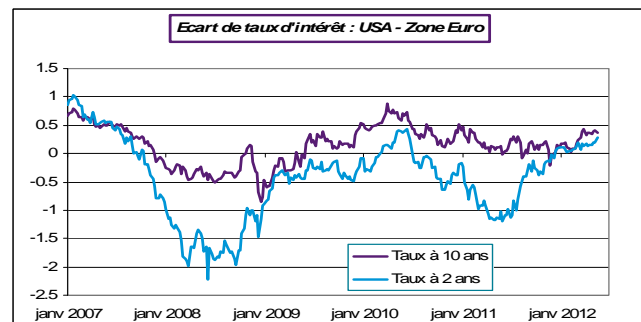
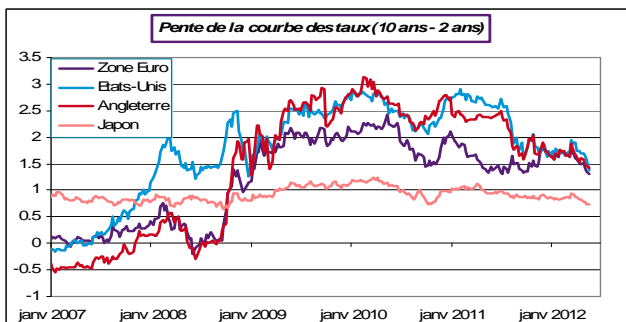
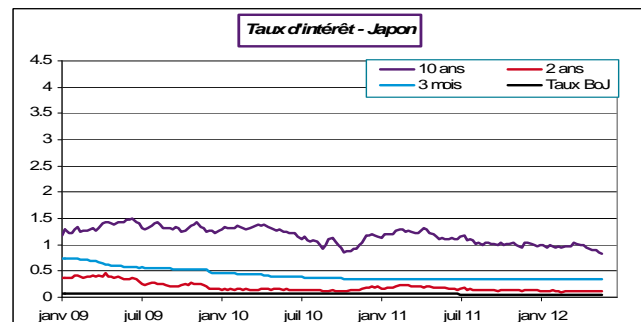
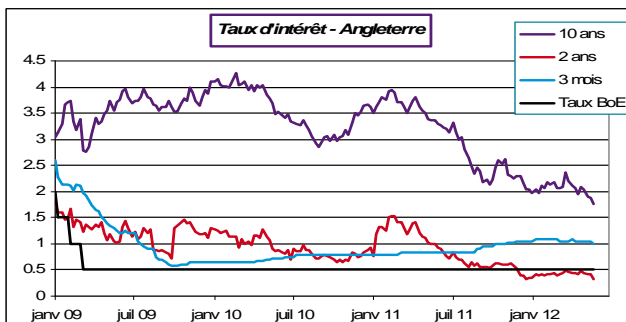
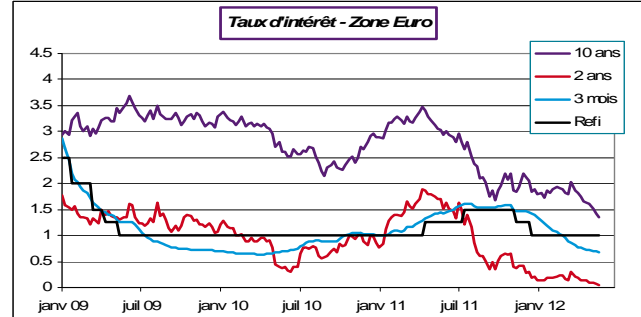
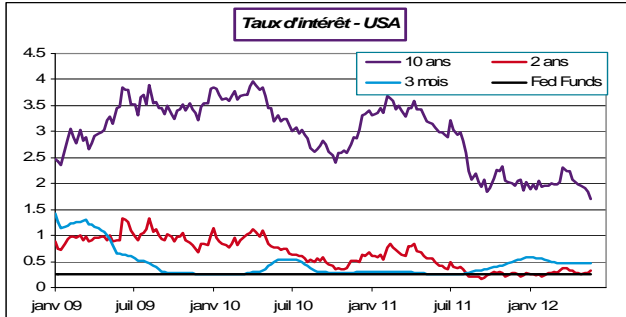
	Taux d'intérêt au 18 Mai 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
<b>USA</b>	0 - 0.25	0.467	0.32	1.7	0.000	0.050	-0.140	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	0.684	0.047	1.344	-0.006	-0.034	-0.087	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1	0.336	1.766	-0.050	-0.085	-0.111	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.105	0.830	0.000	-0.010	-0.020	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (18/05/12)</b>	<b>2 ans (18/05/12)</b>	<b>10 ans (18/05/12)</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>		-0.22 (-0.22) <sup>§</sup>	0.27 (0.19) <sup>§</sup>	0.3551 (0.41)	-0.775	0.116	0.106				
<b>UK – Zone Euro</b>		0.31 (0.36) <sup>§</sup>	0.29 (0.34) <sup>§</sup>	0.42 (0.45) <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 18 MAI 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	18/05/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.272	-1.72	-2.00	-10.73	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	100.835	-2.48	0.96	-13.03	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.804	0.11	-3.72	-8.68	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	79.430	-0.64	2.17	-2.43	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.581	-1.80	1.71	-2.10	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.328	0.29	0.54	-2.73	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	109.63	-2.83	1.25	-2.33
	<b>Euro</b>	83.41	86.17	-1.14	3.31	9.41
<b>Prix de l'Ounce d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1595.28	0.39	1.32	6.57
	<b>Euro</b>	1212.94	1253.93	2.13	3.38	19.37

