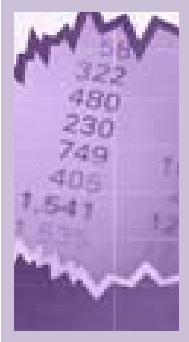


ANTICIPATIONS HEBDO

13 juin 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 13 au 19 juin

- Publication des premières enquêtes de juin sur l'activité aux Etats-Unis. L'Empire State Index (New York) et l'enquête de la Fed de Philadelphie sont attendues
- Ventes de détail, immobiliers sont aussi au menu de la semaine aux USA
- Taux d'inflation attendu en zone Euro (détail), aux USA, en France et en Angleterre
- Chine – Taux d'inflation, ventes de détail, Investissement et production industrielle



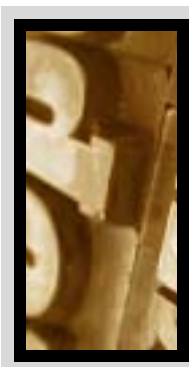
Les points majeurs à retenir sur la semaine écoulée – 6-12 Juin

- La BCE a indiqué qu'elle remonterait son taux de refinancement lors de sa réunion du 7 juillet. L'utilisation du terme "strong vigilance" va dans ce sens
- Les mesures non orthodoxes sur la liquidité sont maintenues
- Pas de changement en Angleterre. La BoE maintient le statu quo avec un taux d'intervention qui reste à 0.5 %.
- La dette des ménages américains continue de se replier. Elle ne représente "plus" que 119 % de leur revenu disponible.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Les discussions sur la dette grecque ont continué. Les positions se polarisent.
- La BCE, par la voix de JC Trichet et relayée par Jurgen Stark, souhaite le maintien du programme budgétaire restrictif (28 Mds d'économie adoptée la semaine dernière par le gouvernement grec). Elle incite les investisseurs à rouler leur position mais ne souhaite pas le faire sur la dette qu'elle détient.
- Le ministre des finances allemand souhaite repousser les maturités de 7 ans et d'impliquer directement les investisseurs privés.
- Réunion de la zone Euro les 23 et 24 juin alors que Standard and Poor's vient de dégrader la dette grecque à CCC contre B auparavant. (réunion d'urgence cet après midi)



Les thèmes abordés dans le document

- Le thème principal, page 3, porte sur le plafond de la dette américaine. Depuis le 16 mai ce plafond est atteint. Des négociations pour un nouveau plafond doivent aboutir avant le 2 août.
- Sinon, il existe un risque sur la note américaine puisque le gouvernement, faute d'accord, ne pourrait faire face à ses engagements
- L'impact sur la conjoncture serait aussi très vif et très marquant laissant craindre un retour en récession.
- C'est en raison des risques majeurs sur l'économie et les marchés qu'un accord est inévitable

ANTICIPATIONS HEBDO

13 juin 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter

MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 6 AU 12 JUIN 2011

- ▶ Le Beige Book de la Fed indique une activité toujours très modérée aux Etats-Unis. C'est aussi ce qu'évoquait Ben Bernanke dans son discours, ne donnant ainsi pas de signaux sur un changement rapide la politique monétaire US.
- ▶ Relative stabilisation de la balance commerciale américaine (-43.7 Mds contre une moyenne de 47 Mds en T1). Si l'on observe les données sur les biens en volume, cela correspond à un ralentissement des importations. Les exportations décollent mais moins rapidement. Pas sûr que cela soit un signal si favorable.
- ▶ Statu quo lors de la réunion de l'OPEP. Les quotas de production seront inchangés malgré le souhait de l'Arabie Saoudite. Cependant, l'écart entre la production et les quotas est d'environ 5 Millions de barils/jour. Cet écart existe depuis plusieurs années. Au regard de l'impact de la news sur le marché pétrolier, on relève que les mots sont plus importants parfois que les faits.
- ▶ Reprise des ventes de détail en zone Euro au mois d'avril. Elles sont en progression de 0.9 % sur le mois après un repli de -0.9 % en mars. L'acquis pour le T2 est de 1.5 % ce qui est intéressant car le profil des ventes de détail est généralement proche de celui de la consommation dans les données de comptabilité nationale (mesure du PIB)

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 6 AU 12 JUIN 2011

- ▶ Le propos de Jean Claude Trichet lors de la conférence de presse de la BCE fait ressortir 4 points
 - 1 - La BCE va, avec une très forte probabilité, remonter son taux de référence lors de sa réunion du 7 juillet. Celui-ci ressortirait alors à 1.50 % (soit 25 bp de hausse) contre 1.25 % aujourd'hui et depuis le 7 avril. L'utilisation à deux reprises du terme "strong vigilance" est généralement un signal d'intervention de la BCE. L'objectif est d'avertir le marché pour que celui-ci ne soit pas surpris lors de la mise en place effective de la nouvelle politique monétaire. Cela évite les chocs et les ajustements brutaux.
 - 2 - Les mesures non orthodoxes d'apport illimité de liquidités à taux fixe sont reconduites au moins jusqu'au 11 octobre. La reconduction de cette mesure permet de faciliter les ajustements des systèmes bancaires en difficultés. Cela signifie que l'EONIA ne va pas se "coller" au taux refi. Il restera un peu en dessous du taux refi comme c'est le cas actuellement. Dans ce cadre, il est peu probable qu'il y ait un élargissement entre le taux de prêt marginal et le taux de dépôt marginal. Le retour à un écart de +/- 100 points de base par rapport au taux de refi (+/- 75 bp aujourd'hui) ne semble pas immédiat en tout cas pas sur la période jusqu'au 11 octobre.
 - 3 - La BCE a révisé en hausse ses prévisions de croissance et d'inflation. Elle a un taux de croissance attendu de 1.9 % en 2011 et de 1.7 % en 2012 (2 % et 1.8 % pour NAM) et un taux d'inflation moyen attendu de 2.6 % en 2011 et 1.7 % en 2012 (2.6 % et 2 % pour NAM)
 - 4 - La BCE n'avait pas l'intention d'appliquer à son propre portefeuille un rollover sur sa dette grecque. Selon IIF elle détient 63 Mds de dette grecque à fin 2010. Elle se concentre à nouveau son comportement sur sa politique monétaire.
- ▶ Sur ce dernier aspect la position de Jurgen Stark, chef économiste de la BCE, est très rude. Selon lui le gouvernement doit satisfaire à ses engagements. Cette position est excessive car en 2010 les efforts faits sur l'orientation budgétaire en Grèce se sont traduits par une contraction plus marquée de l'activité. C'est marqué dans le rapport de la Commission Européenne, de la BCE et du FMI publié le 3 juin. Pour Stark il faut absolument maintenir cette orientation. C'est excessif car le facteur d'ajustement de l'économie grecque est l'activité. Les chiffres d'emplois et de chômage témoignent de la rapidité et de l'ampleur de l'ajustement (voir graphes page 8. Cela peut éventuellement radicaliser les positions et créer de l'instabilité interne.
- ▶ Sur ce point un papier de Dani Rodrick oppose la situation de l'Argentine à celle de la Lettonie, indiquant qu'en Lettonie, malgré la crise de 2008, un effort supplémentaire était nécessaire pour rejoindre à terme la zone Euro et qu'il fallait être plus rigoureux encore dans la gestion des finances publiques. Cela a été fait collectivement. En Argentine, les efforts ont été tels depuis le début des années 90 qu'aucun effort n'était acceptable pour les argentins lorsque la situation de l'Argentine s'est dégradée. L'économie argentine a alors fait défaut. (2001) Pour en lire davantage sur le support interne des réformes voir <http://bit.ly/iil5tbD>
- ▶ D'une manière générale, la question posée sur le financement de la Grèce porte sur un plan de soutien et le souhait de dégager des degrés de liberté en roulant la dette. Soit en impliquant directement le secteur privé et en repoussant les échéances de 7 ans comme le souhaite le ministre des finances allemand. Cela impliquerait un partage de la charge de l'ajustement entre contribuables et secteur privé détenteur de cette dette. Soit en roulant la dette sur une période plus courte et sur une acceptation volontaire de l'opération. C'est ce qu'évoque la BCE.
- ▶ Dans les deux cas, la question est de savoir si cela provoquera ou pas un incident de crédit du côté des agences de notation. Le risque est effectivement de voir la Grèce être considérée comme faisant défaut. Cela aurait un impact brutal et très fort
- ▶ Les décisions devront être prises lors du sommet des 23 et 24 juin.
- ▶ Dans un discours le 7 juin, Ben Bernanke a donné quelques pistes sur la perception de l'environnement par la Fed. L'évolution n'est pas suffisamment robuste pour imaginer un changement de politique monétaire à un horizon rapproché.
- ▶ La lecture du Beige Book de la Fed donne la même perception d'une économie qui tarde à retrouver une allure durablement robuste.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 6 AU 12 JUIN 2011

