



Les attentes de la semaine du 19 au 25 Mars

- Les indicateurs PMI en Zone Euro et en Chine pour le mois de mars afin de mieux cerner la conjoncture, notamment en Chine.
- Nombreux indicateurs immobiliers aux Etats-Unis, notamment la revente des maisons. Cet indicateur est généralement un bon signal avancé de la consommation des ménages (effet richesse)
- On attendra aussi les 1^{ères} inscriptions hebdomadaires aux USA pour mieux cerner le marché du travail. Cet indicateur a perdu de sa dynamique



Les points majeurs à retenir du 12 au 18 Mars

- Les indicateurs américains qui sont solides. Cela a incité Ben Bernanke à être un peu plus positif, provoquant un ajustement des taux longs, indiquant ainsi que les investisseurs imaginaient bien que la Fed remonterait ses taux d'intérêt avant la fin 2014.
- Emploi en repli au sein de la zone Euro au dernier trimestre 2011. Les enquêtes menées depuis ne laissent pas anticiper un changement de tendance.
- Inquiétude des ménages américains face à la montée du prix de l'essence.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Le pétrole, le pétrole, le pétrole. Pour l'instant l'impact est réduit mais significatif. En restant au niveau actuel, le repli du taux d'inflation sera beaucoup plus limité qu'imaginé. S'il continue sa progression, sa contribution va repartir à la hausse rapidement, tirant le taux d'inflation.
- Situation économique qui si elle persistait pourrait avoir un impact durable sur la croissance américaine. Est-ce les prémisses à une reprise plus ample ? Je n'y crois pas encore



Les thèmes abordés dans le document

- L'emploi, les salaires et les prix en zone Euro au 4^{ème} trimestre. Une situation très hétérogène.
- Evolution dramatique du PIB italien sur la 2^{nde} partie de l'année 2011.
- Hausse du chômage indemnisé au Royaume Uni.
- Graphe sur les indices Empire State et PhillyFed
- Graphe sur le taux d'utilisation des capacités aux USA. Une allure favorable
- Graphe sur les ventes de détail aux USA.

ANTICIPATIONS HEBDO

19 Mars 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 12 AU 18 MARS 2012

- ▶ Au cours de la semaine, les nouvelles en provenance des Etats-Unis ont été plutôt solides. Les signaux d'outre-Atlantique reflètent une dynamique au sein de laquelle les risques de retour en arrière sont limités. On l'observe via les enquêtes Empire State de la Fed de New-York, l'enquête de la Fed de Philadelphie ou encore les ventes de détail. On pourrait aussi rajouter l'utilisation des capacités de production qui repassent au dessus du niveau moyen du cycle 2001-2007.
- ▶ Il n'y a cependant pas de dynamique de rattrapage. Les commandes à l'industrie, via les enquêtes, sont moins vives et les ménages sont un peu plus inquiets, notamment en raison de la hausse du prix de l'essence qui se traduit par une hausse significative des attentes d'inflation. Entre février et mars, l'inflation médiane à un an est passée de 3.3 % à 4% selon l'enquête de l'Université du Michigan. Dans le passé de tels mouvements reflétaient l'impact du pétrole au risque d'engendrer un arbitrage dans la consommation. Dans la dynamique américaine, la demande est fragile et n'emballa pas l'activité à la hausse.
- ▶ En Europe, les nouvelles ont été hétérogènes. Positive avec la hausse du ZEW en Allemagne mais préoccupantes sur le marché du travail. Repli de l'emploi en zone Euro au dernier trimestre 2011 et nouvelle hausse du chômage indemnisé au Royaume Uni en février. En outre pour la zone Euro ce repli est associé à une baisse du pouvoir d'achat du salaire. Les dynamiques sont hétérogènes mais sont pénalisantes pour la demande interne. Or tant que la dynamique externe ne sera pas plus robuste, exportations moins dynamiques en raison d'une activité plus limitée en Chine, la demande interne sera la clé de la conjoncture en zone Euro.
- ▶ Le taux d'inflation est stable à 2.7 % en février en Zone Euro et aux Etats-Unis à 2.9%. Les taux sous jacents ne s'accélérent pas, il s'infléchit même un peu aux USA en raison du ralentissement des prix de l'auto. L'impact du pétrole est plus réduit qu'il y a quelques mois. Cependant, s'il reste au niveau actuel, le repli de l'inflation ne sera pas important contrairement à ce qui était anticipé. S'il continue de progresser rapidement il y aura un effet significatif sur le taux d'inflation, écornant alors un peu plus le pouvoir d'achat et pesant sur les dépenses.

