

# ANTICIPATIONS HEBDO

4 Juin 2012

Direction de la Recherche Economique

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



## Les attentes de la semaine du 4 au 10 juin

- Réunion des banques centrales en zone Euro et au Royaume Uni. Au regard de la conjoncture dégradée et de la baisse du prix du pétrole le propos de Mario Draghi sera intéressante. Sera-ce l'occasion d'un changement de stratégie monétaire ? La Banque d'Angleterre est elle prête à bouger ? La conjoncture anglaise le justifierait.
- Les enquêtes PMI/Markit et ISM pour le secteur des services
- Commandes à l'industrie en Allemagne et production industrielle (avril)
- Taux de chômage en France pour le 1<sup>er</sup> trimestre
- Beige book de la Fed dans l'attente de sa réunion des 19 et 20 juin.



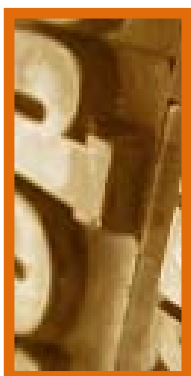
## Les points majeurs à retenir du 28 Mai au 3 Juin

- Dégradation rapide des enquêtes d'activité menées en Europe. Celles de Markit pour le secteur manufacturier sont en repli significatif sur les 2 premiers mois du 2<sup>ème</sup> trimestre. Les signaux sont du même type pour l'enquête de la Commission Européenne.
- La situation du secteur manufacturier est particulièrement dramatique au Royaume Uni. La récession déjà perçue dans les chiffres du PIB menace de s'accroître rapidement
- L'ISM américain est en revanche resté robuste notamment grâce à des commandes élevées.
- Les indices chinois du secteur manufacturier donnent encore des signaux de ralentissement
- La consommation des ménages français ralentit si l'on exclut l'énergie. Les ménages dépensent moins modulo celles liées au chauffage et donc à l'énergie. Cela traduit une situation préoccupante.



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

- La chute des créations d'emplois aux Etats-Unis et le repli des enquêtes sur l'activité en Chine et en zone Euro ont pesé fortement sur le prix du pétrole qui est passé en fin de semaine sous le seuil des 100 dollars (référence Brent) Cela aura un effet à la baisse du taux d'inflation.
- Au regard des enquêtes la zone Euro est en récession. Avec le reflux attendu de l'inflation la BCE devrait être incitée à adopter une stratégie monétaire encore plus accommodante. On ne peut pas exclure qu'elle se fixe un objectif plus bas qui passerait par une baisse de 0.25% dès la réunion de juin ou au plus tard en juillet.
- La question bancaire va rester au cœur des problématiques européennes. Cela passera probablement par la mise en place de règles européennes de fonctionnement du système pour éviter le lien trop fort avec les gouvernements locaux devenus fragiles



## Les graphes dans le document

- Prod. industrielle, commerce mondial et indice PMI/Markit du secteur manufacturier en mai
- Les indices PMI/Markit et ISM pour le mois de mai
- Les indices PMI/Markit pour la zone Euro en mai
- Les indices PMI/Markit pour l'Asie en mai
- Le ratio "Nouvelles Commandes sur Stocks" de l'enquête ISM et l'évolution du PIB aux USA
- Les créations d'emplois aux USA Une comparaison 2010, 2011 et 2012
- La progression annuelle du salaire de référence aux USA
- Le taux de chômage en zone Euro. Il est au plus haut historique.

