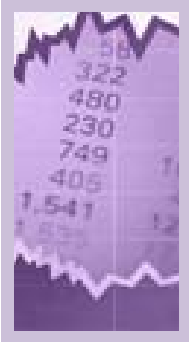


ANTICIPATIONS HEBDO

20 juin 2011

Direction de la Recherche Economique –

Auteurs : Zouhoure Bousbih, Stéphane Pignon et Philippe Waechter



Les attentes de la semaine du 20 au 26 juin

- Le vote par le parlement grec du nouveau plan budgétaire afin que le gouvernement grec puisse disposer des 12 Mds d'euros dont il a besoin.
- La réunion de la Fed – Pas d'annonces intempestives attendues (mercredi)
- Enquêtes PMI/Markit sur la conjoncture en Chine et en zone Euro (jeudi)
Enquêtes ZEW, IFO et INSEE également.
- Publication des minutes de la réunion de la Banque d'Angleterre



Les points majeurs à retenir sur la semaine écoulée – 13-19 Juin

- Tensions autour de la Grèce sur le nouveau plan de soutien. L'Allemagne accepte une restructuration sur une base volontaire.
- Enquêtes problématiques aux USA. Dans l'industrie la demande se contracte. Les consommateurs ne sont toujours pas optimistes (enq. Michigan)
- Le taux d'inflation s'infléchit en zone Euro. Il continue de progresser aux USA et en Chine.
- Les nouvelles sur l'activité en Chine sont rassurantes.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- La façon dont la question grecque sera traitée aura une incidence forte et durable sur l'architecture européenne.
- Les restrictions mises en place en Grèce pour rééquilibrer les finances publiques vont fragiliser l'activité.
- Le FMI est préoccupé par les risques financiers qui pourraient resurgir si l'activité venait à s'infléchir plus durablement. Les gouvernements et les banques centrales n'ont plus les capacités de faire face à des chocs négatifs



Les thèmes abordés dans le document

- Le thème principal, page 3, porte sur la situation de la Grèce.
- L'objectif est une présentation pédagogique de la problématique posée et des moyens mis en œuvre pour y répondre.

ANTICIPATIONS HEBDO

20 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

- ▶ Dans la mise à jour de juin (voir <http://bit.ly/kRAzAk>) du rapport d'Avril sur les perspectives économiques, le FMI révisé de -0.1 % ces prévisions 2011 à 4.3 %. Cela traduit un léger repli des prévisions pour les pays industrialisés (-0.2 % à 2.2 % attendu) et une très légère accélération des pays émergents (+0.1 % à 6.6 %). Dans les pays avancés, le FMI coupe la prévision US de -0.3 % à 2.5 % et rehausse celle de la zone euro de 0.4 % à 2 %.
- ▶ Le taux d'inflation américain s'est accéléré à 3.4 % contre 3.1 % en avril. Toutes les composantes ont eu une contribution plus élevée. Pour la partie sous jacente voir les graphes page 7.
- ▶ En zone Euro, le taux d'inflation a décliné en mai à 2.7 % contre 2.8 %. Les contributions de l'énergie et sous jacentes reculent légèrement. La composante alimentaire continue de progresser. Tant aux USA qu'en zone Euro, le prix des matières premières alimentaires s'est accéléré depuis 2010 sans pour autant être reprise dans les indices de prix. L'intégration de cette hausse des prix alimentaires est la source d'incertitude sur l'inflation.
- ▶ Les ventes de détail en volume se replient de -1.4 % en mai en Angleterre. Elles ont progressé de seulement 0.1 % depuis décembre 2010. L'Angleterre tarde vraiment à retrouver une allure favorable alors que l'inflation reste élevée (4.5 %).
- ▶ Aux USA, la production manufacturière progresse de 0.4 % sur le mois mais est toujours pénalisée par la situation du secteur automobile, handicapé par les problèmes rencontrés par les producteurs japonais dans la livraison de certaines pièces.

MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 13 AU 20 JUIN 2011

- ▶ Changement de régime sur la Grèce. Angela Merkel a accepté un roulement de la dette sous condition que cette opération soit volontaire. Il n'y aura pas d'obligations a priori pour les investisseurs privés de maintenir leur exposition.
- ▶ Deux questions restent ouvertes –
 - La première sur la façon dont le parlement allemand va valider ce changement de stratégie de la Chancellerie. Les allemands souhaitent toujours une participation substantielle des investisseurs privés. Le ministre des finances Wolfgang Schäuble qui avait fait campagne sur ce thème l'a encore répété durant le week-end.
 - Les conditions d'échange ne sont pas connues. Or cela sera essentiel pour le succès de l'opération. Quel sera le comportement des clients des banques, compagnies d'assurance ou encore des fonds de pension si les conditions financières sont dégradées. Les institutions devront agir dans l'intérêt des clients. N'y a-t-il pas sur ce point une source de conflit ?
- ▶ Dans le même temps, après avoir modifié son gouvernement, le premier ministre grec, Monsieur Papandreou, fait voter un nouveau plan budgétaire visant à réduire le déséquilibre des finances publiques de 28.4 Mds à l'horizon 2015. Le déficit public passerait alors de 7.4 % visé pour 2011 à 1.1 %. Le solde primaire (solde budgétaire hors paiements des intérêts sur la dette) sur la même période passerait de -1 % attendu en 2011 à + 8.2 %. Cet ajustement s'opèrera principalement par une réduction des dépenses. Les dépenses passent entre 2011 et 2015 de 50 % du PIB à 44.8 %. Hors intérêt sur la dette le mouvement restrictif est bien plus important puisque les dépenses reculent de 8 points de PIB. Les recettes n'augmentent que de 0.6 %.
- ▶ Au regard de l'importance des dépenses publiques dans le cycle conjoncturel grec, le reflux très important va peser sur la croissance. Le redémarrage, dans le scénario du gouvernement, apparaît de ce fait bien rapide puisque dès 2013 la croissance repart au rythme de 2.1 % sous l'impulsion des exportations alors que la dynamique interne continue d'être morose. Nous n'envisageons que 0.5 % en 2013 en raison de la demande interne qui continuera de s'ajuster. En d'autres termes, le scénario retenu paraît optimiste compte tenu d'un choc budgétaire considérable.
- ▶ Les mesures prises permettront à la Grèce de toucher les quelques 12 Mds d'euros nécessaires au fonctionnement de l'Etat grec. Cela faisait partie du plan de 110 Mds de mai 2010 mais le rapport de la troïka le 3 juin conditionnait l'aide à la mise en place de nouvelles mesures.
- ▶ Le gouvernement grec souhaite un nouveau plan d'une ampleur proche parce qu'il ne pourra pas revenir sur le marché en 2012.
- ▶ La Grèce a besoin de ces aides pour honorer ses engagements.
- ▶ Alerte de Standard and Poor's sur l'immobilier chinois. Les restrictions dans la distribution de crédit souhaitée par la Banque Centrale de Chine commencent à peser sur les comportements. Les financements doivent se faire principalement via les recettes des ventes et non plus par des crédits nouveaux. Les transactions semblent avoir commencé à s'infléchir. Par ailleurs, comme l'offre est excédentaire, l'agence de notation craint un mouvement d'ajustement à la baisse des prix.
- ▶ Sentiment un peu plus préoccupé du FMI à la lecture de sa mise à jour de son rapport d'avril sur la stabilité financière (voir <http://bit.ly/ju2s9K>). Les risques apparaissent plus importants en raison notamment de l'inflexion cyclique du printemps et de la situation plus fragile en Europe avec les ajustements liés aux dettes publiques. Il faudrait pouvoir intervenir mais les marges de manœuvre de la politique économique sont réduites. Cette situation ne facilite pas non plus le renforcement des systèmes bancaires et financiers. En d'autres termes, la capacité de réaction et de soutien du système global pourrait être fragilisée si ces deux sources de risques s'accroissent.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 13 AU 20 JUIN 2011

Une semaine encore dominée par la crise de la dette souveraine européenne et par des publications macroéconomiques US moroses.