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 12 AU 18 MARS 2012

- ▶ La dernière réunion de la Federal Reserve américaine a été l'occasion pour Ben Bernanke de réaffirmer le soutien de la politique monétaire à la croissance. Elle restera accommodante jusqu'à la fin 2014. Dans la gestion des politiques économiques, la Fed prend sa part en considérant que la croissance observée aujourd'hui aux Etats-Unis est insuffisante pour retrouver le plein emploi.
- ▶ La question est posée différemment par la BCE. Celle-ci maintient l'absence d'engagements préalables. Mario Draghi, comme Jean Claude Trichet avant lui, répète ce point systématiquement. La BCE ne prend pas d'engagement d'une réunion sur l'autre. Cela donne de la liberté à la banque centrale mais contraint les autres acteurs de l'économie dans la formation de leurs anticipations. Ce n'était pas grave tant que cela restait lettre morte, mais la BCE les 7 avril et 7 juillet derniers a remonté ses taux d'intérêt avant de rebrousser chemin à la fin de l'année. On ne peut donc exclure que des mouvements de politique monétaire puissent être effectivement observés. D'ailleurs, lors de sa conférence de presse, Mario Draghi a insisté sur les risques d'inflation et le biais haussier des prévisions de la BCE. Comment dès lors appréhender la dynamique européenne ?
- ▶ En outre, on peut s'interroger sur la compréhension de la crise par la BCE sauf à faire l'hypothèse que, spontanément, la croissance européenne convergera sur la tendance qui était la sienne avant 2008. Si cela était le cas, il n'y aurait pas de discussions sur la stratégie de la BCE, mais peu d'économistes aujourd'hui sont convaincus que la croissance repartira rapidement et fortement. Dès lors la BCE doit maintenir des taux d'intérêt très bas et très longtemps. Pourquoi ne pas l'affirmer comme a pu le faire la Fed et donner toutes les chances à l'Europe de retrouver une allure de croissance plus robuste. Tous les européens en profiteraient. (ces 3 paragraphes correspondent à un texte paru dans Option Finance du 19 Mars)
- ▶ Néanmoins, au cours de la semaine, les taux d'intérêt de long terme se sont sensiblement accrus, tendant vers 2 % en Zone Euro, 2.3 % aux USA et au Royaume Uni et 1.05 % au Japon. Ce mouvement reflète plusieurs facteurs. D'abord une normalisation des points morts d'inflation depuis le point bas de la fin octobre sur les anticipations de long terme (point mort d'inflation à 5 ans dans 5 ans, il y a retour vers 2.5 % qui est la moyenne de long terme aux USA), des inquiétudes sur le prix du pétrole et finalement les propos de la Fed reflétant un momentum de croissance un peu plus rapide. Cela a créé un doute sur la capacité de la Fed à maintenir ses taux d'intérêt très bas jusqu'à la fin 2014. Chacun veut croire que la Fed maintiendra encore un bon moment ses taux d'intérêt très bas mais des doutes s'amoncellent sur sa capacité à maintenir son taux d'intervention sur l'intervalle [0 – 0.25%] jusqu'en 2014.
- ▶ C'est avec ce schéma à l'esprit que les investisseurs vont analyser les données macroéconomiques américaines. Refléteront elles une hausse susceptible de challenger la Fed ou pas ? Si le doute s'installe parce que la macro est meilleure qu'attendue, les taux d'intérêt de long terme pourraient avoir passé leur point bas.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 12 AU 18 MARS 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a gagné +0.3%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a corrigé à -0.2%. Le spread s'est légèrement resserré à 321 pb (-20 pb) en raison de la détente des taux 10 ans US suite au discours de la Fed qui n'a pas indiqué de QE3.
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: real brésilien -0.5%, rand sud africain +0.15% et Livre turque -0.43%.
- ▶ En Chine, les autorités ont indiqué que les niveaux de prix de l'immobilier étaient encore élevés, continuant ainsi à enrayer la spéculation.
- ▶ En Russie, la Banque centrale a gardé ses taux inchangés à 8% indiquant qu'elle continuait à se fier sur les prévisions d'inflation afin de prendre sa décision. Les prix à la consommation ont été gelés avant les élections et devraient augmenter prochainement.
- ▶ Le Mexique a gardé ses taux inchangés à 4.5% en raison de l'amélioration de l'inflation et d'une activité économique robuste.
- ▶ Interrogation sur le budget en Inde après l'annonce d'un objectif en retrait par rapport aux engagements pris. Cela s'est traduit par des tensions significatives sur le marché obligataire. La question est de savoir si l'Inde est susceptible de tendre vers une trajectoire budgétaire soutenable à moyen terme. Pour l'instant il y a un doute de la part des investisseurs.