## Indicateurs Financiers au 18 Mai 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO Croissance du 1<sup>er</sup> trimestre 2012

Pour l'ensemble de la zone Euro, l'activité a été éte au cours des 3 premiers mois de l'année. La croissance constatée en Allemagne, en France et en Belgique a compensé le repli spectaculaire de l'Italie et dans une moindre mesure de l'Espagne et des Pays-Bas. L'Italie, l'Espagne, les Pays Bas et le Portugal sont en récession au regard du graphique (si l'on définit la récession comme 2 trimestres consécutifs de repli du PIB).

Pour l'année 2012, à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre, l'acquis est négatif de -0.1 % en zone Euro, positif de 0.7 % en Allemagne, de 0.4 % en Belgique, de 0.2 % en France, mais déjà de -0.5% en Espagne, de -0.8 aux Pays-Bas, de -1.3 % en Italie et de -1.4% au Portugal.

Le profil du 1<sup>er</sup> graphique montre bien l'hétérogénéité de la zone Euro et la rupture constatée au Portugal, en Italie et aux Pays-Bas. L'économie espagnole est fragilisée mais ne présente pas de rupture aussi marquée

Le 2<sup>ème</sup> graphe montre l'absence de redressement de l'activité pour la plupart des pays de la zone. La Grèce continue de plonger à un rythme fou quasi inchangé (-6% annualisé moyen) depuis le début de l'année 2010.

Seuls l'Autriche, l'Allemagne et la Belgique ont un niveau d'activité supérieur à celui du 1<sup>er</sup> semestre 2008 soit avant le choc de la récession de 2008. Pour tous les autres, y compris la France, le niveau est plus faible. Cela joue forcément sur la dynamique de l'emploi et sur l'autonomie de la croissance.

C'est là l'incertitude sur la dynamique européenne. S'il y a un manque d'autonomie et qu'en même temps la politique budgétaire devient restrictive il n'y a aucune raison d'inverser la tendance récente. C'est l'enjeu des discussions entre Merkel et Hollande.