# ANTICIPATIONS HEBDO

4 Juin 2012

## Direction de la Recherche Economique

### CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 21 AU 27 MAI 2012

- ▶ La dynamique globale change. L'illustration la plus immédiate et la plus directe pour le percevoir est la chute du prix du baril de pétrole en dessous de 100 dollars sur l'annonce des chiffres de l'emploi américain.
- ▶ L'allure du prix de l'or noir traduit le changement radical des anticipations des investisseurs quant à l'évolution à venir de la croissance globale. Ils n'attendent plus de reprise rapide de l'activité susceptible d'engendrer des tensions sur l'appareil productif et de créer une demande forte de pétrole.
- ▶ La faible hausse de l'emploi associée à une progression réduite du salaire de référence (+1.39 % sur un an, la plus faible hausse depuis le début des relevés en 1965) se traduit par une hausse réduite du pouvoir d'achat de l'ensemble des américains. Le chiffre de l'emploi reflète notamment la stabilité des emplois dans le secteur des services aux entreprises. Généralement c'est un secteur dynamique pendant la reprise. La stabilité observée en mai peut traduire un changement de tendance.
- ▶ Cette dynamique réduite sur le marché du travail pourrait inciter la Fed à prolonger ses opérations non orthodoxes de politique monétaire afin de maintenir une structure des taux d'intérêt très bas pendant très longtemps. Le propos de Ben Bernanke devant le Joint Economic Committee du Sénat sera très attendu pour donner un éclairage sur cette question.
- ▶ Au-delà de l'emploi américain, les chiffres sur l'activité en Asie et en Chine en particulier n'ont pas milité pour la perception d'une demande globale qui changerait rapidement d'allure. Les enquêtes PMI/Markit en Asie suggèrent une progression réduite de l'activité sans effet d'emballement sur l'activité globale. Cela est très pénalisant pour les européens dont la structure d'exportation, hors échanges intra-européens, sont très dépendant désormais de cette région.
- ▶ L'autre élément marquant, qui explique aussi le changement d'anticipations des investisseurs, est l'inflexion supplémentaire constatée dans les enquêtes d'activité en zone Euro. Toutes montrent, en mai, que les chefs d'entreprise sont plus inquiets. Deux facteurs explicatifs de ce repli: 1 - L'activité mesurée dans les BRIC ou aux Etats-Unis est un peu moins vive; 2 - le renforcement des incertitudes institutionnelles notamment sur la Grèce et l'Espagne.
- ▶ Le repli rapide des commandes adressées aux entreprises et le maintien d'une forte incertitude institutionnelle se traduiront par une dynamique médiocre de l'activité au cours de l'été.
- ▶ Ce coup d'arrêt sur la croissance se traduit actuellement par un taux de chômage record au sein de la zone Euro. Il s'est inscrit à 11 % en avril et au regard des perspectives retracées par les différentes enquêtes il va continuer de progresser. C'est pour cette raison que les européens doivent réfléchir davantage aux questions liées à la croissance. Le risque aujourd'hui est de retrouver un équilibre sur un niveau d'emploi plus faible et donc un revenu durablement réduit.
- ▶ Le Royaume-Uni est très largement pénalisé par cette situation. Sa stratégie interne est dégradée par une politique d'austérité trop marquée et ses débouchés à l'exportation sont pénalisés par le repli de l'activité sur le continent européen. Cela pourrait inciter la Banque d'Angleterre à mettre en œuvre une stratégie plus agressive.
- ▶ Outre ces questions liées à la croissance, le risque financier est resté fort au cours de la semaine après la mise en avant des besoins de recapitalisation de Bankia en Espagne et finalement l'acceptation probable par le gouvernement espagnol d'une aide externe à l'Espagne, probablement l'EFSF.
- ▶ Ce double type de risque s'est traduit par une accentuation de l'aversion au risque. La chute des taux longs en Allemagne, aux Etats-Unis mais aussi en France et le repli massif des taux des obligations à 2 ans en Allemagne et en Suisse s'expliquent comme cela.
- ▶ Mario Draghi a évoqué la possibilité d'une Union Bancaire en Europe. L'idée est que le développement des banques a été trop important et selon des règles pas toujours homogènes. Cela ne satisfait pas à l'objectif de stabilité financière pour la zone Euro et pose un problème éventuel d'aide des Etats à leur secteur bancaire (sur ce point voir mon papier sur Atlantico.fr (<http://bit.ly/MbFzJnH>))

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

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a perdu -0.9%.
- ▶ Sur les marchés obligataires, l'indice EMBIG a perdu -0.1%. Le spread s'est élargi à 429 pb (+18 pb, en raison de hausse du taux dix ans US).
- ▶ Le retour de l'aversion au risque a pénalisé les devises émergentes à haut rendement face au billet vert: real brésilien -2.4%, rand sud africain -2.66% et livre turque -1.1%.
- ▶ En Chine, les enquêtes PMI du secteur manufacturier (officiel et Markit) indiquent une modération de l'activité économique. La Chine a annoncé des mesures pour soutenir l'investissement en infrastructures (routes, eau, etc..) et la consommation.
- ▶ La Chine a créé un contrat futur sur le pétrole libellé à la fois en RMB et USD. Fin de l'hégémonie du dollar sur la facture pétrolière ????
- ▶ A Taiwan, la croissance du PIB au T1 2012 a été de 0.7% GT cvs (vs -0.53%). Sur un an, la progression de l'activité n'est que de 0.2%. L'acquis à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre pour 2012 n'est que de 0.2%.
- ▶ Au Brésil, la croissance du PIB au T1 a été de 0.2% GT (vs 0.2% révisés le mois précédent). Sur un an, l'activité n'augmente que de 0.7% et l'acquis n'est que de 0.4%
- ▶ Le comité de politique monétaire de la Banque du Brésil a baissé le taux Selic de -50 pb à 8.5% afin de soutenir l'activité. Il est désormais en position neutre.
- ▶ La Turquie a gardé ses taux inchangés, (repo à 5.75%), afin de contenir l'inflation et soutenir sa devise, mais a également indiqué la hausse graduelle du taux de réserves en devises étrangères (dépôt auprès de la banque centrale. Cela permettrait à la banque centrale d'intervenir en cas de volatilité excessive de sa devise..