ANTICIPATIONS HEBDO

19 Mars 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 16 MARS 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	16/03/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3594.83	2781.68	4108.77	-2.75	13.77	3.08			
DAX	5898.35	7157.82	5072.33	7527.64	9.89	21.35	4.03			
EuroStoxx	2316.55	2608.30	1995.01	3011.25	-4.15	12.59	3.67			
FTSE	5572.28	5965.58	4944.44	6082.88	6.56	7.06	1.33	11.32	7.57	1.90
SNP 500	1257.60	1404.17	1099.23	1404.17	11.72	11.65	2.43	18.08	10.05	2.03
Nasdaq	2605.15	3055.26	2335.83	3056.37	16.75	17.28	2.24	23.40	15.59	1.84
Nikkei 225	8455.35	10129.83	8160.01	10137.73	11.39	19.80	2.02	13.30	9.01	0.41
MSCI Emerging USD	916.39	1063.34	831.22	1206.49	-3.01	16.04	0.32	2.51	14.37	-0.08
MSCI World USD	1182.60	1320.96	1074.50	1391.86	4.83	11.70	2.25	10.79	10.09	1.85

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 16 MARS 2012

	Taux d'intérêt au 16 Mars 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	0.474	0.37	2.31	0.000	0.040	0.270	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.853	0.252	1.96	-0.041	0.107	0.164	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	1.05	0.494	2.296	0.000	0.043	0.218	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.11	1.050	0.000	-0.005	0.090	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (16/03/12)	2 ans (16/03/12)	10 ans (16/03/12)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-0.38 (-0.42) [§]	0.12 (0.18) [§]	0.35 (0.24) [§]	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		0.20 (0.16) [§]	0.24 (0.21) [§]	0.34 (0.28) [§]	-0.206	-0.008	0.619				