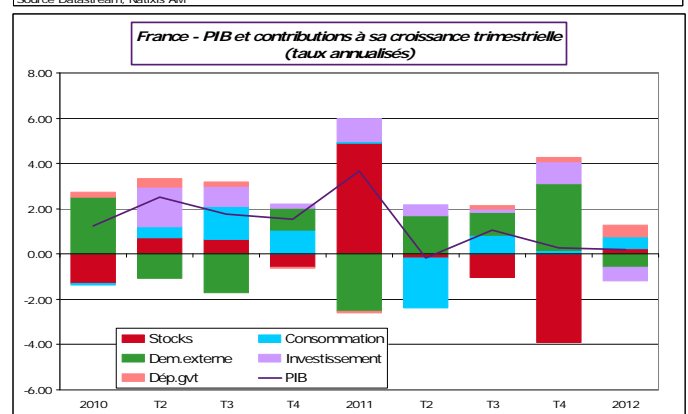
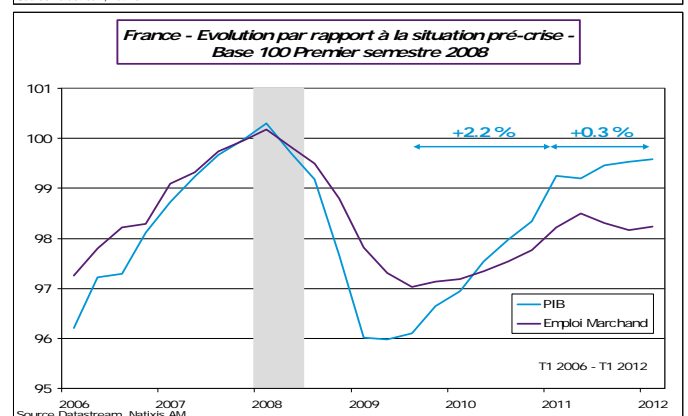
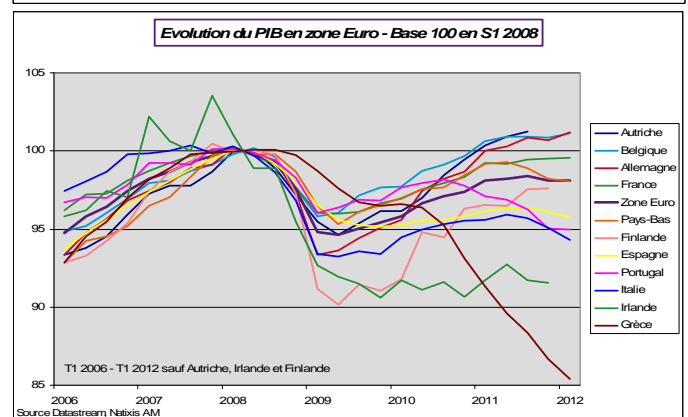
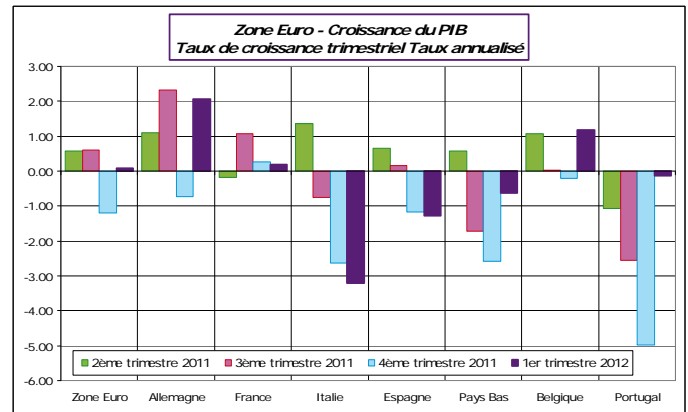
### ECONOMIE FRANCAISE Croissance et Emploi au 1<sup>er</sup> trimestre 2012

Sur le troisième graphique de la colonne de droite, on observe depuis le début de l'année 2011 un changement de régime. Auparavant la croissance était sur un rythme proche de la moyenne historique de l'économie française avec un chiffre de 2.2 %. En revanche depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2011, le rythme de progression de l'activité s'est cassé. En prenant en compte le chiffre du 1<sup>er</sup> trimestre 2012, la progression de l'activité n'a été depuis cette date que de 0.3%. Cela ne traduit pas un repli brutal de l'activité mais s'assimile plutôt à un essoufflement. Le profil est proche aussi pour l'emploi.

La question immédiate est de déterminer ce qui pourrait engendrer une rupture à la hausse ?

Sur ce point, le détail des chiffres du PIB n'est pas rassurant. Le 4<sup>ème</sup> graphique de la colonne de droite détaille les contributions à la croissance trimestrielle du PIB. On note que la consommation et les dépenses gouvernementales ont eu une contribution positive. Celle de la consommation est réduite depuis un bon moment alors que c'était le moteur de la croissance. On note la contribution négative de l'investissement dont toutes les composantes (productif, logement notamment) reculent. Le commerce extérieur aussi à une contribution négative en raison d'une progression trop réduite des exportations.

Les données sont moroses en France depuis le début de l'année et les données d'enquêtes auprès des entreprises ne permettent pas d'imaginer un changement de tendance rapide.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Indices des Fed de New-York et de Philadelphie

Les 2 premiers indices du mois de mai pour les Etats-Unis ont des allures opposées sur le mois mais traduisent tous les deux une économie qui tarde à repartir durablement à la hausse.

Sur le mois, l'indice de la Fed de New-York (Empire State Index) progresse corrigeant la fragilité constatée en Avril. Les nouvelles commandes et l'emploi sont plus robustes. C'est l'analyse inverse que l'on peut faire sur l'indice de la Fed de Philadelphie. L'indicateur repasse très largement sous sa moyenne historique en raison d'un ralentissement supplémentaire des nouvelles commandes et d'une inflexion rapide sur l'emploi.