# ANTICIPATIONS HEBDO

4 Juin 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 1<sup>ER</sup> JUIN 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	01/06/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	2950.47	2781.68	4007.35	-24.15	-6.63	-3.20			
<b>DAX</b>	5898.35	6050.29	5072.33	7471.44	-14.47	2.58	-4.57			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2068.66	1995.01	2875.67	-25.66	-10.70	-4.31			
<b>FTSE</b>	5572.28	5260.19	4944.44	6054.55	-10.05	-5.60	-1.71	-1.36	-2.19	-2.43
<b>SNP 500</b>	1257.60	1278.04	1099.23	1419.04	-2.66	1.63	-3.02	13.70	6.71	-1.85
<b>Nasdaq</b>	2605.15	2747.48	2335.83	3122.57	-0.93	5.46	-3.17	15.72	10.74	-2.00
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	8440.25	8160.01	10255.15	-11.67	-0.18	-1.63	6.84	3.23	1.44
<b>MSCI Emerging</b>	916.39	893.86	831.22	1169.50	-22.87	-2.46	-0.92	-9.91	2.42	0.28
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1152.97	1074.50	1352.39	-13.01	-2.51	-2.99	1.61	2.37	-1.82

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 1<sup>ER</sup> JUIN 2012

	Taux d'intérêt au 1 <sup>er</sup> Juin 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	0.468	0.25	1.47	0.001	-0.050	-0.280	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	1.00	0.665	-0.001	1.148	-0.010	-0.029	-0.149	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	1	0.279	1.486	0.000	0.029	-0.189	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.336	0.1	0.820	0.000	0.000	-0.060	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (01/06/12)</b>	<b>2 ans (01/06/12)</b>	<b>10 ans (01/06/12)</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>		-0.20 (-0.20) <sup>§</sup>	0.25 (0.27) <sup>§</sup>	0.32 (0.45) <sup>§</sup>		-0.775	0.116	0.106			
<b>UK – Zone Euro</b>		0.34 (0.33) <sup>§</sup>	0.28 (0.22) <sup>§</sup>	0.34 (0.38) <sup>§</sup>		-0.306	0.205	0.197			