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

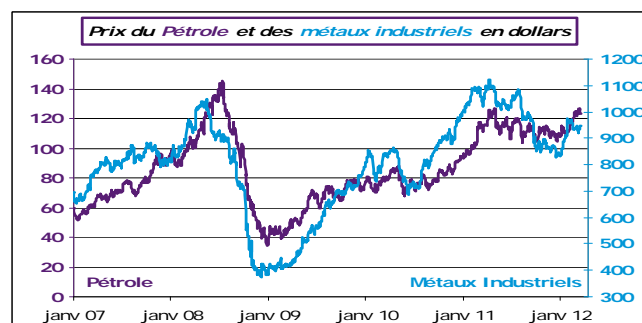
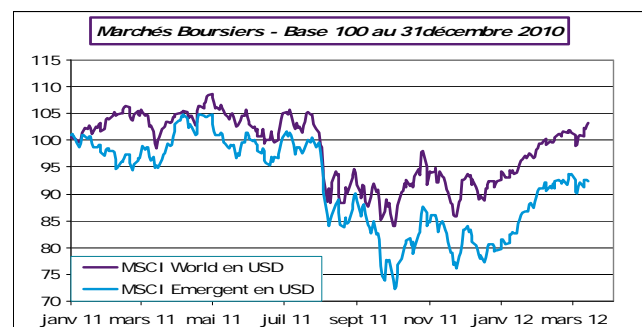
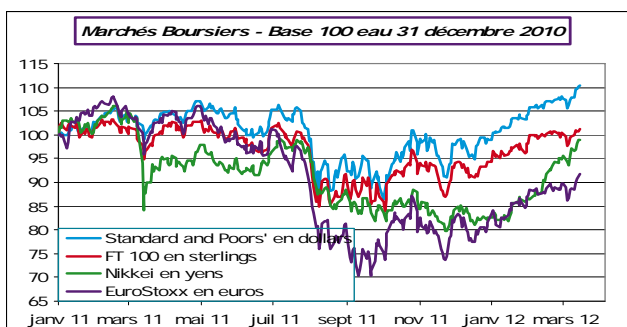
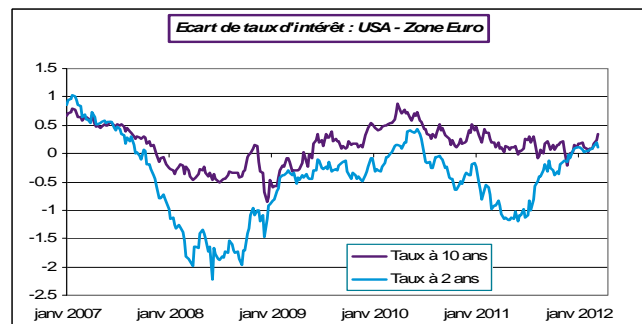
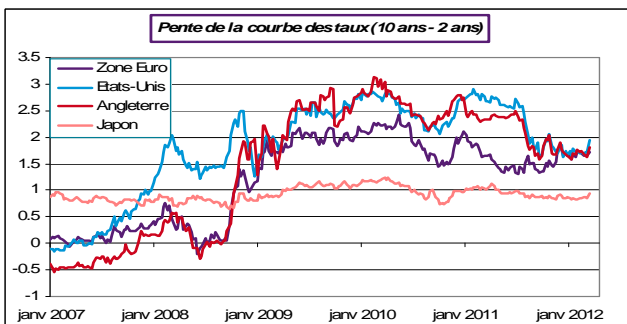
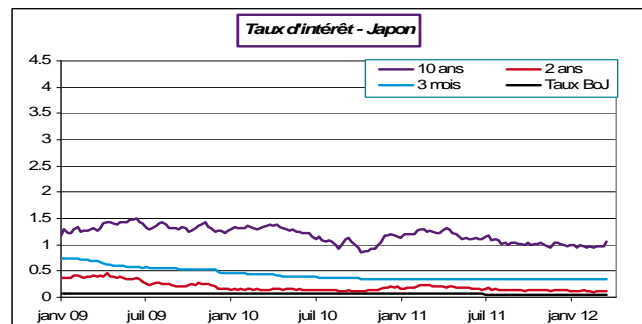
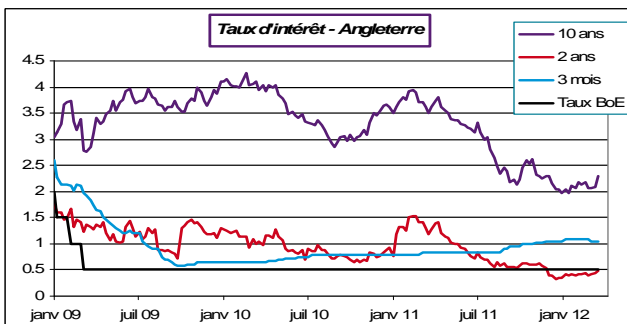
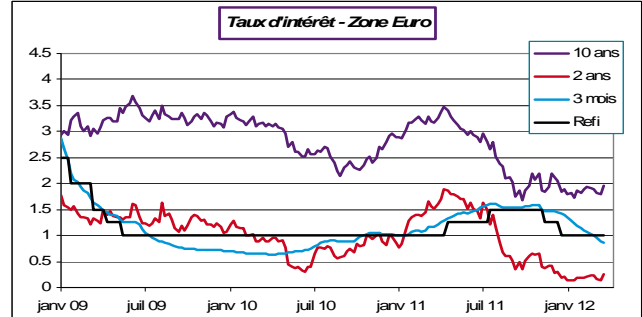
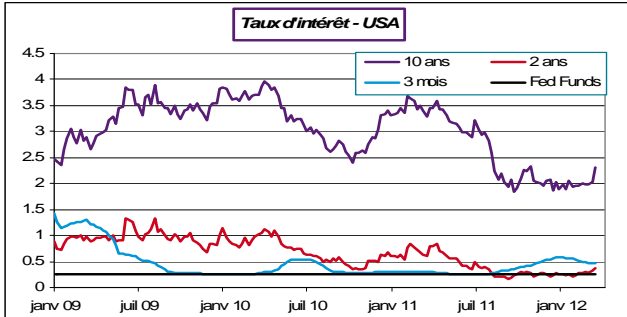
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 16 MARS 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	16/03/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.317	0.39	1.46	-5.39	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	109.767	1.59	9.90	-1.68	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.830	-0.77	-0.69	-4.36	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	83.550	2.34	7.47	3.00	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.584	0.96	1.95	-1.16	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.323	0.19	0.46	-3.78	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	123.38	-2.28	13.95	11.26
	Euro	83.41	93.67	-2.67	12.30	17.60
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1654.88	-3.22	5.10	18.18
	Euro	1212.94	1256.45	-3.60	3.59	24.91

ANTICIPATIONS HEBDO

19 Mars 2012

Indicateurs Financiers au 16 Mars 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Dynamique du marché du travail

Le graphique ci-contre donne plusieurs informations sur la dynamique à l'œuvre au sein de la zone Euro.