La grande incertitude sur les perspectives économiques mondiales, ont pénalisé les marchés d'actifs risqués.

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM a perdu -2.31%.
- ▶ Sur les marchés obligataires, l'indice EMBIG a augmenté de +0.25% sur la semaine. Le spread est resté quasi inchangé à 310 pb.
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements ont consolidé face au billet vert : real brésilien -0.67%, rand sud africain -0.88% et Livre turque -0.23%.
- ▶ En Chine, les exportations ont augmenté de 19.4% GA (vs 30%) et les importations de 29% GA (vs 22%), soit un surplus de la balance commerciale de 13 milliards \$. La décélération des exportations est liée à un effet de base en mai 2010, où les exportations avaient augmenté de 48.5% GA (vs 30.5%).
- ▶ La Corée a relevé son taux directeur de 25 pb à 3.25% afin de freiner l'inflation et l'endettement des ménages.
- ▶ Le Brésil a relevé son taux Selic de 25 pb à 12.25% indiquant que l'ajustement monétaire se fera de manière graduelle.
- ▶ Au Mexique, les prix à la consommation ont baissé en mai à -0.74% GM (vs -0.01%), soit 3.25% GA (vs 3.36%). C'est la plus forte baisse mensuelle, liée à la baisse des prix des produits agricoles.
- ▶ En Russie, l'inflation est restée stable en mai à 9.6% GA, en revanche l'inflation hors alimentaire a augmenté 8.3% GA reflétant la forte demande domestique.
- ▶ En Turquie, la production industrielle a chuté en mai pour le troisième mois consécutif à -0.6% GM cvsjo (vs -0.5%), soit 8.6% GA (vs 10.3%) indiquant que l'activité est en perte de vitesse.

Questions sur le plafond de la dette américaine

Quelle est la problématique ?

Le 16 mai 2011, la dette publique atteignait 14 294 milliards de dollars soit le plafond d'émission de dette publique accepté conjointement par le gouvernement américain et le Congrès. Le secrétaire d'Etat au Trésor Tim Geithner a réussi à repousser la négociation d'un nouveau plafond jusqu'au 2 août. A partir de cette date, le gouvernement ne pourra plus émettre de dette nouvelle. Le graphique ci contre retrace le profil de la dette américaine. On observe la rupture, le changement de régime à partir du 15 septembre 2008 et la faillite de la banque Lehman Brothers. La dette avait alors progressé très rapidement, le gouvernement compensant le repli rapide des dépenses privées. C'est ce qui a permis aux Etats-Unis mais aussi dans de nombreux autres pays de limiter l'ampleur et la durée de la récession. C'est ce comportement qui explique une grande partie de l'accélération de l'encours des dettes publiques dans de nombreux pays.

Buter contre le plafond de la dette n'est pas une situation nouvelle. Régulièrement, cette problématique est posée. Selon Fitch Rating ce plafond a été renégocié une dizaine de fois au cours des 10 dernières années. Il l'a déjà été 2 fois en 2009 sous la présidence de Barack Obama.

A l'exception de 1995, ces épisodes n'ont pas posé de problèmes particuliers, le plafond a été accru et le gouvernement fédéral a pu continuer de fonctionner normalement. En 1995, après les élections de Mid-Term, Newt Gingrich à la tête des républicains a fait front face à Bill Clinton. Après d'âpres négociations, un nouveau plafond avait pu être négocié.

Aujourd'hui c'est l'opposition entre le gouvernement démocrate et le Congrès à dominante républicaine qui est au cœur des problématiques. Le consensus politique est très limité et les montants à financer sont considérables. Le déficit public américain est voisin de 9 % du PIB et ne va pas se réduire spontanément. Les enjeux pour fixer le nouveau plafond sont donc majeurs. Il faut le fixer assez élevé pour ne pas avoir à renégocier trop rapidement mais ce plafond ne doit pas être trop large afin de préserver la crédibilité du gouvernement.

Sur cet aspect, les points de vue se sont cristallisés sur le profil des politiques budgétaires à mener au cours des 10 prochaines années pour que le déficit public revienne dans des normes plus raisonnables. C'est sur ce point que les choses achoppent puisque les propositions du président Obama et du représentant républicain Ryan n'apparaissent pas compatibles. Le premier souhaite un effort partagé sur les recettes et les dépenses alors que pour le second, l'ajustement doit s'opérer par une réduction des dépenses notamment sur les dépenses sociales du type Medicaid et Medicare.

C'est parce que les oppositions sont fortes et que les Etats-Unis ont commencé à rentrer dans la campagne présidentielle que la négociation est et sera longue et complexe.

Que se passera-t-il le 2 août si aucun accord n'est intervenu ?

Il y a trois enjeux majeurs.