Ce que l'on retiendra est qu'il n'y a pas d'accélération marquée de l'activité. Pas de rupture non plus mais une situation qui pourrait à nouveau inciter la Fed à agir..

#### Mises en Chantier et Indice de construction NAHB

L'indice des constructeurs de maisons est reparti à la hausse. Il s'est inscrit à 29 au mois de mai. Le mouvement de remontée est significatif même si le niveau est encore très réduit.

On observe historiquement la relation entre cet indicateur et les mises en chantier de maisons individuelles. On ne peut donc pas exclure qu'en raison des délais, l'activité immobilière trouve une dynamique plus positive.

Le niveau des constructions est historiquement très bas. Au regard de la croissance de la population ce niveau très bas des mises en chantier n'est pas tenable à moyen terme. Ce n'est pas pour autant que la dynamique sera spectaculaire rattrapant les niveaux observés au début des années 2000.

Cette situation pourrait permettre alors un rééquilibrage du marché du travail et une augmentation significative de l'emploi dans le secteur de la construction qui avec l'emploi public est le plus dégradé depuis le début de la crise.

### ECONOMIE JAPONAISE

#### Chiffres de croissance du 1<sup>er</sup> trimestre 2012

Le PIB japonais a progressé de 4.1 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 (taux annualisé) après simplement 0.1 % sur les 3 derniers mois de 2011. Sur un an l'activité est en hausse de 2.6 % et l'acquis pour 2012 à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre est de 1.9%. Le chiffre du trimestre est plus élevé qu'attendu et engendrera une révision à la hausse de la croissance pour l'ensemble de l'année 2012.

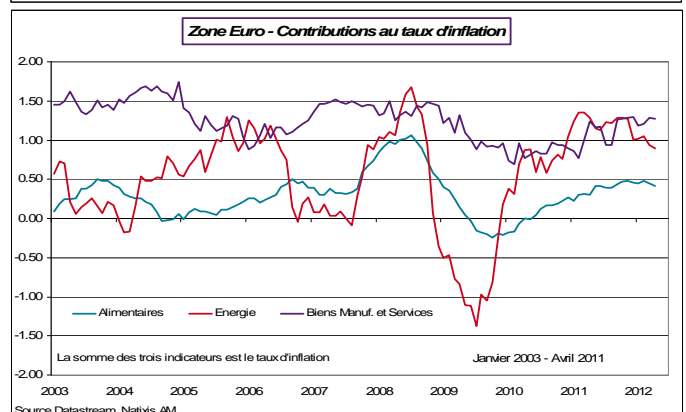
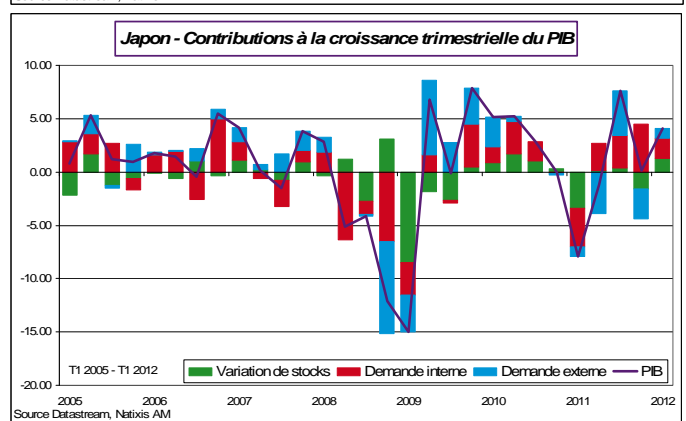
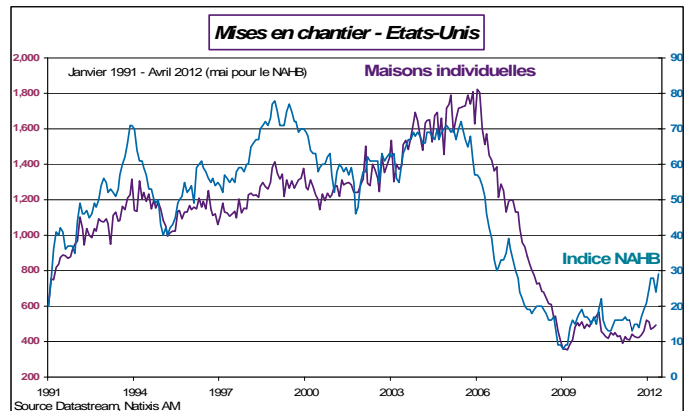
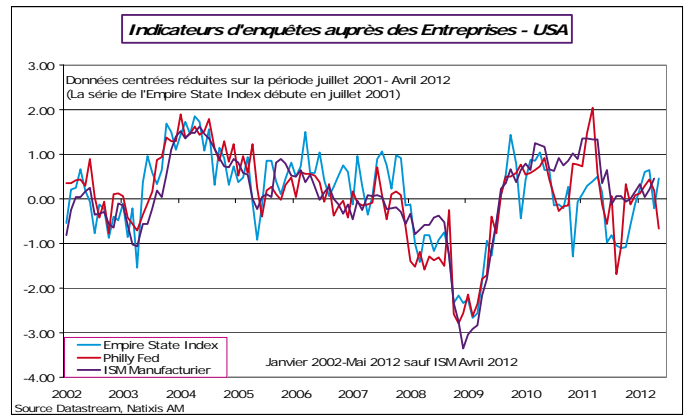
On observe sur le 3<sup>ème</sup> graphique l'impact fort et durable de la demande interne. La politique de reconstruction via des dépenses publiques et des incitations sur la consommation donnent une allure positive à l'activité. Comme quoi, même au Japon les dépenses publiques peuvent contribuer à accélérer l'activité.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Taux d'inflation du mois d'Avril 2012