La première remarque est d'observer que pour l'ensemble de la zone Euro, le taux de salaire a progressé moins vite que l'inflation. Cela traduit une perte de pouvoir d'achat. Sur les pays de l'échantillon, seule l'Allemagne a un gain de pouvoir d'achat. En Italie et en Espagne, les salaires sont en hausse mais moins que l'inflation. En Irlande et au Portugal la perte de pouvoir d'achat est considérable. Le salaire nominal se replie et l'inflation est forte, notamment au Portugal.

La deuxième remarque porte sur l'emploi. Celui-ci a reculé de 0.2 % sur un an en T4. Les chiffres sont positifs en Allemagne et en France mais se replient rapidement ailleurs.

La combinaison du repli du pouvoir d'achat et de la baisse de l'emploi ne permet pas d'imaginer un rebond rapide de la demande interne en zone Euro.

Dynamique de l'Emploi

Pour le deuxième trimestre consécutif l'emploi s'est replié en zone Euro. Le recul s'est même amplifié sur les 3 derniers mois de 2011. Cela reflète le trou d'air connu par la conjoncture européenne depuis l'été.

L'hétérogénéité notée dans le graphe précédent ne doit pas gommée qu'il y a effectivement un repli de l'emploi sur l'ensemble de la zone Euro et que ce phénomène va peser sur la dynamique interne.

De plus, les signaux en provenance des entreprises ne permettent pas d'imaginer spontanément un renversement de tendance. C'est cette situation problématique, y compris sur les premiers mois de 2012, qui pose un souci sur la façon dont la conjoncture européenne va évoluer. L'absence de dynamique du marché du travail pourrait en outre être accentuée par les politiques budgétaires restrictives sur lesquelles se sont engagées les gouvernements.

Taux d'inflation en zone Euro

Le taux d'inflation a légèrement augmenté en février passant de 2.65 % en à 2.73 % en février. La décomposition par grands secteurs montre que les contributions sont relativement stables. Il n'y a pas de rupture à la baisse.

Sur le graphe j'ai mis en parallèle l'indice de l'énergie dans l'indice des prix de la zone Euro et le prix du baril de Brent en euros. Pour visualiser les prochains mois j'ai prolongé le prix du baril en le maintenant au prix de février.

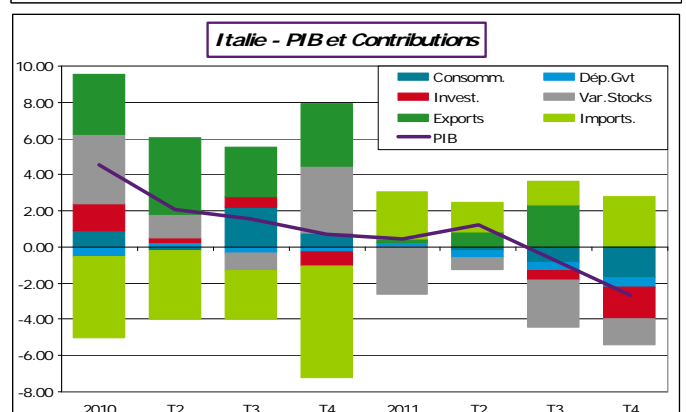
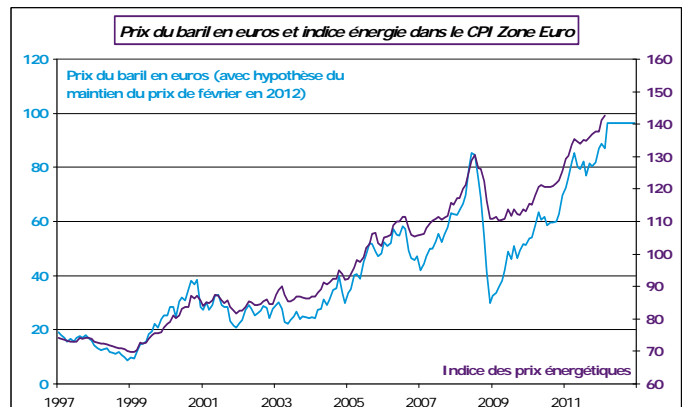
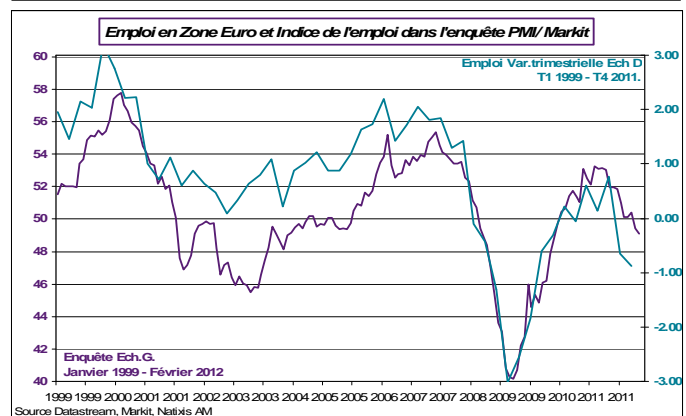
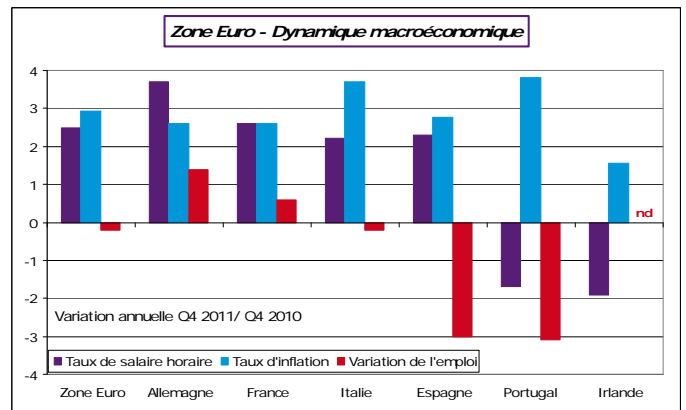
On remarque que l'indice des prix réagit très vite à la hausse. Déjà à ce niveau de prix la contribution de l'énergie s'accroît par rapport à ce qui était imaginé (prix stable entre 100 et 110 USD). S'il y a une accélération supplémentaire du prix du baril, l'impact sur l'indice des prix sera immédiat.

