



Les attentes de la semaine du 30 Avril au 6 Mai

- La réunion de la BCE jeudi 3 mai. La conférence de presse sera forcément passionnante après les propos de Mario Draghi au Parlement Européen. La BCE a des marges pour baisser ses taux d'intérêt et indiquer, comme peut le faire la Fed, qu'elle les maintiendra bas pendant très longtemps. Ce n'est pas encore ce que j'attends mais...
- Chiffre d'enquêtes PMI et ISM tout au long de la semaine pour avoir la perception de l'environnement macroéconomique.
- Chiffre de l'emploi aux Etats-Unis vendredi 4 mai
- Ventes de détail en Zone Euro vendredi pour jauger la demande interne
- Election présidentielle en France, élections générale en Grèce et régionale en Allemagne



Les points majeurs à retenir du 23 au 29 Avril

- Croissance américaine à 2.2 % en T1 en taux annuel, tirée par la consommation. Deux questions: la consommation progresse beaucoup plus vite que le revenu des ménages Est-ce tenable? les dépenses publiques baissent depuis 6 trimestres. Est-ce tenable?
- Repli de l'activité au Royaume-Uni (-0.8 %) et en Espagne (-0.4 % Banque d'Espagne) (voir les graphes). Hausse de l'activité en Corée du Sud (+3.7 % taux annuel) sur forte demande interne
- Dégradation des indicateurs PMI/Markit en Zone Euro pour le mois d'avril. L'enquête BCE auprès des banques montre une demande de crédit en net repli (voir graphes)
- Indice PMI/Markit/HSBC en Chine marque toujours un repli de l'activité manufacturière
- Hausse des inscriptions à Pôle Emploi en France et Repli de la consommation en mars (cf graphes)



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Les propos de Mario Draghi sur la nécessité d'un pacte de croissance a surpris mercredi dernier au Parlement Européen.
- D'un seul coup le thème devient à la mode et même Angela Merkel évoque cette question comme thème du prochain sommet du mois de juin
- La dégradation de l'Espagne par l'agence Standard and Poor's reflète les perspectives médiocres de croissance et la difficulté à rééquilibrer les finances publiques, notamment locales. La question majeure sera celle de la participation des banques aux adjudications. Réponse peut être jeudi lors de la prochaine adjudication?



Les graphes dans le document

- PIB du 1^{er} trimestre aux Etats-Unis – Hausse (2.2 %) moins robuste qu'attendue
- PIB du 1^{er} trimestre au Royaume Uni – 2^{ème} trimestre de repli (-0.8 % taux annuel)
- PIB du 1^{er} trimestre en Espagne Pour la Banque d'Espagne, l'estimation est à -1.6 %
- Indice PMI/Markit/HSBC en Chine pour avril. Il reflète toujours une contraction de l'activité
- Indice PMI/Markit en Zone Euro – Contraction rapide de l'activité en Avril
- Enquête de la BCE auprès des banques- La demande de crédit des entreprises se contracte
- Déficits publics au sein de la zone Euro 2005 – 2011: -4.1 % en Zone Euro pour 2011
- Dépenses de consommation en France en Mars : Les effets marquants de l'énergie