- ▶ Les marchés actions ont chuté, l'indice MSCI EM a perdu -2.23%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a perdu de -0.31% sur la semaine. Le spread s'est élargi à 323 pb (+10 pb liés à la baisse des taux 10 ans US).
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements ont consolidé face au billet vert : real brésilien 0%, rand sud africain +0.2% et livre turque -1.43%.
- ▶ En Chine, la production industrielle a progressé de 13.3% GA (vs 13.4%). Les ventes au détail (nominales) ont progressé de 17% GA. L'investissement reste solide progressant de 25.8% GA YTD (vs 25.4%).
- ▶ En Chine, l'inflation a augmenté de 5.5% en mai (vs 5.3%), liée à l'alimentaire. L'inflation core a augmenté à 2.9% GA (vs 2.7%), liée notamment à la hausse du prix des logements à 6.1%. La persistance de l'inflation a amené la Banque Centrale de Chine à relever dans la foulée, son taux de réserves obligatoires de +50 pb à 21.5%, afin de freiner la hausse des prix de l'immobilier.
- ▶ L'Inde a relevé son taux directeur de +25 pb à 6.5%, en raison de l'accélération de l'inflation.
- ▶ En Russie, le FMI a publié ses nouvelles prévisions pour l'économie russe. La croissance du PIB est estimée à 4.8% en 2011 et 4.5% en 2012, dans un environnement où l'inflation reste élevée malgré la baisse des prix alimentaires à 8% fin 2011 et 7% à fin 2012.

Comprendre la question grecque

L'objectif de ce court papier est de fixer simplement les idées sur la situation en Grèce. Il y a plusieurs problématiques posées. La première est celle de la croissance. Sans progression de l'activité, le rééquilibrage des finances publiques est très difficile à mettre en œuvre. La seconde est celle de la nécessité d'une aide. La troisième et dernière est celle du renouvellement de l'aide.

L'IMPORTANCE DE LA CROISSANCE

La question posée par la Grèce est celle du rééquilibrage des finances publiques lorsque la croissance n'est pas au rendez vous.

Depuis la fin de l'année 2008 l'activité économique se contracte en Grèce. A partir du point haut du 3^{ème} trimestre 2008, le niveau du PIB en volume a reculé de -10 % (soit -4.1 % en taux annualisé) et en valeur de -7.1 % (soit -2.9 % en taux annualisé).

Ce repli de l'activité est problématique pour les finances publiques lorsque l'objectif premier est de stabiliser le ratio dette publique sur PIB. En effet, la dynamique de ce ratio est fonction du solde budgétaire primaire (recettes moins dépenses hors paiement des intérêts sur la dette) et de l'écart entre le taux d'intérêt portant sur la dette publique et le taux de croissance nominal du PIB. On comprend bien l'idée. Le solde primaire s'il est négatif alimente l'accumulation de la dette. Le ratio dette publique sur PIB augmente avec le taux d'intérêt (hausse du numérateur) et se réduit avec la croissance du PIB (hausse du dénominateur). Le taux d'intérêt étant positif, lorsque le taux de croissance nominale est négatif, l'effort demandé pour stabiliser le ratio dette publique sur PIB est considérable. On peut faire un calcul simple pour comprendre l'articulation entre ces différents éléments.

Si pour fixer les idées on prend le taux d'intérêt nominal à 6 % et un ratio dette sur PIB initial de 150 %. Avec un taux de croissance nominal à 0 %, il faut dégager un surplus primaire de 9 % du PIB pour stabiliser le ratio dette publique sur PIB. Si la croissance est de 4 %, le surplus permanent doit être de 2.9 % et si le taux de croissance est de 8 %, le ratio dette publique sur PIB peut être stabilisé même avec un solde primaire négatif de -2.8 %.

En d'autres termes, l'important sur la dynamique de la dette publique est le point de départ et le taux de croissance nominal de l'économie puisque le taux d'intérêt est en général défini par les conditions globales du marché.

Aujourd'hui l'économie grecque se contracte même en nominal. Il lui est impossible de stabiliser son ratio dette publique sur PIB sauf à mettre en place une stratégie budgétaire extrêmement restrictive. Le risque est qu'en étant trop restrictif cela pèse sur la dynamique de croissance. C'est ce qui avait été évoqué dans le rapport de la troïka publié le 3 juin dernier.

Cette dynamique de la contrainte budgétaire peut être plus sophistiquée avec des taux de croissance évoluant dans le temps ou un objectif de ratio dette publique sur PIB donné. Cela ne change pas grand-chose à l'analyse, la logique est toujours la même.