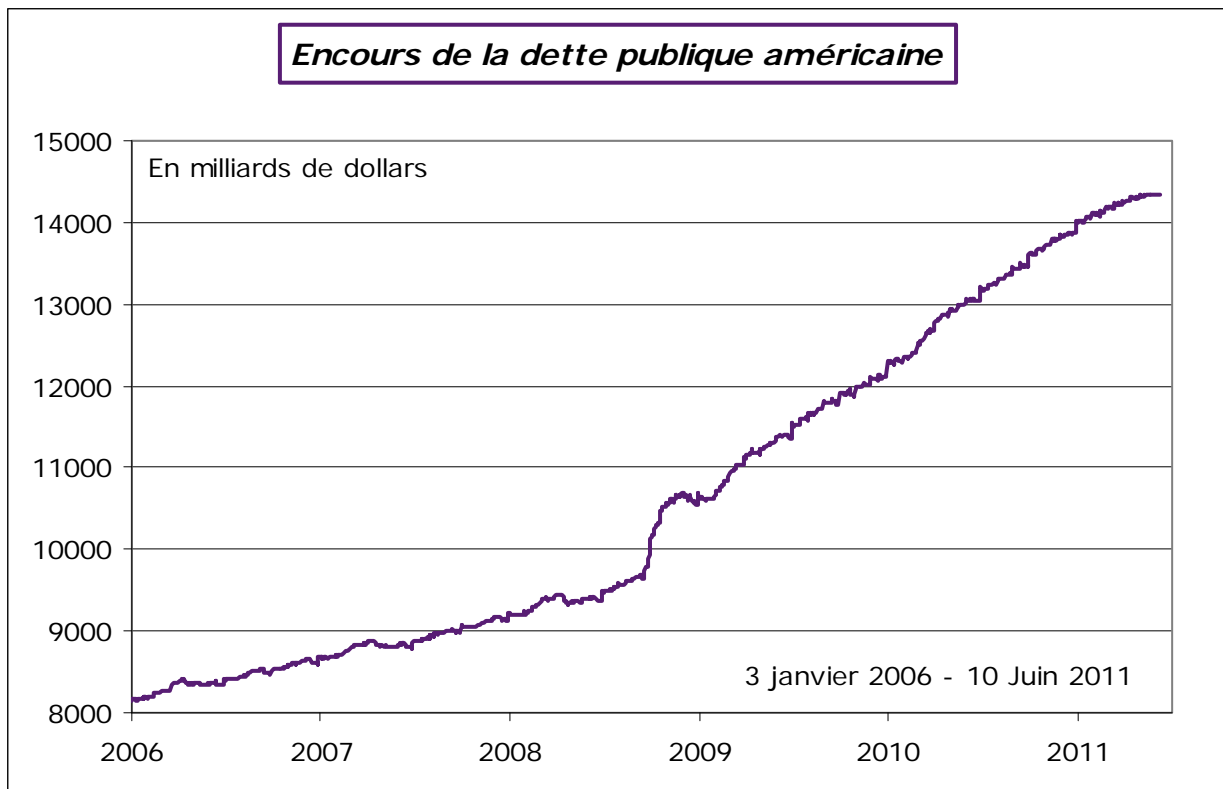
Le premier est celui où un accord a été trouvé mais les délais sont trop courts pour honorer l'échéance de T-bills du 4 août. Ce n'est pas une question de solvabilité mais de délai. Si c'est le cas ce ne sera pas perçu comme un évènement de crédit.

Le second est celui du statut de la dette américaine. FitchRating a averti que si aucun accord n'était signé et que le Trésor américain n'était pas susceptible de renouveler une échéance de 30 Mds de T-bills le 4 août il lui laisserait jusqu'au 11 août et l'échéance suivante de 27 Mds pour dégrader la note américaine. Si en revanche, le paiement de 25 Mds sur un coupon de T Bonds n'était pas honoré le 15 Août alors il y aurait dégradation immédiate. Cela aurait alors un impact fort pour les entreprises qui se financent en bénéficiant du AAA du gouvernement.

Le troisième aspect est qu'indépendamment des questions de notations, le gouvernement ne pourrait plus à partir du 2 août dépenser plus que ses recettes, puisqu'il ne peut plus s'endetter. Le Wall Street Journal reprenant des calculs du Congrès Budget Office indiquait le ...mai que cela se traduirait par une réduction de 3.8 Mds de dépenses en moins par jour. Il calculait alors qu'en 95 jours cela représentait 2.9 % du PIB soit le chiffre de croissance qui à l'époque était attendu pour l'économie américaine en 2011. L'impact serait donc très brutal et très rapide sur la conjoncture américaine.

Au-delà de ces effets mécaniques, on a du mal à percevoir l'ampleur de l'impact d'une telle situation. Les bons du Trésor américains sont considérés comme des actifs sans risques, comme une valeur refuge. On observe bien ce phénomène actuellement avec un niveau de taux d'intérêt à 10 ans qui est repassé sous le seuil de 3 %.

Un changement de rating aurait un effet bien supérieur à celui observé lors de la faillite de Lehman Brothers parce que tous les actifs et pas simplement les actifs risqués devraient ré-étalonner leur risque sans qu'il y ait plus d'indicateur de référence. C'est en raison de ces risques majeurs que je n'imagine pas l'absence d'accord. Celui qui en serait responsable perdrait immédiatement en crédibilité et ne serait alors pas susceptible de postuler à la Maison Blanche. C'est pour cela qu'il n'y a pas une inquiétude extrême sur les marchés financiers.



ANTICIPATIONS HEBDO

13 juin 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 10 JUIN 2011

| | Cours | | Sur un an (clôture) | | Var. en monnaie locale | | | Variation en euro | | |
|--------------------------|----------|----------|---------------------|----------|------------------------|-------|-------|-------------------|--------|-------|
| | 31/12/10 | 10/06/11 | Min | Max | 1 an | YTD | 1s | 1 an | YTD | 1 s |
| CAC 40 | 3804.78 | 3805.09 | 3332.46 | 4157.14 | 7.02 | 0.01 | -2.20 | | | |
| DAX | 6914.19 | 7069.90 | 5816.20 | 7527.64 | 16.90 | 2.25 | -0.55 | | | |
| EuroStoxx | 2792.82 | 2732.54 | 2507.83 | 3068.00 | 3.57 | -2.16 | -2.03 | | | |
| FTSE | 5899.94 | 5765.80 | 4805.75 | 6091.33 | 11.66 | -2.27 | -1.52 | 4.87 | -5.37 | -0.93 |
| SNP 500 | 1257.64 | 1270.98 | 1022.58 | 1363.61 | 16.43 | 1.06 | -2.24 | -1.94 | -5.58 | -0.83 |
| Nasdaq | 2652.87 | 2643.73 | 2091.79 | 2873.54 | 17.83 | -0.34 | -3.26 | -0.76 | -6.89 | -1.86 |
| Nikkei 225 | 10228.92 | 9514.44 | 8605.15 | 10857.53 | -1.97 | -6.98 | 0.23 | -5.61 | -12.11 | 2.11 |
| MSCI Emerging USD | 1151.39 | 1128.85 | 909.30 | 1206.49 | 23.08 | -1.96 | -2.31 | 3.66 | -8.40 | -0.90 |
| MSCI World USD | 1280.07 | 1288.49 | 1033.74 | 1391.86 | 19.23 | 0.66 | -2.40 | 0.42 | -5.96 | -0.99 |