\* Le taux à 3 mois est le taux interbancaire, <sup>§</sup> semaine précédente

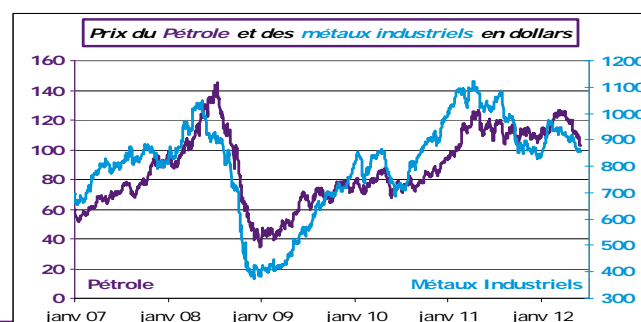
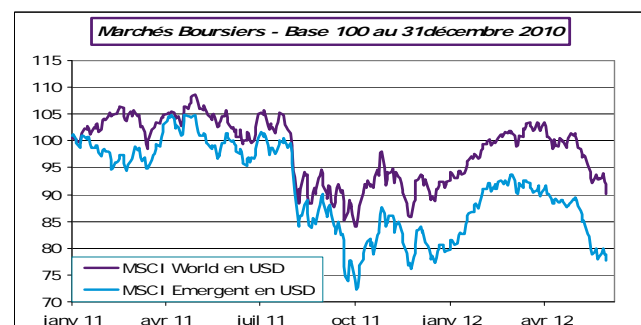
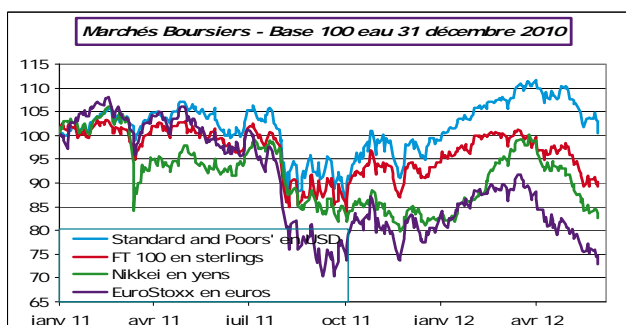
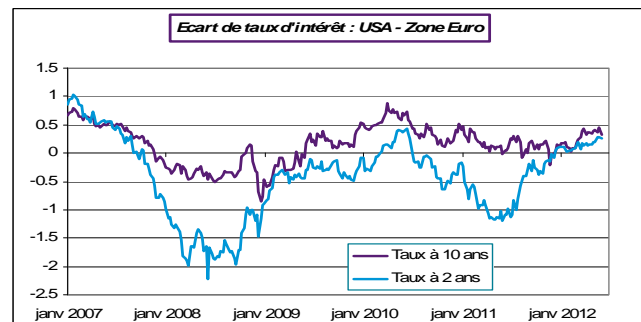
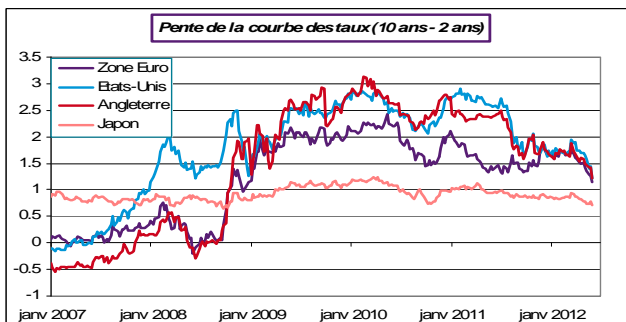
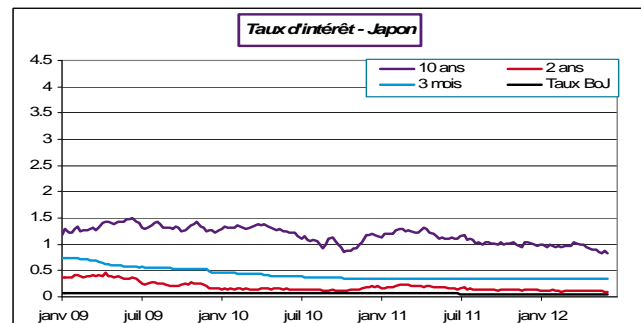
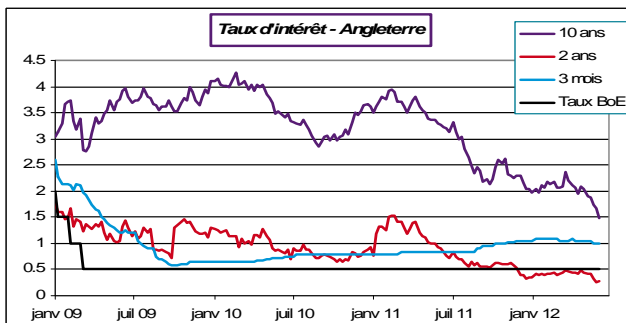
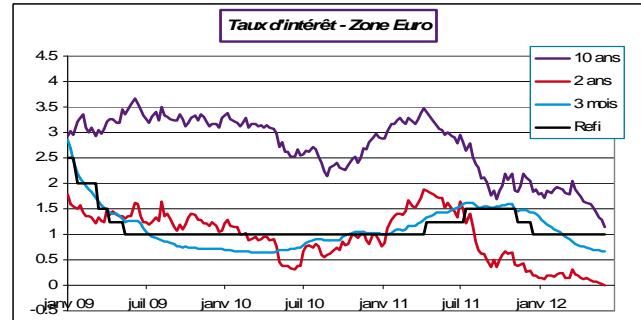
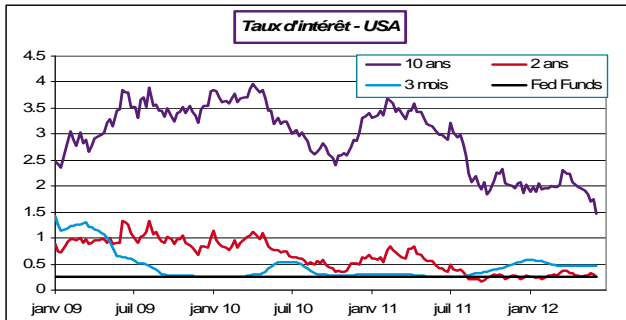
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 1<sup>ER</sup> JUIN 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	01/06/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.236	-1.19	-4.76	-14.38	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	96.580	-3.03	-3.30	-17.32	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.805	0.59	-3.63	-8.83	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	78.690	-1.26	1.22	-2.97	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.534	-1.92	-1.32	-6.11	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.370	0.40	1.20	-1.76	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	98.36	-9.09	-9.16	-14.54
	<b>Euro</b>	83.41	79.56	-7.99	-4.62	0.70
<b>Prix de l'Once d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1611.34	2.88	2.34	4.75
	<b>Euro</b>	1212.94	1303.39	4.12	7.46	23.42

# ANTICIPATIONS HEBDO

4 Juin 2012

## Indicateurs Financiers au 1<sup>er</sup> Juin 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE GLOBALE

#### Enquête PMI/Markit du mois de mai

L'indice mondial pour le secteur manufacturier reflète un ralentissement de l'activité au mois de mai. Il s'inscrit à 50,6 contre 51,4 enregistré en Avril.

L'activité industrielle et les échanges devraient rester plutôt volatils comme on peut l'observer depuis un an sur le graphique. Après le rebond du premier trimestre consécutif au repli des derniers mois de 2011 l'indice PMI/Markit suggère que la croissance de la production et des échanges va ralentir.