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Avril 2012

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 23 AU 29 AVRIL 2012

- ▶ Le terme de croissance n'est plus tabou. C'est peut être cela la rupture initiée par Mario Draghi au Parlement Européen. D'un seul coup, alors que l'Espagne s'enfonce en récession, que les chiffres italiens et portugais du 1^{er} trimestre vont être dégradés, que les enquêtes menées en Europe sont médiocres, le terme reprend du sens.
- ▶ D'un seul coup comme une trainée de poudre, la mode est de parler de croissance plutôt que de rigueur. Chacun s'en empare et même Angela Merkel, dans un entretien ce week-end, a indiqué que le thème pourrait être abordé lors du sommet de la zone Euro en Juin. Elle indiquait néanmoins que les engagements budgétaires pris n'étaient pas négociables.
- ▶ Avant de discuter des articulations entre les engagements politiques et les choix économiques à faire pour que l'Europe continue de fonctionner, reprenons les problématiques de croissance pour bien en distinguer les indications que recouvre le terme de croissance.
 - La première forme du mot de croissance est celle que l'on utilise de façon conjoncturelle. C'est la hausse immédiate de l'activité au regard de la croissance potentielle. (Celle-ci est la progression de l'activité correspondant à une pleine utilisation des facteurs de production (travail et machines)). C'est dans ce cadre que les soutiens publics ont du sens car ils permettent de se rapprocher du potentiel. On comprend bien aussi que tant que l'on est éloigné du potentiel (par en dessous) les tensions sont réduites et le risque de reprise de l'inflation est limité.
 - Cependant, ce type de mesures ne va pas altérer la croissance potentielle. Celle-ci pourra être modifiée par des réformes structurelles. Elles s'observent de deux façons
 - Cela peut passer par une amélioration des conditions de fonctionnement de l'économie. C'est le cas lorsque le fonctionnement des marchés est amélioré afin de leur permettre d'être plus efficace. Cela permet de limiter les rentes de situation et de favoriser la réallocation de ressources d'un secteur à un autre pour permettre au secteur d'avenir de se développer.
 - Une autre forme structurelle porte sur l'éducation et finalement sur l'innovation qui s'intégrera dans le processus de production.
 - L'objectif de ces deux mesures est d'améliorer dans la durée l'efficacité de l'économie.
- ▶ Le PIB fluctue autour de sa tendance potentielle, les mesures conjoncturelles auront pour objet de caler l'activité sur le potentiel, améliorant ainsi les perspectives d'emploi. Les mesures structurelles auront pour objet d'améliorer, d'accroître la pente de la croissance potentielle. Dès lors pour un niveau d'activité donné les tensions sur l'économie seront plus réduites et les besoins immédiats de régulation plus limités. En d'autres termes, l'amélioration structurelle de l'économie permet de croître davantage sans que le système ne se dérègle rapidement par l'apparition de tensions. C'est pour cela que les mesures structurelles sont essentielles
- ▶ Les modèles de croissance sont bien plus complexes que cela et de nombreux paramètres sont en jeu mais cette décomposition simple permet de mettre en avant les différents aspects qui ont été avancés durant tout le week-end sur les questions de croissance et sur leur compatibilité.
- ▶ La difficulté du moment est que de nombreux pays européens souffrent d'un problème conjoncturel sur lequel il convient d'être attentif pour éviter que sous l'impulsion de politiques budgétaires restrictives cela se transforme en un problème long et durable sur l'emploi avec un risque sur la stabilité sociale
- ▶ Dans le même temps, et on le voit avec l'Espagne, il y a des interrogations sur la croissance potentielle qui apparaît très faible de l'autre côté des Pyrénées. Les mesures structurelles visant à l'amélioration des marchés de biens, de services et du travail et qui ont commencé à être adoptées en Espagne et en Italie notamment visent à accroître cette croissance potentielle.
- ▶ C'est l'articulation entre ces deux mesures qui va être importantes. Le soutien conjoncturel nécessaire parce que les enquêtes donnent des signaux préoccupants à court terme. Le soutien structurel parce que la croissance potentielle a été affectée par cette crise tant globalement que pays par pays.
- ▶ Ces mesures devront se faire dans un cadre européen. Les fragilités européennes qui ont jalonné ces dernières années ressortiraient si le cadre retrouvait une dimension trop nationale.
- ▶ A court terme, la BCE pourrait intervenir via son taux de refinancement. On ne doit pas exclure qu'elle puisse le réduire. Il serait aussi intéressant qu'elle change de mode de fonctionnement en indiquant qu'elle le laissera très bas pendant très longtemps afin de modifier la construction des anticipations et les arbitrages. Le non engagement d'une période sur l'autre est un facteur d'incertitude inutile lorsque l'enjeu est la croissance de la zone Euro.
- ▶ Ces éventuels nouveaux choix ne plaident pas pour un dérèglement budgétaire mais simplement sur l'idée qu'il n'y a pas d'urgence à réduire très vite ces déséquilibres L'enjeu est l'activité et l'emploi.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 23 AU 29 AVRIL 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a perdu -0.2%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a performé de +0.37%. Le spread est resté quasi inchangé à 353 pb.
- ▶ Le retour de l'aversion au risque a pénalisé les devises émergentes à haut rendement face au billet vert: real brésilien -0.82%, rand sud africain +0.87% et Livre turque +1.94%.
- ▶ En Chine, le PMI flash d'HSBC s'améliore légèrement en avril à 49.1 (vs 48.3), mais indique toujours une contraction de l'activité.
- ▶ En Corée, la croissance du PIB au T1 a été de 0.9% GT (vs 0.3%), soit 3.7% en rythme trimestriel annualisé (vs 1.3%). La croissance a été tirée par la demande interne, raffermie par les dépenses publiques. Cependant, l'activité reste dépendante des exportations.
- ▶ Le Mexique a gardé son taux directeur inchangé à 4.5% indiquant que les perspectives de croissance s'amélioraient.