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 10 JUIN 2011

| | Taux d'intérêt au 10 Juin 2011 | | | | | | | Taux de référence 31 Décembre 2010 | | | |
|------------------------|--------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------------|---------------------------------------|-----------|-------|-----------|
| | 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 | 0.249 | 0.41 | 2.99 | -0.004 | -0.010 | 0.000 | 0 - 0.25 | 0.30 | 0.61 | 3.30 |
| Zone Euro | 1.25 | 1.469 | 1.506 | 2.938 | 0.033 | -0.117 | -0.061 | 1 | 1.01 | 0.77 | 2.89 |
| UK | 0.5 | 0.83 | 0.826 | 3.229 | 0.000 | -0.077 | -0.049 | 0.5 | 0.8 | 0.76 | 3.51 |
| Japon | 0.1 | 0.340 | 0.169 | 1.134 | 0.000 | 0.015 | 0.028 | 0.1 | 0.34 | 0.16 | 1.12 |
| ECART DE TAUX | | 3 mois* (10/06/11) | 2 ans (10/06/11) | 10 ans (10/06/11) | 3 mois (31/12/10) | 2 ans (31/12/10) | 10 ans (31/12/10) | | | | |
| USA – Zone Euro | | -1.22 (-1.22) § | -1.10 (-1.20) § | 0.05 (-0.01) § | -0.703 | -0.163 | 0.413 | | | | |
| UK – Zone Euro | | -0.64 (-0.64) § | -0.68 (-0.72) § | 0.29 (0.28) § | -0.206 | -0.008 | 0.619 | | | | |

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

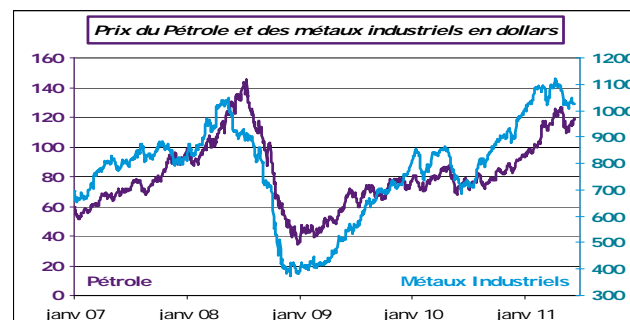
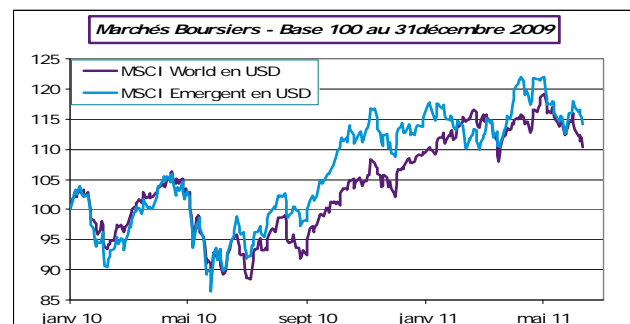
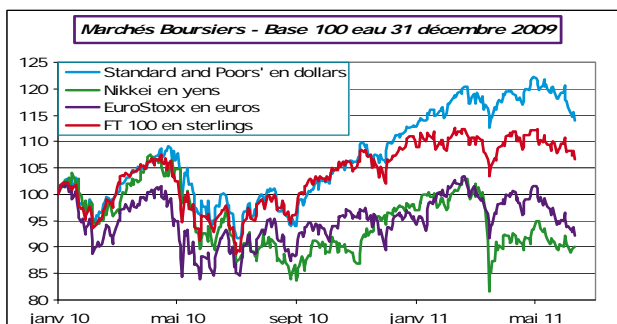
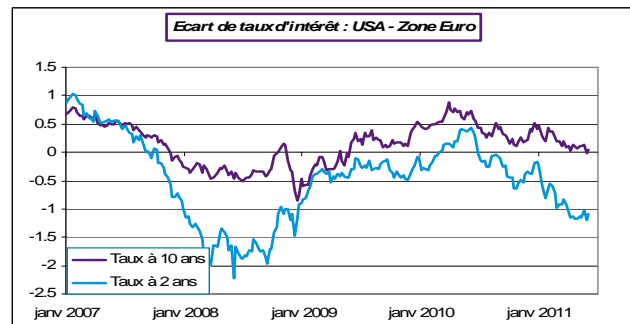
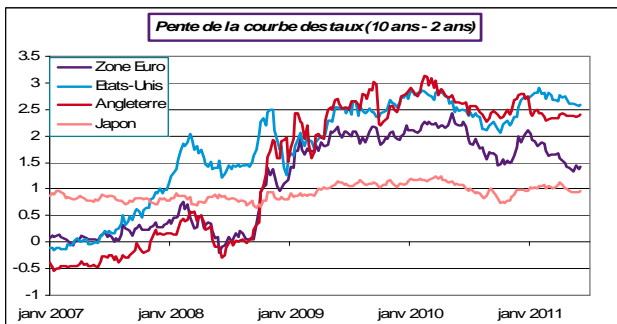
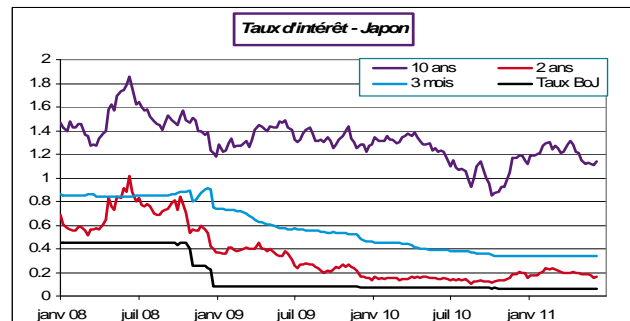
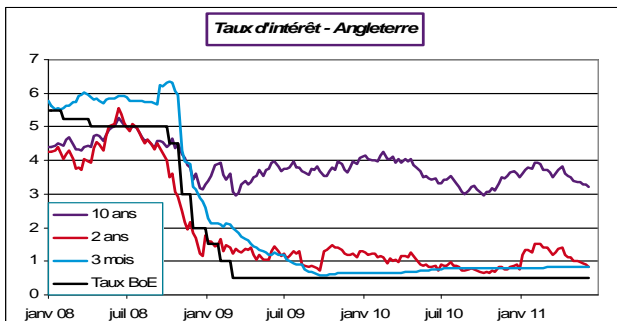
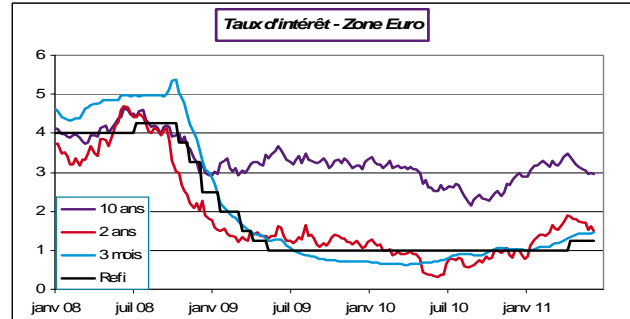
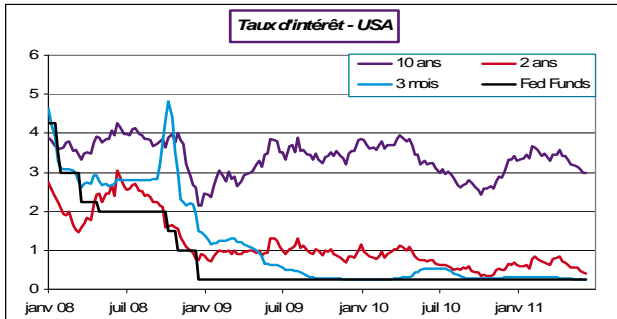
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 10 JUIN 2011