Dans le détail l'indice de la production s'est infléchi restant néanmoins au dessus du seuil de 50. L'indice des nouvelles commandes est stable un peu au-dessus de 51. Le scénario n'est pas celui d'une rupture mais plutôt un manque d'accélération de l'activité et d'effets d'entrainements entre les zones géographiques.

#### Enquêtes PMI/Markit et ISM du mois de mai

Le graphe ci contre retrace la décomposition géographique de l'indice mondial dans le secteur manufacturier. Le premier point à souligner est la rupture très profonde constatée au Royaume Uni. Le rebond du 1<sup>er</sup> trimestre ne s'est pas maintenu et le mois de mai indique un vrai changement de tendance. Nous l'avions souligné la semaine dernière avec l'indice de l'enquête CBI. L'indice de la zone Euro continue de chuter revenant sur les niveaux de sortie de récession de 2009. L'ISM américain s'infléchit mais sans rupture trop marquée. La hausse de la production en avril n'était pas tenable.

L'indice BRIC est un peu au dessus de 50, grâce notamment à l'Inde et à la Russie. Les indices chinois et brésilien se replient. Néanmoins les nouvelles commandes restent faibles pour l'ensemble BRIC. Cela ne crée pas le renouveau souhaité.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Enquêtes PMI/Markit du moi de mai

L'indice synthétique de l'enquête PMI/Markit pour le secteur manufacturier est ressorti à 45,1. L'indicateur est en net recul par rapport à la moyenne du premier trimestre qui s'établissait à 48,5. C'est le 10<sup>ème</sup> mois de repli de cet indicateur

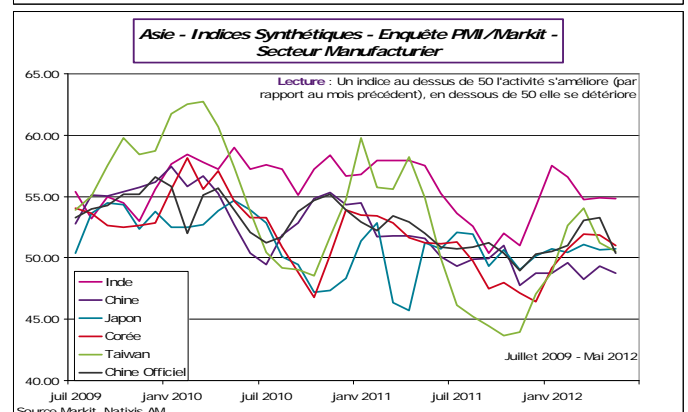
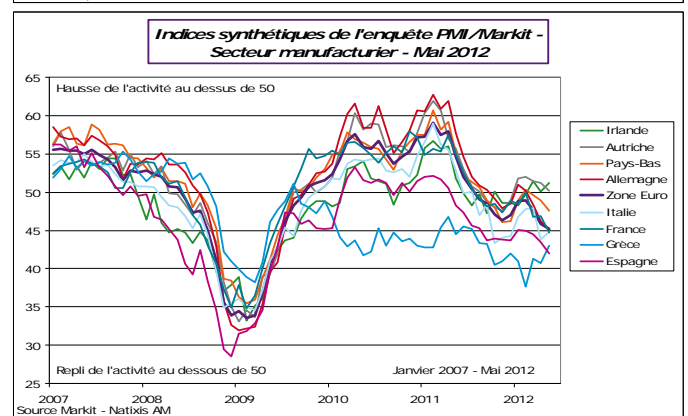
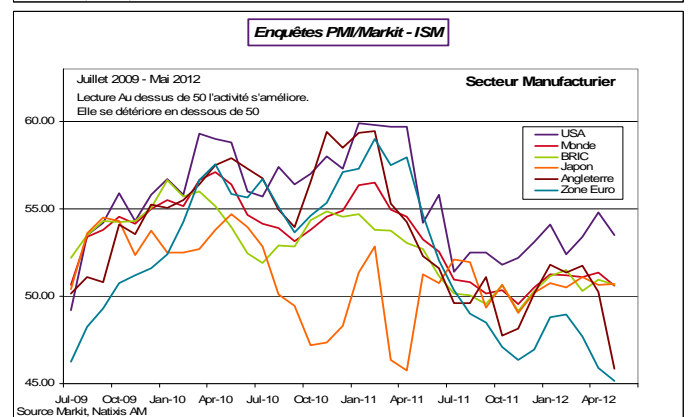
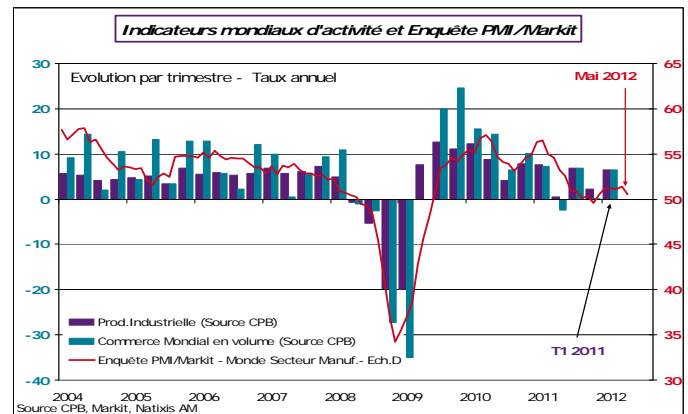
Seule l'économie irlandaise est sur une dynamique positive en raison d'une amélioration de ses exportations. Cela irrigue l'ensemble de l'activité et notamment l'emploi. La situation se dégrade pour les 4 grands pays, Allemagne, France, Italie et Espagne. Les indicateurs de commandes sont très bas suggérant une probable contraction supplémentaire de la production industrielle au cours des prochains mois.