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Avril 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 27 AVRIL 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	27/04/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3266.27	2781.68	4108.77	-20.43	3.37	2.44			
DAX	5898.35	6801.32	5072.33	7527.64	-9.02	15.31	0.76			
EuroStoxx	2316.55	2344.02	1995.01	3011.25	-22.00	1.19	1.42			
FTSE	5572.28	5777.11	4944.44	6082.88	-4.82	3.68	0.09	3.78	6.05	0.45
SNP 500	1257.60	1403.36	1099.23	1419.04	3.15	11.59	1.80	15.32	9.25	1.41
Nasdaq	2605.15	3069.20	2335.83	3122.57	6.85	17.81	2.29	19.45	15.34	1.90
Nikkei 225	8455.35	9520.89	8160.01	10255.15	-3.34	12.60	-0.42	9.42	5.43	0.62
MSCI Emerging USD	916.39	1019.50	831.22	1206.49	-15.09	11.25	-0.20	-5.08	8.92	-0.58
MSCI World USD	1182.60	1298.71	1074.50	1391.86	-6.23	9.82	1.33	4.83	7.52	0.94

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 27 AVRIL 2012

	Taux d'intérêt au 27 Avril 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	0.466	0.26	1.96	0.000	-0.030	-0.030	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.715	0.1	1.603	-0.019	-0.038	-0.020	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	1.05	0.452	2.011	0.000	-0.039	-0.073	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.11	0.900	0.000	0.005	-0.030	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (27/04/12)	2 ans (27/04/12)	10 ans (27/04/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.25 (-0.27) §	0.16 (0.15) §	0.36 (0.37) §	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.34 (0.32) §	0.35 (0.35) §	0.41 (0.46) §	-0.306	0.205	0.197				