| | Cours | | Variation | | | |
|---|---------------|----------|-----------|-------|--------|-------|
| | 31/12/2010 | 10/06/11 | 1 Semaine | YTD | 1 an | |
| Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro) | 1.342 | 1.436 | -1.42 | 7.03 | 18.73 | |
| Euro – Yen (var. + hausse de l'euro) | 108.806 | 115.145 | -1.84 | 5.83 | 3.86 | |
| Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro) | 0.861 | 0.888 | 0.10 | 3.21 | 7.13 | |
| Dollar – Yen (var. + hausse du dollar) | 81.490 | 80.340 | -0.62 | -1.41 | -12.36 | |
| Dollar – Sterling (var. + hausse sterling) | 1.566 | 1.623 | -0.83 | 3.65 | 11.51 | |
| Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar) | 6.591 | 6.480 | 0.02 | -1.67 | -5.15 | |
| Prix du baril de Brent | Dollar | 92.81 | 118.44 | 2.91 | 27.62 | 59.97 |
| | Euro | 69.18 | 82.49 | 4.40 | 19.23 | 34.73 |
| Prix de l'Ounce d'or | Dollar | 1417.63 | 1534.35 | -0.26 | 8.23 | 25.14 |
| | Euro | 1056.73 | 1068.57 | 1.18 | 1.12 | 5.39 |

ANTICIPATIONS HEBDO

13 juin 2011

Indicateurs Financiers au 10 Juin 2011



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Endettement selon les comptes financiers

La publication des comptes financiers du 1^{er} trimestre 2011 donne une mesure de l'évolution de l'endettement des principaux acteurs de l'économie américaine. On constate que les profils récents sont très distincts. Pour l'Etat américain, le taux d'endettement est de 80.5 % du PIB. C'est le chiffre le plus élevé de l'après guerre. La rupture s'opère à l'été 2008. Au printemps 2008, le taux d'endettement n'était que de 52 %. Les entreprises continuent de se désendetter. Leur taux est de 73 % contre un maximum de 79.2 % au 1^{er} trimestre 2009. Au regard des phases antérieures de désendettement des entreprises, la conjoncture américaine n'est pas encore dans une phase d'intensification des tensions. Des épisodes avec une allure comparable avaient eu lieu jusqu'en 1995 et jusqu'en 2005. Pour les ménages le taux d'endettement en % du PIB est de 88.4 % contre un maximum de 98 % au 1^{er} trimestre 2009.

Endettement des ménages

Sur le graphique ci contre le lien entre endettement des ménages et consommation est clairement perçu à partir du milieu des années 80 (points vers sur le graphe). Auparavant, ce lien est inexistant (points des années 60, 70 et début des années 80). A partir de 2002 le processus change néanmoins. Les ménages s'endettent pour maintenir un niveau élevé de consommation. En % du revenu disponible, cet endettement est maximum au dernier trimestre de 2007.

Depuis, les ménages se désendettent progressivement mais avec un taux de consommation qui reste très fort ce qui suggère que la dynamique de l'activité reste fortement déterminée par la consommation plutôt que par d'autres sources de demande comme les exportations.

ECONOMIE CHINOISE

Commerce extérieur

La dynamique du commerce extérieur chinois se modifie. Sur le graphique de droite figurent les profils du commerce extérieur depuis 2006. Chaque année représentée est la somme cumulée du solde mensuel. On perçoit bien les déséquilibres de 2007 et 2008 avec un solde cumulé qui s'inscrit à un niveau spectaculaire par rapport à 2006. Cela correspond à l'apogée du modèle chinois. Les exportations progressent très rapidement et les importations sont limitées.