(Pour mesurer l'effort à faire on doit comparer le chiffre de solde primaire nécessaire pour stabiliser la dette et le solde primaire de -4.7 % en 2010. Cet effort doit être permanent)

POURQUOI UNE AIDE A-T-ELLE ETE NECESSAIRE ?

La dégradation des finances publiques en 2009 a été telle que la Grèce n'a plus eu accès aux marchés financiers. Plus personne ne souhaitait prendre le risque grec. Cela s'est traduit par une hausse significative des taux d'intérêt.

Faible dynamique de l'activité, déséquilibre des finances publiques, la Grèce ne pouvait plus trouver les moyens pour se financer à court terme et les perspectives de moyen terme étaient très dégradées.

L'aide de l'Europe, de la BCE et du FMI a eu pour objectif d'assurer ces financements manquants.

En contrepartie, la Grèce s'est engagée à mettre en œuvre une politique plus rigoureuse visant à réduire son déficit public afin de converger vers le niveau qui permettrait à terme de stabiliser le ratio dette publique sur PIB.

Le premier objectif a été de réduire les dépenses publiques. Celles-ci avaient progressé rapidement depuis le début de la crise. Il fallait revenir déjà au niveau d'avant crise. Le deuxième point est l'amélioration du rendement de la fiscalité.

Les tâches étaient bien définies. Au gouvernement grec les mesures restrictives sur le budget, à la troïka le financement de ce gouvernement.

Cela n'a cependant pas bien fonctionné pour 2 raisons. L'économie grecque n'a pas réussi à s'intégrer dans la dynamique de la reprise mondiale des échanges. Ce n'est pas le seul pays en Europe dans cette situation, même la France n'a pas eu une performance à l'exportation à la hauteur de la reprise du commerce mondial. L'autre raison est que la dynamique du cycle grec était très dépendante des dépenses publiques. L'effort fait sur la réduction des dépenses a pesé sur l'activité et l'emploi.

En conséquence, l'activité est restée très médiocre et l'emploi s'est très rapidement dégradé. Entre mai 2008 et mars 2011, le nombre de chômeurs a progressé de 150 %. Le marché intérieur ne pouvait pas progresser et doper la croissance.

ANTICIPATIONS HEBDO

20 juin 2011

En 2010, l'économie grecque a continué de se contracter alors qu'une reprise s'observait dans tous les pays européens.

POURQUOI UNE NOUVELLE AIDE ?

La contraction continue de l'économie n'a pas permis l'amélioration souhaitée des finances publiques en ce début d'année 2011. Les chiffres publiés sur les 5 premiers mois de l'année sont un peu dégradés par rapport à ceux de 2010 sur la même période. Le déficit budgétaire est un peu plus important que l'an dernier et surtout le déficit primaire (solde hors paiement des intérêts sur la dette) est nettement plus important que l'an dernier.

En d'autres termes, le plan mis en œuvre au printemps 2010 n'a pas été un succès. Les questions posées l'an dernier sont toujours posées avec un peu plus d'acuité. La contraction de l'activité explique une partie de ce résultat mais le plan lui-même a pu être mis à caution.

Les expériences passées qui ont largement été rappelées au moment de sa mise en œuvre n'étaient pas similaires car dans tous les cas, il y avait une variable qui s'ajustait et permettait à l'économie de retrouver rapidement une dynamique de croissance. Généralement cet ajustement passait par une dévaluation du taux de change. Ici une telle manœuvre n'est pas possible. Les ajustements nominaux passent par les coûts salariaux qui par nature et par contrat ne peuvent pas s'ajuster spontanément.

Le processus est long. De ce fait une partie de cet ajustement s'est fait sur l'activité et l'emploi, pénalisant encore davantage le processus de rééquilibrage des finances publiques.

La conséquence majeure est que Grèce n'a toujours pas les moyens de faire face à ses engagements. Elle demande une nouvelle aide. Cependant il faut distinguer entre les mesures immédiates et celles de plus long terme.