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

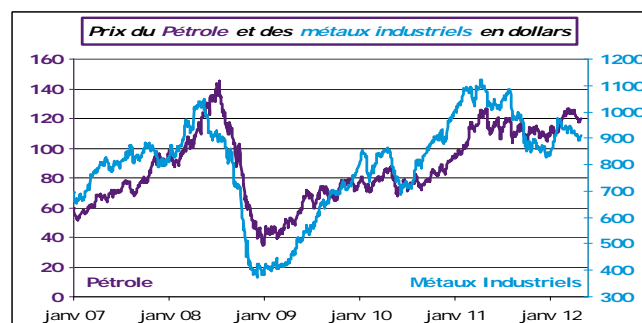
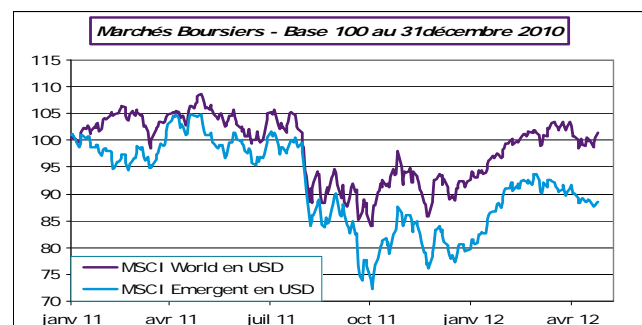
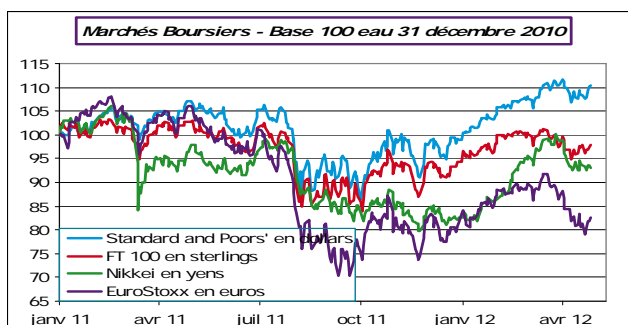
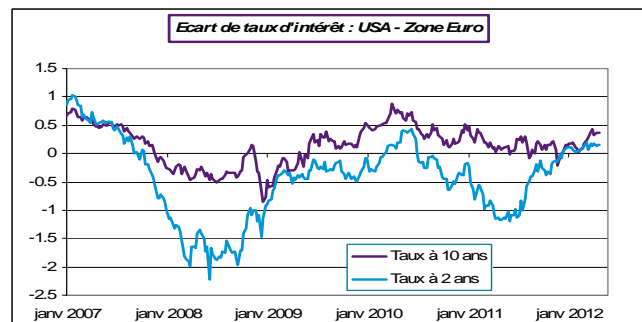
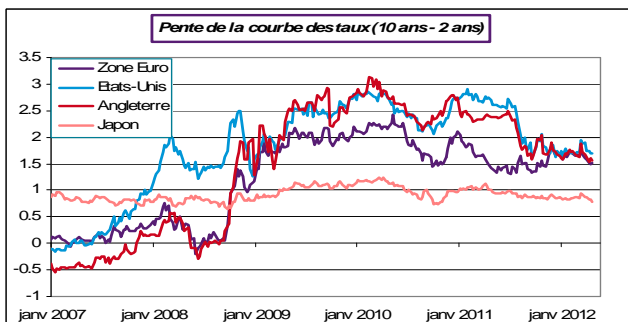
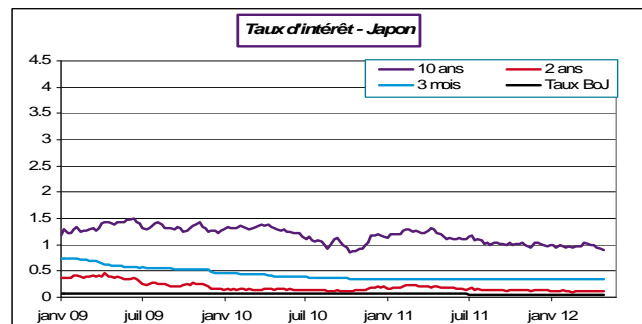
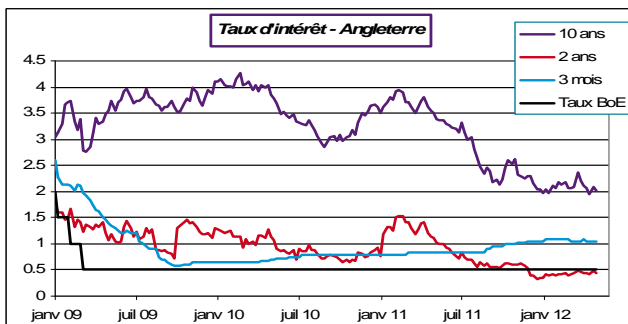
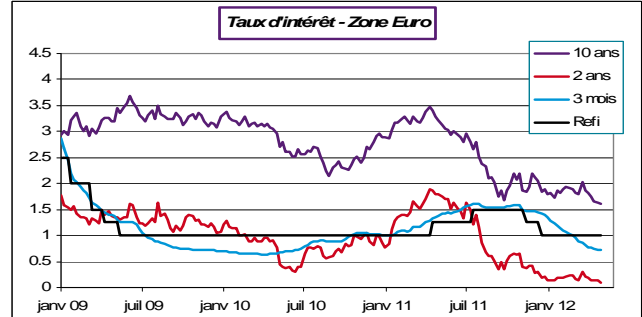
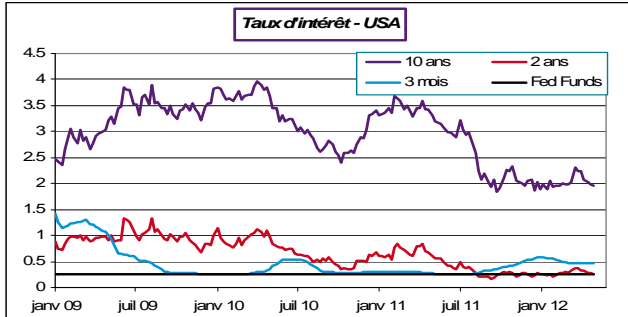
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 27 AVRIL 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	27/04/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.326	0.39	2.14	-10.55	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	106.673	-1.03	6.80	-11.66	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.815	-0.42	-2.39	-8.27	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	81.190	-0.58	4.44	-1.08	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.624	0.75	4.48	-2.46	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.310	0.02	0.25	-2.95	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	120.07	0.63	10.89	-5.14
	Euro	83.41	90.55	0.24	8.56	6.05
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1664.18	1.38	5.69	8.36
	Euro	1212.94	1255.08	0.98	3.47	21.14

ANTICIPATIONS HEBDO

30 Avril 2012

Indicateurs Financiers au 27 Avril 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMÉRICAINE

Croissance du PIB au 1er trimestre 2012

Au cours du 1er trimestre, l'activité américaine a progressé de 2.2 % (taux annualisé) après 2.95 % sur les 3 derniers mois de 2011. Sur un an elle augmente de 2.1%. L'acquis est de 1.4 %

On observe sur le graphe que c'est le consommateur qui est au cœur de la hausse de l'activité. La consommation a été le premier facteur de progression (colonne bleue) et l'investissement logement a eu une contribution significative (jaune). L'investissement des entreprises a été réduit et les dépenses de l'Etat se sont contractées pour le 6ème trimestre consécutif. Le commerce extérieur a une contribution nulle, la hausse des importations compensant celle des exportations.