ECONOMIE ITALIENNE

Détail du PIB du 4^{ème} trimestre 2011

Le PIB italien s'est replié de -2.6 % en taux annuel en T4 après déjà -0.7 % en T3. Sur l'année, l'activité a augmenté en moyenne de 0.5 % contre 1.7 % en 2010. L'acquis est de -0.5 % (croissance moyenne en 2012 si le niveau d'activité restait au niveau du T4 2011 tout au long de l'année 2012).

Toutes les composantes reculent fortement au dernier trimestre. Et le chiffre n'est pas plus mauvais que parce que les importations se replient vivement. Un schéma identique avait été observé en Espagne. On comprend la nécessité de la réforme dans les 2 pays pour retrouver un profil de croissance positif à terme.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DU ROYAUME UNI

Marché de l'emploi en Février 2012

Le marché du travail reste déprimé. Cela traduit une activité médiocre outre Manche. La situation s'est même dégradée marginalement au cours du mois de février. En d'autres termes, en dépit des signaux plus positifs tirés des enquêtes auprès des entreprises, l'emploi continue de se dégrader alors que le marché du travail est très flexible.

Cela signifie que les signaux des enquêtes sont probablement temporaires et sans persistance.

La dynamique de l'emploi est médiocre également. Le niveau de l'emploi en fin d'année (le chiffre est la moyenne centrée sur décembre) est inférieur de -1.55 % par rapport au point haut d'avril 2008. Il est également en recul de -0.6 % par rapport au point haut de 2011 (avril). Le point haut de la reprise au Royaume Uni s'est situé en avril et la conjoncture se dégrade depuis.

ECONOMIE AMERICAINE

Premières enquêtes pour le mois de mars

Les premières enquêtes menées au mois de mars suggèrent que l'activité manufacturière continue de bien se tenir. Les indices des enquêtes de la Fed de New-York et celle de Philadelphie sont toujours au dessus de leur moyenne calculée depuis l'été 2001.

Cela devrait maintenir l'indice ISM sur une dynamique robuste.

Néanmoins, le détail des enquêtes montre une inflexion des nouvelles commandes. Le niveau de l'indice de celles-ci revient sur sa moyenne. Il n'y a donc pas d'accélération supplémentaire susceptible de placer plus durablement l'économie américaine sur une trajectoire de croissance forte. C'est un aspect qu'il faudra suivre avec intérêt.

Taux d'Utilisation des capacités de production

Le graphique montre l'évolution des tensions au sein de l'appareil productif américain. Pour le 3^{ème} mois consécutif le TUC est repassé au dessus de sa moyenne du cycle allant de novembre 2001 à décembre 2007. Ce n'est pas un signal de tensions excessives génératrices de hausse des prix mais d'incitation à accroître la capacité de production. C'est d'ailleurs ce qui est observé depuis le mois de mai dernier. Depuis cette date les capacités de production de l'industrie américaine augmentent à nouveau. C'est plutôt un bon signal pour l'emploi et l'activité.