On notera aussi le cas de l'Espagne dont l'indice est désormais plus réduit que celui de la Grèce. Son activité s'y contracte plus rapidement qu'en Grèce.

### ECONOMIE DE L'ASIE

#### Enquêtes PMI/Markit du moi de mai

En Chine deux indices mesurent l'activité manufacturière. L'indice officiel et l'indice privé PMI/Markit/HSBC. Le premier ralentit de façon significative en mai, revenant sur le seuil de 50. L'indice privé reste au dessous de 50 pour le 7<sup>ème</sup> mois consécutif. L'activité chinoise est réduite et ne crée pas d'impulsion sur la zone Asie. On observe sur le graphe que les indices coréen, taiwanais et japonais ne présentent pas de profil d'accélération de leur activité. Les nouvelles commandes y progressent à un rythme modéré. Idem pour la dynamique à l'exportation. L'Asie n'est plus aussi dynamique et n'engendre pas une hausse rapide de l'activité globale.



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Indice ISM du secteur manufacturier de mai

L'indice synthétique est en repli par rapport au point haut constaté en avril. L'ajustement s'est opéré principalement sur la production qui progressait à un rythme trop rapide en avril. Il s'agit simplement d'un ajustement, pas d'une rupture. L'emploi, les délais de livraison et les stocks contribuent aussi à la baisse de l'indice ISM.

Cette absence de rupture est aussi validée par l'accélération significative des nouvelles commandes. L'indice progresse rapidement et est au plus haut depuis un an.

On peut en mesurer l'impact via le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks qui progresse à un rythme rapide en mai. Au regard du graphique c'est généralement un bon signal pour l'activité. Cette vigueur compensera la dynamique réduite de la consommation des ménages qui ne progresse que de 0.2 % en avril.

#### Evolution de l'emploi en mai

L'emploi s'est nettement infléchi en avril et mai de cette année. Le chiffre de mai de 69 000 succède à celui de 77 000 d'avril. La comparaison sur les trois dernières années fait apparaître une dynamique plutôt robuste jusqu'en mars ou avril avant que celle-ci ne s'effiloche au cours du printemps.

La construction, les services aux entreprises, les loisirs ou encore la distribution sont les secteurs qui pèsent le plus sur la dynamique de l'emploi. Le secteur manufacturier est toujours sur un solde positif de créations d'emplois mais le rythme s'est infléchi. Au cours des 3 premiers mois de l'année, 41 300 emplois étaient créés par mois dans ce secteur. En avril et mai il y a seulement 10 500 emplois nouveaux chaque mois.

#### Evolution du salaire de référence

Le salaire de référence a progressé de 1.39 % en mai sur un an. C'est la plus faible hausse constatée depuis le début de la série statistique en 1965. Cela traduit un marché du travail manquant de robustesse et ne trahissant aucune tension. Cela veut dire qu'avec une faible progression de l'emploi et un salaire de référence augmentant nettement moins vite que l'inflation, le pouvoir d'achat de la masse salariale progresse lentement.

Dans la décomposition du revenu personnel des ménages, la part du revenu salariale est la plus importante mais elle ne progresse pour autant pas très rapidement. Sur une progression de 0.24 % du revenu sur le mois, la moitié est expliquée par le revenu du travail (0.12 %) puis par le revenu financier (0.07%) puis par le revenu de la propriété et les revenus de rendement (loyers).