La question est de savoir combien de temps la progression de la consommation pourra être beaucoup plus rapide que celle du revenu ? En T1 la consommation augmente de 2.9 % en taux annuel alors que le revenu disponible n'augmente que de 0.4% sur la même période

ECONOMIE DU ROYAUME UNI

PIB du 1er trimestre 2012

L'activité au Royaume Uni s'est contractée pour le 2^{ème} trimestre consécutif. Sur les 3 premiers mois de l'année le repli est de -0.8 % en taux annualisé contre -1.2 % sur les 3 derniers mois de 2011. Sur un an, l'évolution de l'activité est nulle.

Sur le graphique on observe bien l'absence de dynamique de la croissance. Il y a eu un rebond de l'expansion du point bas du 1^{er} trimestre de 2009 au point haut du 3^{ème} trimestre 2010. Depuis l'activité est étale.

Cela peut résulter de la politique budgétaire restrictive mise en œuvre par David Cameron après son arrivée au pouvoir le 6 mai 2010. La dynamique interne contrainte n'a pas été compensée par un environnement global qui aurait tiré spontanément les exportations à la hausse. D'où la stagnation

ECONOMIE ESPAGNOLE

PIB du 1er trimestre 2012

Le PIB espagnole s'est contracté de -1.6% en taux annualisé au premier trimestre selon la Banque d'Espagne [finalement à -1.2 % selon l'estimation de l'INE]. Cela fait suite à un repli de -1.2% en T4 2011. Sur un an l'activité est en recul de -0.5%. L'acquis, qui mesure la croissance moyenne en 2012 si le niveau du PIB en T2, T3 et T4 restait au niveau de T1, est de -0.6% Le gouvernement table sur un repli de -1.5 % sur l'ensemble de l'année

C'est cette fragilité et ses conséquences sur la dynamique conjoncturelle qui ont incité Standard and Poor's à downgradé la dette espagnole de deux crans à BBB+.

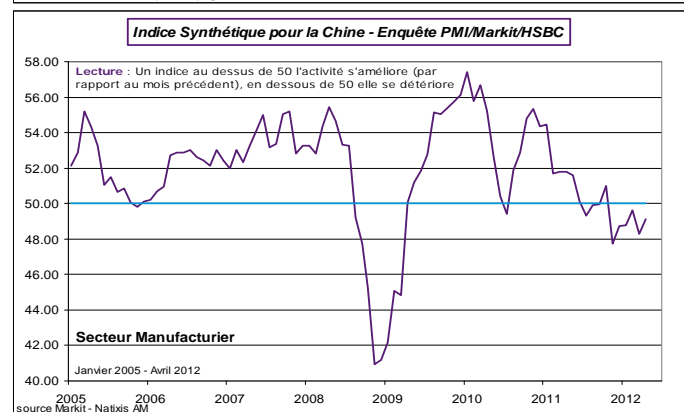
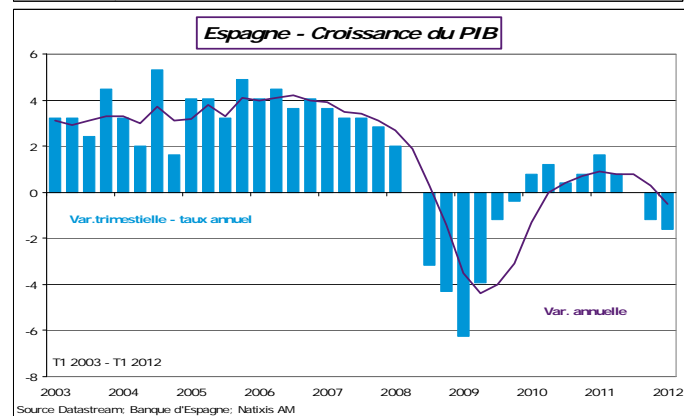
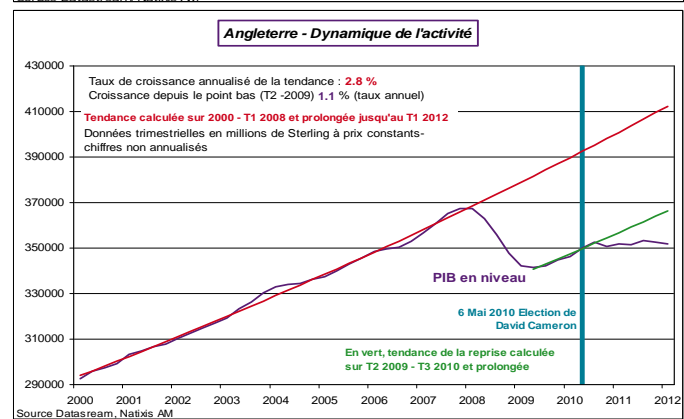
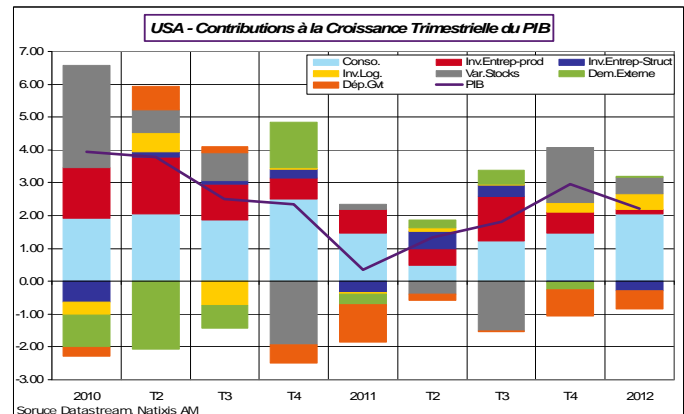
ECONOMIE CHINOISE