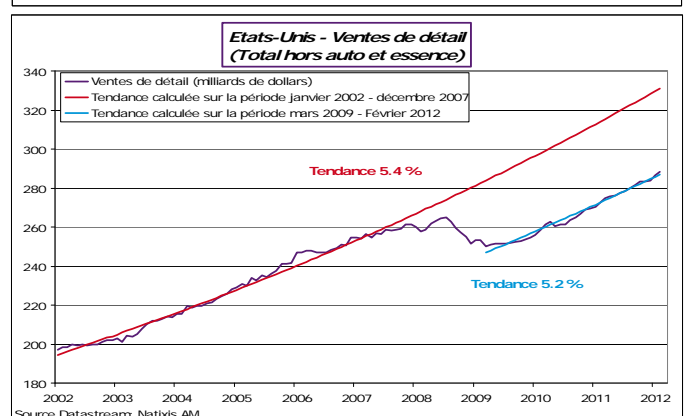
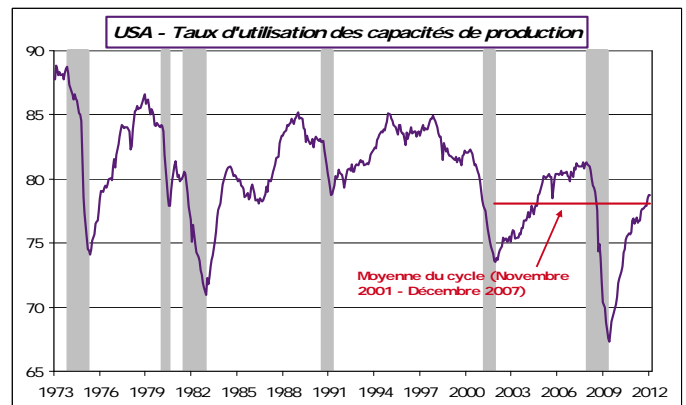
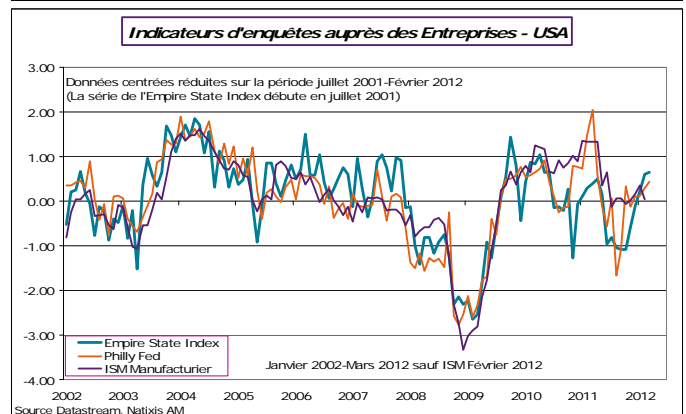
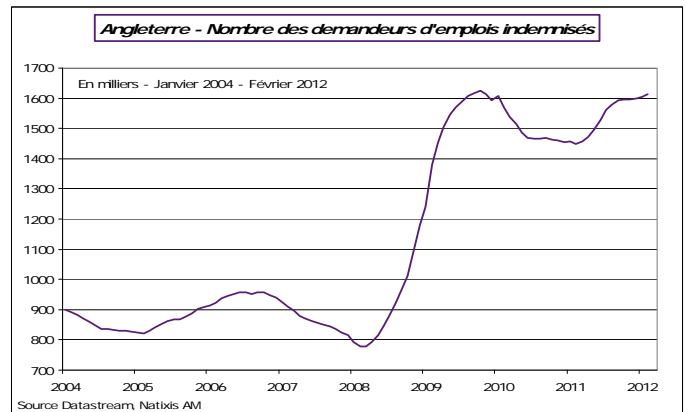
Cependant, même avec ce rattrapage la production industrielle évolue toujours sur un rythme modéré et n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant récession. Elle est toujours en retrait de -4.5 %. Ce délai est exceptionnellement long.

Ventes de détail

Les ventes de détail aux USA montrent une remarquable stabilité sur la partie hors automobile et essence. L'acquis pour le premier trimestre à la fin du mois de février est de 6.1 % en taux annualisé. C'est un chiffre nominal (en valeur). L'évolution de l'indice des prix sous jacent pour les deux premiers mois de l'année est de 1.6 % en taux annualisé. Sur l'ensemble des ventes de détail, l'acquis est de 6.7 % alors que l'évolution des prix sur le premier trimestre, à fin février, est de 2.2 %.