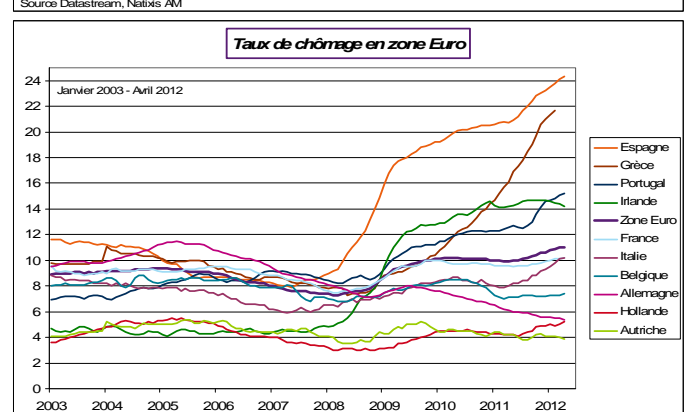
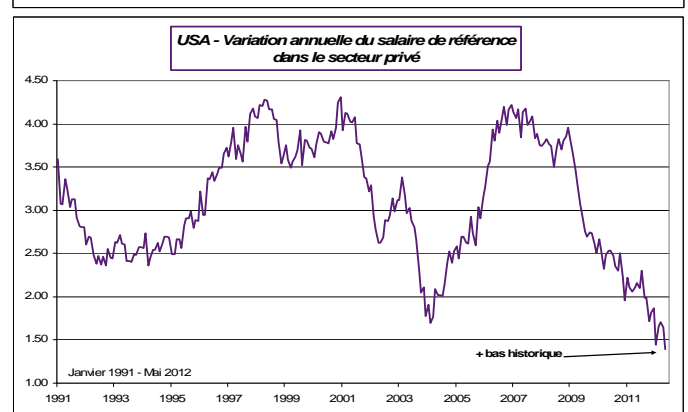
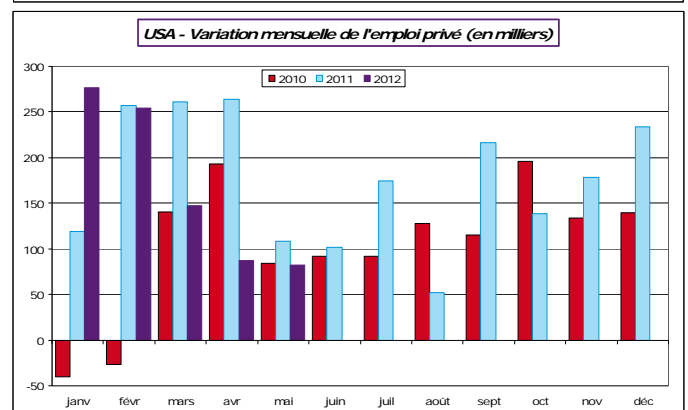
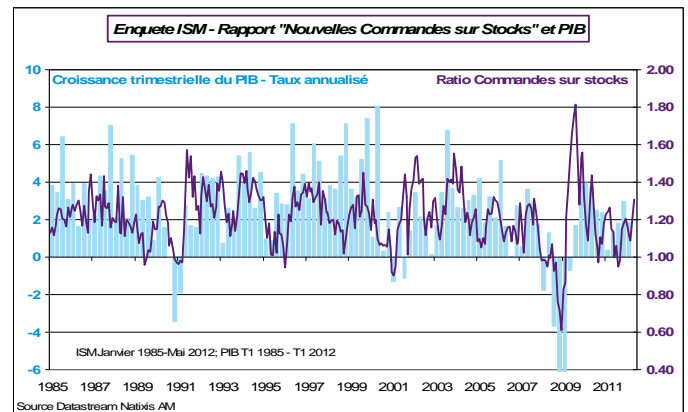
Tant que le revenu du travail augmente peu, la dynamique de la consommation sera réduite. Les ménages ne pourront pas tirer éternellement sur leur taux d'épargne qui n'est plus que de 3.4%

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Evolution du taux de chômage

Le taux de chômage s'est inscrit à 11 % en avril soit son niveau le plus élevé. Ce taux traduit le dysfonctionnement de l'économie de la zone Euro. Est-il bien nécessaire d'être très restrictif dans ces conditions ? On constate que le taux de chômage en Espagne, en Grèce et au Portugal continue de progresser rapidement. Ce n'est pas illogique au regard des enquêtes d'activité. Ce qui est plus préoccupant est l'accélération du taux de chômage italien qui passe au dessus de 10 %. Le taux de chômage néerlandais est en hausse également.

Cette situation traduit bien l'hétérogénéité de la zone Euro.