Indice PMI manufacturier(est.avancée)

La première estimation de cet indicateur (PMI/Markit/HSBC) traduit toujours une contraction de l'activité au mois d'avril (indice en dessous de 50).

Les composantes restent fragiles avec une dynamique réduite des nouvelles commandes (interne et à l'exportation).

Cet indicateur est en phase avec la perception que l'on a de cette économie. Pas de rupture mais pas d'accélération rapide. Cela pénalise la zone Euro car cette progression limitée de l'activité ne favorise ni les exportations allemande et française vers l'Asie, contraignant ainsi l'expansion en zone Euro



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Estimation Avancée de l'indice PMI /Markit

La première estimation de cet indicateur accentue le mouvement de repli déjà constaté en mars. La cohérence avec le profil trimestriel du PIB suggère que les chiffres de croissance pour le 1^{er} semestre seront nuls ou négatifs.

Le détail géographique montre que les indicateurs français et allemand sont sous le seuil de 50. Pour les autres pays de la zone dont on ne dispose pas du détail, on est, en calculant par solde, sur des indicateurs qui se retournent à la baisse également. Ce n'est pas une configuration très favorable, notamment en Italie et surtout en Espagne après sa dégradation.

Enquête de la BCE auprès des banques

L'enquête de la BCE nous renseigne sur l'évolution des conditions de crédit faites par les banques. Après une très forte progression en Janvier, ces conditions se sont nettement détendues en Avril. Les banques ont bénéficié notamment des opérations d'apport de liquidités de la BCE.

Cependant, dans cette enquête on relève aussi que la demande de crédits baisse rapidement notamment et principalement du coté des entreprises. Le détail montre aussi que les entreprises ne souhaitent pas investir ni se développer via des fusions et acquisitions. C'est clairement le message du graphe de droite. En outre, à court terme, les besoins de financement ne sont pas très robustes (2^{ème} colonne) validant ainsi le schéma de l'enquête PMI sur l'activité limitée constatée en ce moment.

Ces facteurs ont pu être un élément qui a influencé Mario Draghi lorsqu'au Parlement Européen il a évoqué un pacte de croissance. Les fragilités constatées sont préoccupantes. La BCE pourrait intervenir en réduisant ses taux d'intérêt et en indiquant, un peu comme le fait la Fed au Etats-Unis, qu'elle les conservera très bas pendant très longtemps afin d'infléchir les anticipations de tous les acteurs de l'économie dans la durée.