Le taux d'inflation s'est inscrit à 2.6% en repli de 0.1 ppt par rapport au mois de mars. L'acquis d'inflation pour 2012 à la fin du mois d'avril est de 2.44%.

On observe sur le graphique que la contribution du prix de l'énergie se réduit encore et que celle des prix alimentaires se stabilise. L'évolution récente du prix du pétrole devrait réduire encore la contribution de l'énergie (dans le tableau de la page 3, le prix du pétrole est en repli sur un an). L'indice sous jacent à une contribution stable. Les ajustements de TVA ont tendance à soutenir cet indice alors que la demande de biens de consommation reste réduite et ne crée pas de pressions haussières.



## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

- ▶ Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel
  - Ventes de maisons anciennes (avril) le mardi 22 mai à 16h (mars 4.48 m, consensus 4.62 m)
  - Ventes de maisons neuves d'avril – le mercredi 23 mai à 14h30 (mars 328 mille, consensus 335 mille)
- ▶ Parution de l'indice de confiance définitif de l'Université du Michigan (mai), vendredi 25 à 15h55. Le chiffre préliminaire était de 77.8 (avril 77.8, cons. 77.8)
- ▶ Parution des commandes de biens durables (avril) le 24 mai à 14h 30 (mars -4% en var. mens., consensus 0.5%)

### Zone Euro

- ▶ Parution de l'enquête (flash) PMI-Markit (mai) le jeudi 24 à 10h (consensus 46.6 avril 46.7 pour l'indice composite, consensus 46.7; avril 46.9 pour les services, consensus 46; avril 45.9 pour le manufacturier). Seront publiées les estimations flashes relatives à l'Allemagne (9h30) et la France (9h).

### Allemagne

- ▶ Parution de l'Indice IFO (mai), le jeudi 24 mai à 10h (Climat des affaires avril 109.9, consensus 109.4)
- ▶ Parution des composantes du PIB du T1 2012, le jeudi 24 mai à 8h

### France

- ▶ Parution de l'enquête INSEE entreprises (mai), le 24/5 à 8h45 (avril 95, consensus 94 sur le climat des affaires)
- ▶ Parution de la confiance des ménages (mai), le vendredi 25 mai à 8h45 (avril 88, consensus 88)

### Royaume-Uni

- ▶ Parution des Minutes de la BoE – le 23 mai à 10h30.
- ▶ Parution de la 2<sup>ème</sup> estim. du PIB (T1 2012), le 24 mai à 10h30 (1<sup>ère</sup> estim. -0.2 % en var. trim., cons. -0.2 %)
- ▶ Parution du taux d'inflation (avril) – le mardi 22 mai à 10h30 (mars 3.5 %, consensus 3.1 %)
- ▶ Parution des ventes de détail d'avril, le 23 mai à 10h30 (mars 3.3 % en glissement annuel, consensus 1 %)

### Japon

- ▶ Parution de l'indice des prix à la consommation (mai), le 25 mai (avril -1 %, consensus -1% pour l'indice sous-jacent et avril 0.5 %, consensus 0.4 % pour l'indice total)
- ▶ Réunion de la BoJ - décision le 24/5 (consensus 0.1 %)

### Chine

- ▶ Publication de l'indice flash de l'enquête PMI de mai (HSBC), le 24 mai (avril 49.3)