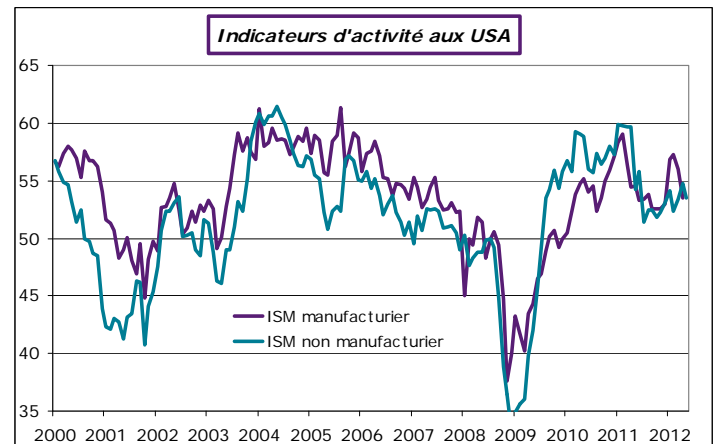


## Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

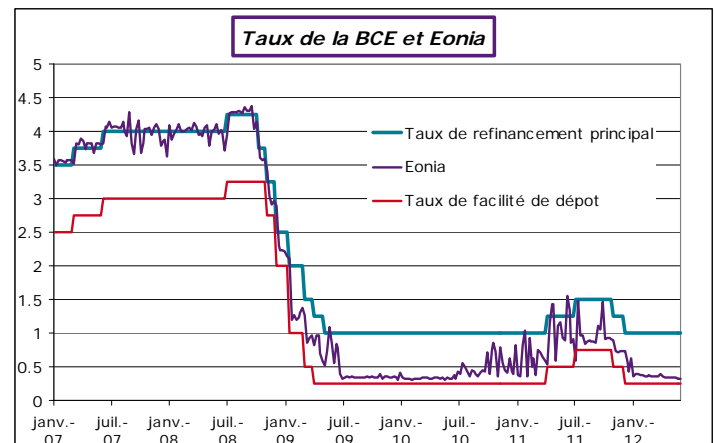
► Publications de statistiques sur la productivité et sur les coûts salariaux unitaires (CSU) pour T1 2012 (2<sup>ième</sup> estimation), le 6 juin à 14h30 (1<sup>ière</sup> estim. T1 2012 -0.5 %, consensus -0.6 % pour la productivité ; 1<sup>ière</sup> estim T1 2012 ; 2 %, consensus 2.2 % pour les CSU)

- Intervention de M Bernanke au Sénat, le 7 juin à 16h
- Publication de deux indicateurs d'activité.
  - Indice ISM non manufacturier (mai) le mardi 5 juin à 16h (avril 53.5; consensus 53.5)
  - Balance commerciale (avril), le vendredi 8 à 14h30 (mars 51.8 Mrds de dollars de déficit, consensus 49.5).



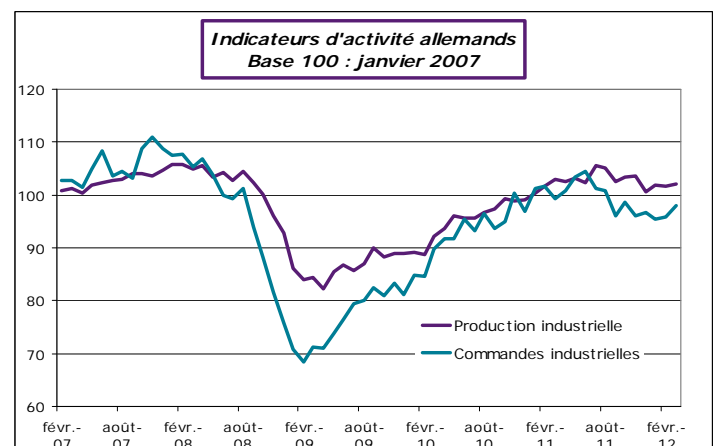
### Zone Euro

- Publications de trois indicateurs d'activité
  - Enquêtes PMI-Markit dans les services (mai) – le mardi 5 juin à 10h. Le chiffre préliminaire est 46.4 (avril 47, consensus 46.4). Seront publiées le même jour, les PMI relatifs aux différents pays de la zone euro.
  - Ventes de détail (avril), mardi 5 juin à 11h (mars 0.3 % en var. mensuelle, consensus -0.1 %)
  - 2<sup>ième</sup> estim du PIB (T1 2012) le mercredi 6 juin à 11h (1<sup>ière</sup> estim. T4 2011 0 % en var. trim., consensus 0 %).
- Réunion de la BCE, décision le mercredi 7 juin à 13h45 (consensus 1 %)



### Allemagne

- Publications de deux indicateurs d'activité
  - Commandes industrielles (avril), le mardi 5 à 12h (mars 2.2 % en variation mensuelle, consensus -1.1 %)
  - Production industrielle (avril), le mercredi 6 juin à 12h (mars 2.8 % en var. mensuelle, consensus -1 %)



### Royaume-Uni

► Réunion de la BoE - décision le jeudi 7 juin à 13h (consensus 0.5 %)

### Japon

► Parution de la 2<sup>ième</sup> estim. du PIB (T1 2012), le vendredi 8 juin (1<sup>ière</sup> estim. T1 2012 1 % en var. trim., consensus 1.1 %)

### Chine

► Publication de l'inflation (mai) durant le week-end (avril 3.4 %, consensus 3.2 %)

► Parution de la production industrielle durant le week-end (avril 9.3 %, consensus 9.8 %)

► Parution des ventes de détail durant le week-end (avril 14.7 %, consensus 14.6 %)

► Parution de la balance commerciale durant le week-end (avril 18.4 mds d'euros, consensus 17.5 mds d'euros)