Evolution des Finances Publiques

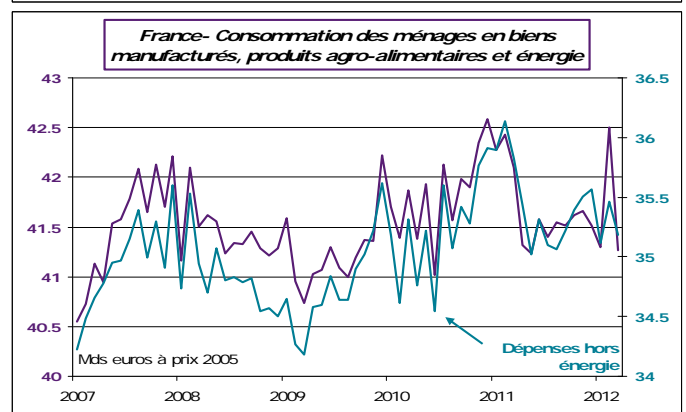
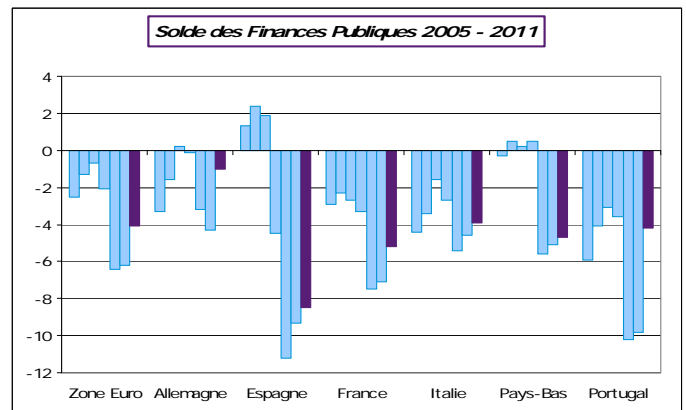
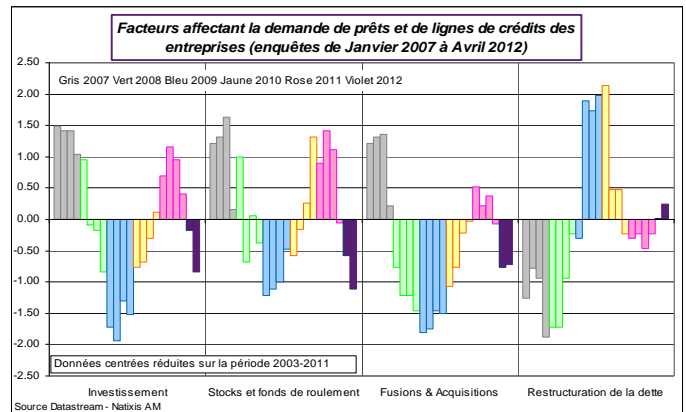
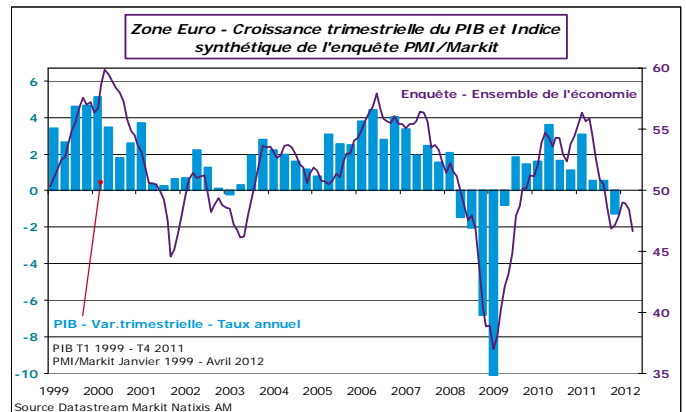
Eurostat a donné les chiffres relatifs aux finances publiques de la zone Euro jusqu'en 2011. Le graphique de droite reprend les données de solde budgétaire depuis 2005 dans les principaux pays. Pour l'ensemble de la zone, le déficit est de 4.1 % du PIB en retrait de 2 points par rapport au chiffre de 6.2 % constaté en 2010. On note aussi une grande hétérogénéité entre l'Allemagne et l'Espagne mais aussi que les 4 autres pays cités dans le graphe se situent entre 4 et 5.5 % de déficit (5.2 % pour la France). Le problème avec ces chiffres est qu'ils sont associés à une dynamique de croissance très limitée. Dès lors tout effort supplémentaire est susceptible de fragiliser un peu plus l'expansion et retarder ainsi le rééquilibrage. C'est ce qui est arrivé à l'Espagne. Evitons dès lors un schéma trop rigoriste.

ECONOMIE FRANCAISE

Dépenses de consommation des ménages

Les dépenses des ménages ont reculé de façon significative en mars à -2.9 % corrigeant la hausse équivalente de février. On observe d'ailleurs que c'est le poste "énergie" qui avait augmenté très rapidement en février en raison des conditions climatiques. En mars la situation est revenue dans les normes et les ménages ont ajusté leurs dépenses.