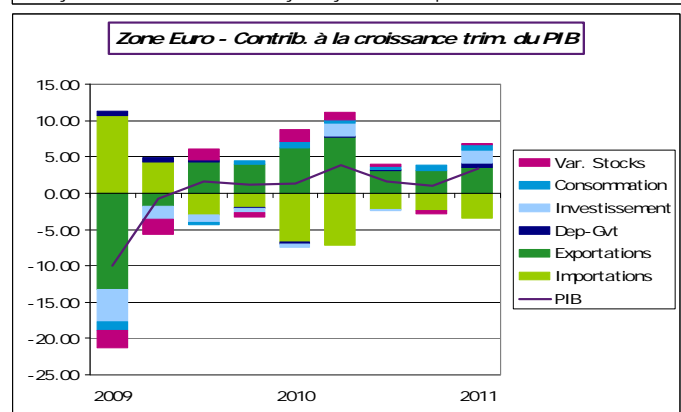
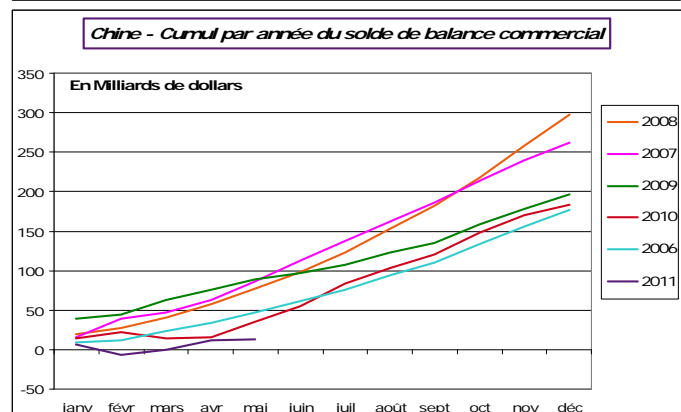
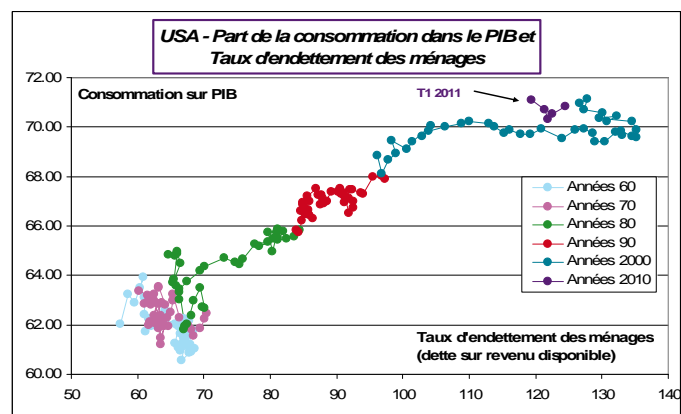
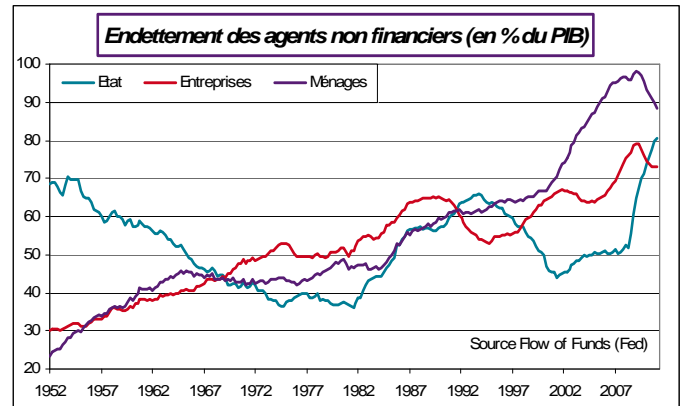
En 2011, le solde est dégradé principalement par la hausse des importations de pétrole. Hors énergie, le solde cumulé se rapproche de celui des années 2007 et 2008. Les exportations et les importations progressent rapidement.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Décomposition du PIB

La 2^{ème} estimation du PIB est inchangée par rapport à la 1^{ère}. Le taux de croissance du T1 ressort à 3.4 % après 1 % en T4 2010 (taux annuel). On dispose avec cette publication du détail des composantes de l'activité. La demande interne est la plus dynamique avec une contribution de 3.1 % (0.7 % en T4 2010). C'est l'investissement qui a changé de régime avec une contribution de 1.7 % contre - 0.1 % en T4. Ce point avait été déjà souligné pour la croissance en France et en Allemagne. La consommation a une contribution stable à 0.75 %.

Le commerce extérieur a une contribution plus réduite à +0.1 % après +0.7 % en raison principalement de la hausse des plus rapide des importations. Cela est cohérent avec la reprise de la demande interne.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GRECQUE

Décomposition de la croissance du PIB

La 2^{ème} publication du PIB grec a été révisée à la baisse. Initialement à 3.2 % elle a été réestimée à 0.7 %. En T4 2010, l'activité avait reculé de -10.7 % en taux annuel. Sur un an, l'activité s'est contractée au rythme de -5.5 %. L'acquis à la fin du 1^{er} trimestre est de -3.1 % (évolution moyenne du PIB en 2011 si l'activité restait au niveau du 1^{er} trimestre).

L'analyse des contributions est assez peu précise. C'est pour cela que les chiffres sont uniquement présentés en variation. On constate depuis le début de l'année 2010 une très forte volatilité des composantes du PIB. Les mouvements sur la demande interne privée se modèrent mais ne laisse pas percevoir de retournement. Les dépenses gouvernementales s'ajustent de façon limitée. Les exportations ont une très forte volatilité tant à la hausse qu'à la baisse. Le repli continu des importations traduit l'absence de retournement de la demande interne. C'est ce mouvement de repli qui est le plus préoccupant.

Marché du travail

La crise a un impact direct sur le l'évolution du marché du travail. Sur le graphique ci contre figurent le profil du nombre d'emplois et celui du nombre de chômeurs. Depuis le point haut d'octobre 2008, 430 000 emplois ont été supprimés soit 9.3 % d'emplois en moins. Le nombre de chômeurs s'est accru de 487 000 soit +150 % depuis le point bas du chômage en mai 2008.

L'allure des profils illustre le choc subi par l'économie grecque et le mouvement de repli de l'emploi n'est probablement pas fini car la dynamique de l'activité reste franchement négative. La situation des grecs se dégrade rapidement. Les ajustements sont complexes, car les pressions sont à la baisse des salaires et de l'emploi, et ils sont très rapides. La question posée est celle de la stabilité politique que l'on peut anticiper sur la Grèce durant un choc aussi brutal, fort et qui va persister en raison des programmes d'ajustements budgétaires qui vont continuer d'être mis en place.

ECONOMIE ALLEMANDE

Production et Commandes à l'industrie

La dynamique industrielle reste robuste en Allemagne même si son momentum est un peu moins fort. On avait constaté ce phénomène dès le mois d'avril dans les enquêtes, notamment dans le secteur manufacturier.