La dynamique globale est positive et la décomposition par grands postes de dépenses indique une progression plutôt homogène.

Le point à surveiller sera l'impact de la hausse du prix de l'essence qui a perturbé le consommateur selon l'enquête de l'Université du Michigan. Son anticipation d'inflation s'est accélérée au risque d'engendrer des arbitrages négatifs sur la consommation.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

► Intervention de M Bernanke trois fois dans la semaine.

● Il donnera deux « lectures » à l'Université George Washington, le mardi 20 et le jeudi 22. Les thèmes abordés seront les missions et les politiques de la Fed durant et depuis la crise financière de 2008

● Il tiendra le discours d'introduction d'une conférence de la Federal Reserve dont le thème est « banques centrales, avant, durant et après la crise » le vendredi 23 mars à 19h45

► Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel.

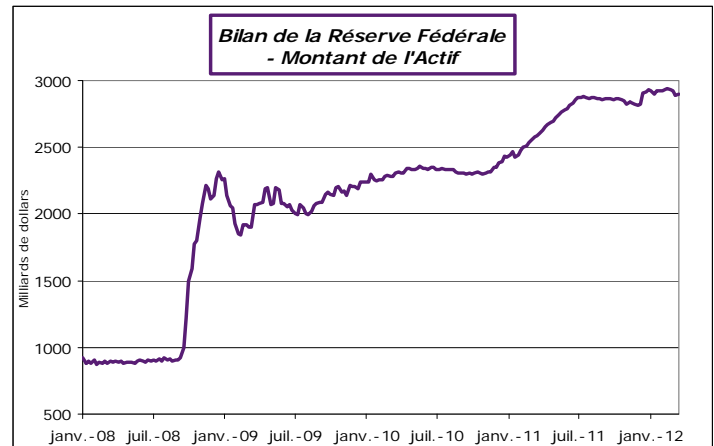
● Permis de construire de février, le mardi 20 mars à 14h30 (janvier 699, consensus 700)

● Mise en chantier du mois de février, le mardi 20 mars à 14h30 (janvier 682, consensus 686)

● Indice NAHB de mars, le lundi 19 mars à 16h (février 29, consensus 30) **[Publication 28]**

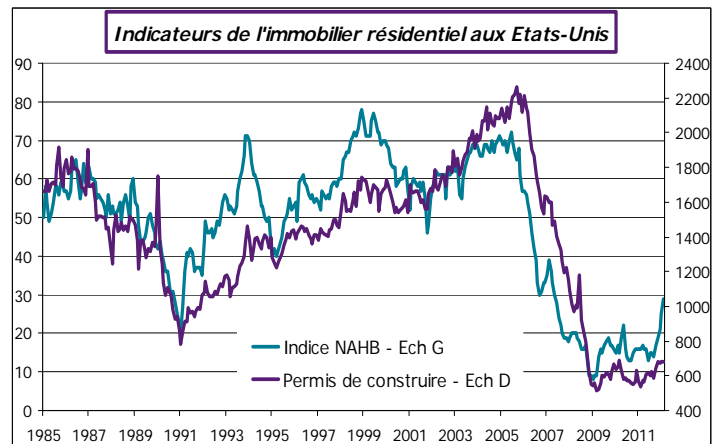
● Ventes de maisons anciennes (février), le 21 mars à 16h (janvier 4.57 m, consensus 4.6 m)

● Ventes de maisons neuves (février), le 23 mars à 16h (janvier 321 mille, consensus 325 mille)



Zone Euro

► Publication de l'indice flash de l'enquête PMI-Markit (mars) – le jeudi 22 mars à 10h (consensus 49.6 février 49.3 pour l'indice composite, consensus 49.2; février 48.8 pour l'indice des services, consensus 49; février 49.6 pour l'indice manufacturier). **Seront publiées les estimations flashs relatives à l'Allemagne (9h30) et la France (9h).** Statistiques très attendues par les marchés financiers. Elle permettra de valider le ralentissement économique de la Zone Euro au troisième trimestre.



France

► Publication de l'enquête INSEE auprès des entreprises pour le mois de mars, le vendredi 23 mars à 8h45 (février 92, consensus 93 sur le climat des affaires)

Royaume-Uni

► Parution des Minutes de la BoE – le mercredi 21 mars à 10h30.

► Parution du taux d'inflation (février) – le mardi 20 mars à 10h30 (janvier 3.6 %, consensus 3.3 %)

► Parution des ventes de détail du mois de février – le jeudi 22 mars à 10h30.

Chine

► Publication de l'indice flash de l'enquête PMI de mars (HSBC), le 21 mars (février 49.7)