L'ensemble de la consommation progresse de 0.2 % sur le trimestre après 0.3 % en T4 2011. Hors énergie les dépenses des ménages ont reculé de -0.44% après une progression de 0.9% en T4. Le graphe suggère une hausse limitée en tendance des dépenses de consommation (échelle réduite)



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

► Publications de quatre indicateurs d'activité

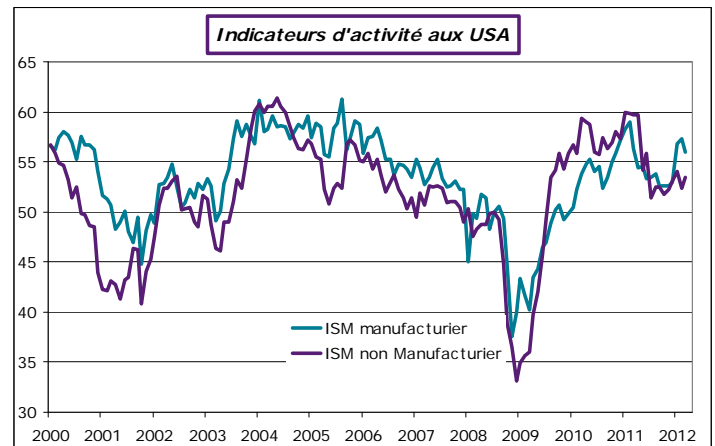
- **Indice ISM manufacturier (avril), le premier mai à 16h** (mars 53.4, consensus 53)
- **Indice ISM non manufacturier (avril), le jeudi 3 mai à 16h** (mars 56, consensus 55.5)
- **Statistiques sur le marché du travail (avril), le 4 mai à 14h30** Taux de chômage (mars 8.2 %, consensus 8.2 %) ; Création d'emplois (mars 120 mille, consensus 165 mille)
- **Indice PMI Chicago (avril), le lundi 30 avril à 15h45** (mars 62.2, consensus 60.5)

► Parution de la productivité et des coûts salariaux unitaires pour T1 2012 (1^{ère} estim.), le 3 mai à 14h30 (T4 2011 0.9 %, consensus -0.5 % pour la productivité ; T4 2011 2.8 %, consensus 2.7 % coûts unitaires du travail)

► Publication d'indicateurs relatifs aux ménages

- **Revenu des ménages (mars), le 30 avril à 14h30** (février 0.2 % en variation mensuelle, consensus 0.3 %)
- **Consommation des ménages (mars), le 30 avril à 14h30** (février 0.8 % en var. mensuelle, consensus 0.4 %)

► Parution du taux d'inflation total et sous-jacent PCE de mars, le lundi 30 avril à 14h30 (février 1.9 %, consensus 2 % pour l'indice sous-jacent et février 2.3 %, consensus 2.2 % pour l'indice total)



Zone Euro

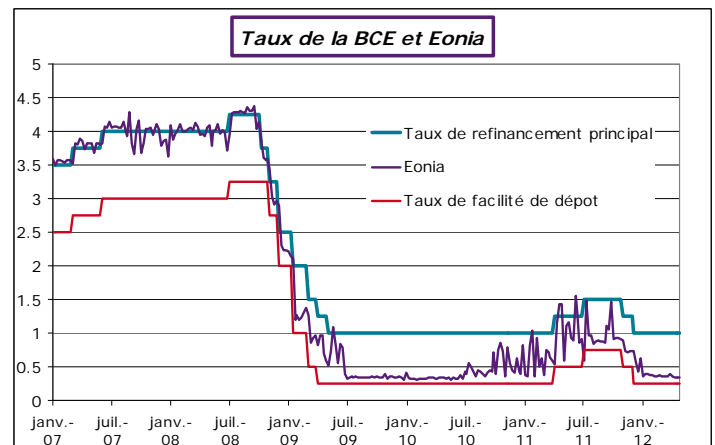
► Publications de deux indicateurs d'activité

- **Enquêtes PMI-Markit dans le secteur manufacturier d'avril – le 2 mai à 10h. Le chiffre préliminaire était de 46** (mars 47.7, consensus 46). Seront publiées le même jour, les PMI manufacturiers relatifs aux pays de la zone euro
- **Enquêtes PMI-Markit dans le secteur des services d'avril – le 4 mai à 10h. Le chiffre préliminaire était de 47.9** (mars 49.2, consensus 47.9). Seront publiées le même jour, les PMI services relatifs aux pays de la zone euro.

► Parution du taux d'inflation (Flash) d'avril, le 30 avril à 11h (mars 2.7 %; consensus 2.5 %) [**Publication 2.6 %**]

► Publication des ventes de détail (mars), le 4 mai à 11h (février 0% en variation mensuelle, consensus 0 %)

► Réunion de la BCE – décision le jeudi 3 mai à 13h45 (consensus 1 %).



Allemagne

► Parution de statistiques sur le marché du travail (avril), le 2 mai à 9h55. Taux de chômage (mars 6.7%, consensus 6.7%) Evolution du chômage (mars -18 mille, consensus -10 mille).

Chine

► Parution de l'indice PMI manufacturier du mois d'avril (indice officiel), le premier mai (mars 53.6)