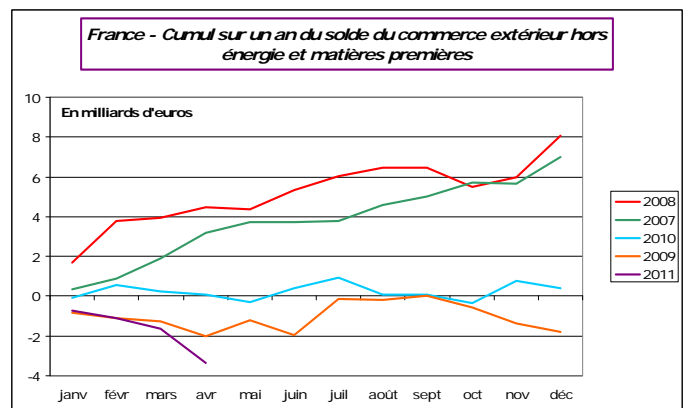
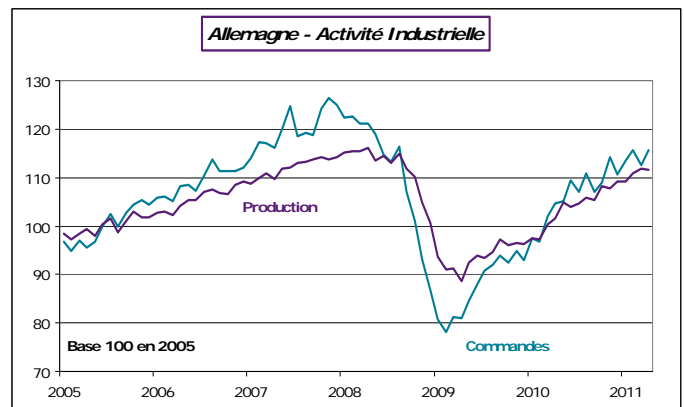
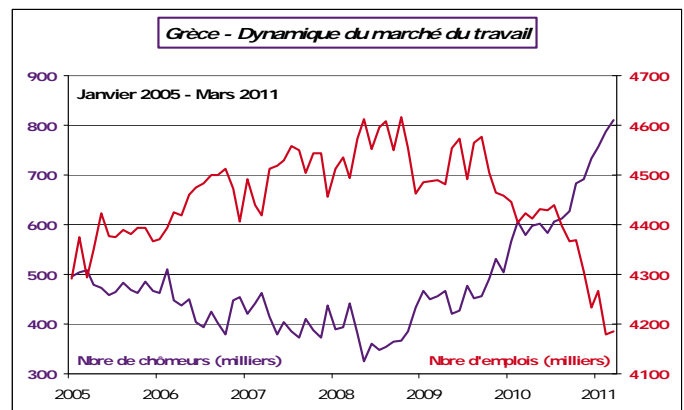
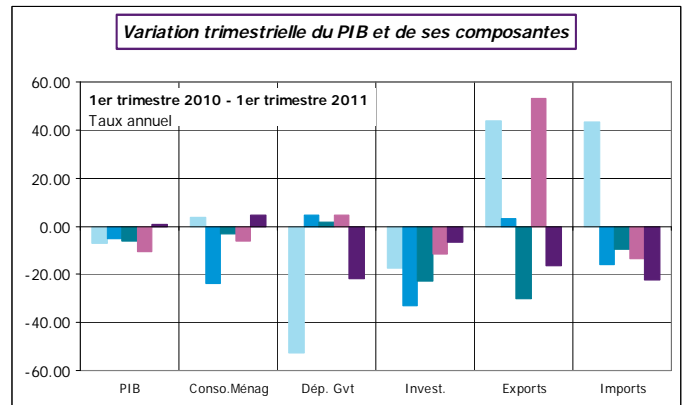
Les chiffres de commandes à l'industrie ont rebondi après le repli marqué constaté en mars. Cependant, l'enquête PMI/Markit suggère que le profil ne restera pas aussi bien orienté au cours des prochains mois. Dans le détail et c'est un point très positif, les commandes de biens d'équipement sont repartiées à la hausse notamment sur la composante étrangère.

La production industrielle s'infléchit sur le mois (-0.3 % après 0.9% e, mars) mais reste sur une tendance rapide (10.4 % sur le trimestre en taux annualisé)

ECONOMIE FRANCAISE

Evolution du Commerce extérieur

Le graphique représente l'évolution du solde cumulé du commerce extérieur année par année. Cette mesure est hors pétrole et matières premières. On observe qu'en 2007 et 2008 le solde était très largement positif au bout de 12 mois. Qu'il était neutre en 2010 et négatif en 2009. En 2011, le solde plonge sur les 4 premiers mois de l'année. Les importations sont dopées par une demande interne plus soutenue alors que les exportations progressent rapidement mais pas suffisamment pour compenser la hausse des importations hors énergie et matières premières.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

► **Intervention de M Bernanke, mardi 14 juin dans la nuit.** Le thème du discours portera sur les enjeux en matière de finance publique.

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

Données d'enquête à suivre attentivement afin d'avoir une première vue de l'évolution de l'enquête ISM manufacturier du mois de juin. En mai, l'ISM manufacturier avait nettement chuté, passant de 60.4 à 53.5.

- **Enquête Empire State dans le secteur manufacturier (enquête régionale menée dans l'Etat de New York) en juin - le 15 juin à 14h30** (mai 11.88, consensus 13.5)
- **Enquête de la Fed de Philadelphie de juin (enquête régionale) - le 16 juin à 16h** (mai 3.9, consensus 70)
- **Production industrielle et Taux d'Utilisation des Capacité de production du mois de mai - le mercredi 15 juin à 15h15.** Production Industrielle (avril 0 % en var. mensuelle, consensus 0.3 %). TUC (avril 76.9, consensus 77.1).

► **Parution des prix à la consommation (Référence CPI) de mai, le mercredi 15 juin à 14h30.** **Indice général** (avril 3.2 % en glissement annuel, consensus 3.3 %) **Indice sous-jacent** (avril 1.3 % en glissement annuel, consensus 1.4 %).

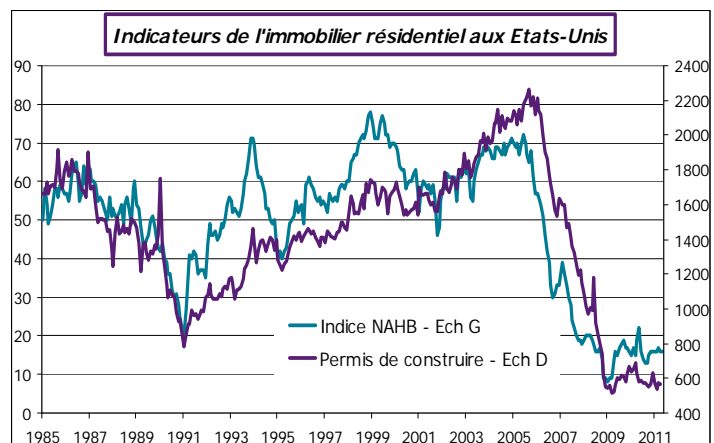
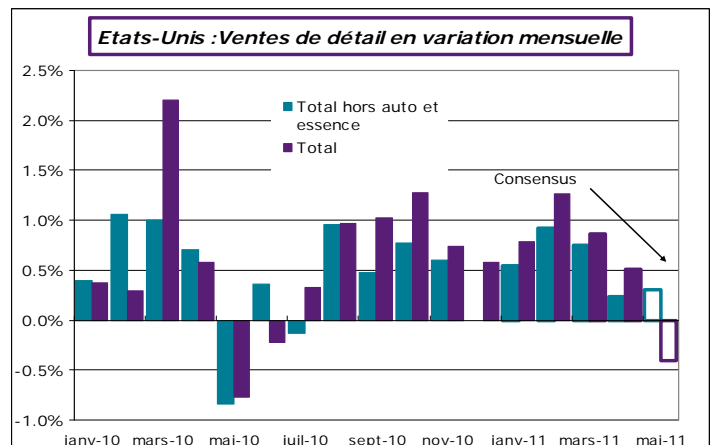
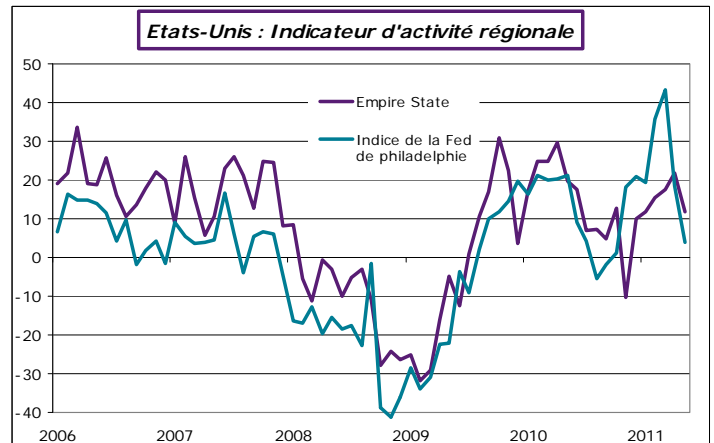
► **Publication des prix à la production du mois de mai, publié le mardi 14 juin à 14h30.** **Indice général** (avril 6.8 % en glissement annuel, consensus 6.6 %) **Indice sous-jacent** (avril 2.1 % en glissement annuel, consensus 2.1 %).

► **Publication de deux indicateurs relatifs aux ménages américains**

- **Ventes au détail de mai, le mardi 14 juin à 14h30** (**Indice total** avril 0.5 % en variation mensuelle, consensus -0.4 %, **Indice Total hors auto et essence** avril 0.2 % en variation mensuelle, consensus 0.3 %). Les ventes d'automobiles ont reculé en mai par rapport à avril et vont peser sur le chiffre global des ventes de détail. C'est pourquoi le consensus anticipe une baisse de cette statistique sur ce mois.
- **Indice de confiance de l'Université du Michigan en juin (indice préliminaire) - le vendredi 17 juin à 15h55** (mai 74.3, consensus 74.5)

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

- **Indice NAHB (juin), le mercredi 15 juin à 16h** (mai 16, consensus 16)
- **Permis de construire de mai, le jeudi 16 juin à 14h30** (avril 563, consensus 553)
- **Mise en chantier du mois de mai, le jeudi 16 juin à 14h30** (avril 523, consensus 540)



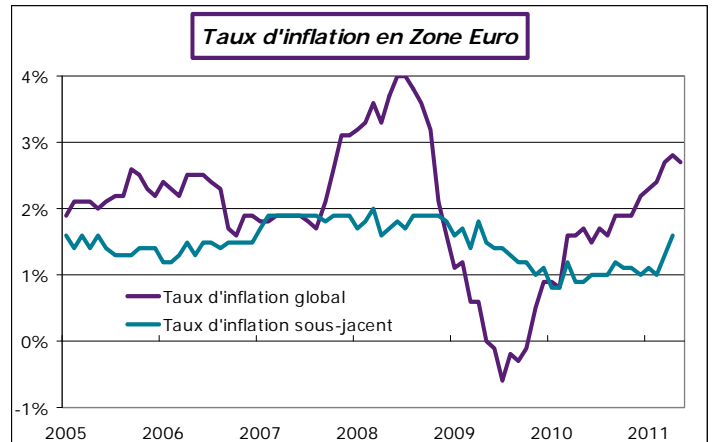
ANTICIPATIONS HEBDO

13 juin 2011

Zone Euro

► **Publication du taux d'inflation total et sous-jacent (mai) – le jeudi 16 juin à 11h** (avril 1.6%, consensus 1.6% pour l'indice sous-jacent et avril +2.8%, consensus + 2.7% pour l'indice total). A suivre attentivement le chiffre du taux d'inflation sous-jacent. En avril, le taux d'inflation hors produits alimentaires et énergie avait atteint 1.6 % contre 1.3 % le mois précédent. Une analyse détaillée de l'évolution de cet indice montrait une hausse des prix dans le secteur des loisirs, dans le textile et l'équipement de la maison. Ces hausses de prix sont sans nul doute la conséquence avec retard d'une reprise économique graduelle en Zone Euro depuis la mi-2009. Ce qui signifie que le taux d'inflation sous-jacent devrait rester à ce niveau en mai.

► **Parution de la production industrielle (avril) - le mercredi 15 juin à 11h** (mars -0.1 % en variation mensuelle, consensus -0.2. % - mars 5.6 % en variation annuelle, consensus 4.8 %)



France

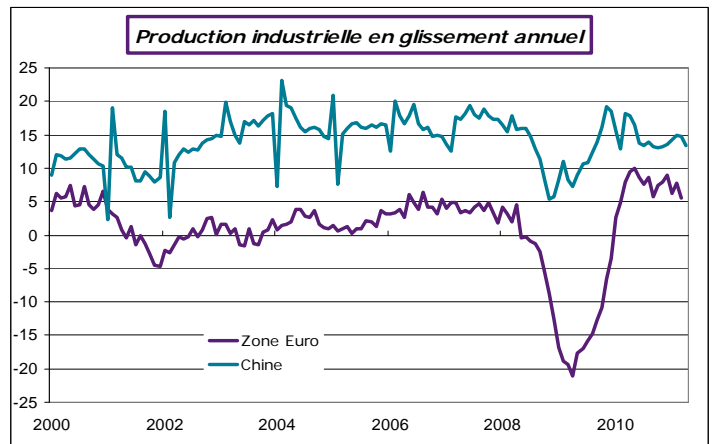
► **Parution de l'indice des prix à la consommation de mai, le mercredi 15 juin à 8h30** (avril 2.1 % en glissement annuel, consensus 2.1 %).

Royaume-Uni

► **Parution du taux d'inflation (mai) – le mardi 14 juin à 10h30** (avril 4.5 %, consensus 4.5 %)

► **Parution des ventes de détail du mois de mai – le jeudi 16 juin à 10h30** (avril 2.8 % en glissement annuel, consensus 1.5 %).

► **Parution du taux de chômage d'avril – le mercredi 15 juin à 10h30** (mai 4.6 %, consensus 4.6 %)



Japon

► **Réunion de la BoJ - décision le mercredi 15 juin** (consensus 0.1 %).

Chine

Les interrogations sur l'économie chinoise sont actuellement prégnantes : tensions inflationnistes, ralentissement économique, éclatement de la bulle immobilière. Il est donc important aujourd'hui de scruter les statistiques chinoises.

► **Parution de la production industrielle de mai, le mardi 14 juin** (avril 13.4 % en variation annuelle, consensus 13.1 %)

► **Parution des ventes de détail du mois de mai – le mardi 14 juin** (avril 17.1 % en glissement annuel, consensus 17 %)

► **Parution du taux d'inflation du mois de mai – le mardi 14 juin** (avril 5.3 % en glissement annuel, consensus 5.5 %)