La première étape, à court terme, est la mise à disposition de la tranche de 12 Mds d'euros à la fin du mois de juin 2011. Il est nécessaire à court terme au financement de l'économie grecque. Ce versement fait partie du plan mis en place au printemps 2010. Son versement est cependant conditionné à l'examen par la troïka de la situation grecque. C'est le rapport remis le 3 juin 2011 dans lequel il était fait mention de progrès insuffisant. L'octroi de ces 12 Mds ne pourrait se faire qu'avec la mise en œuvre d'un nouveau plan restrictif visant effectivement à réduire le déséquilibre des finances publiques. Ce plan vise à réduire le déficit public de 28.4 Mds à l'horizon. Le déficit public passerait de 7.4 % espéré en 2011 à -1.1 % en 2015. Il passera principalement par une réduction des dépenses (-8 % du PIB sur les dépenses hors intérêts entre 2011 et 2015). Les recettes n'augmenteront que de 0.6 % sur la période. Il y a aussi sur la période 50 Mds de ventes d'actifs. Qui achètera ces actifs est la question importante car sur les 10 dernières années les investisseurs étrangers n'ont acheté que pour 2 Mds d'USD en net tous les ans. On est loin du compte.

La seconde est l'incapacité de la Grèce à trouver des liquidités sur le marché. Il faut assurer le financement de la Grèce à moyen terme. C'est l'idée d'un second plan d'aide qui viendrait en complément de celui mis en place au printemps 2010. Il aurait une dimension mêlant les investisseurs privés. L'idée est alors de repousser les maturités des papiers arrivant à échéances au cours des prochaines années. Il n'y a, dans ce cas, pas besoin de lever des capitaux pour rembourser immédiatement les investisseurs. Le remboursement aurait alors lieu plus tard lorsque la situation macroéconomique sera mieux orientée.

Cette restructuration de la dette devra se faire sur une base volontaire. Il faudra connaître les conditions de prolongation des actifs et veiller à ce que les clients des porteurs de ces dettes ne soient pas lésés; l'institution porteuse des actifs grecs doit agir dans l'intérêt du client.

CONCLUSION

La situation reste très fragile puisque la Grèce a une telle dégradation de ses finances publiques qu'elle ne peut pas faire face à ses engagements. Il n'est pas certain que la contraindre davantage arrangera l'affaire des grecs et réduira l'incertitude.

Le risque est de renforcer les tensions au sein de la société grecque, provoquant forcément des interrogations sur le modèle mis en œuvre. C'est pour limiter le risque d'un tel doute que les européens doivent intervenir rapidement, fortement et dans la durée. La difficulté est d'éviter que la situation actuelle ait un impact et se diffuse au reste des pays européens.

Le problème soulevé est celui d'une dette élevée dans un pays au sein duquel la croissance ne repart pas puisqu'handicapé par une politique restrictive visant à stabiliser cette dette publique. Il n'y a pas de variable d'ajustement qui permettrait de rapidement redonner de l'allant à l'économie grecque. Il faut donc redonner des moyens à celle-ci en cantonnant la dette jugée comme excessive, qui est celle qui paralyse le gouvernement grec. Avec des modalités à définir, le fonds de stabilisation européen pourrait s'y atteler ou pourquoi pas la BCE en suivant l'exemple de la Fed qui est intervenu sur le marché des MBS pour ôter une partie du risque des marchés financiers.

Il est clair que dans le même temps, cette dette sortant des comptes grecs, les règles de fonctionnement de la Grèce devront être changées pour éviter ces effets perturbants pour l'ensemble de l'économie de la zone Euro mais aussi de l'ensemble de l'économie mondiale.

ANTICIPATIONS HEBDO

20 juin 2011

MARCHE DES ACTIONS AU 17 JUIN 2011

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/10	17/06/11	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3804.78	3823.74	3332.46	4157.14	3.70	0.50	0.49			
DAX	6914.19	7164.05	5816.20	7527.64	15.23	3.61	1.33			
EuroStoxx	2792.82	2770.12	2507.83	3068.00	1.21	-0.81	1.38			
FTSE	5899.94	5714.94	4805.75	6091.33	8.84	-3.14	-0.88	2.88	-6.23	-0.91
SNP 500	1257.64	1271.50	1022.58	1363.61	13.78	1.10	0.04	-1.52	-5.20	0.40
Nasdaq	2652.87	2616.48	2091.79	2873.54	13.28	-1.37	-1.03	-1.96	-7.52	-0.68
Nikkei 225	10228.92	9351.40	8605.15	10857.53	-6.44	-8.58	-1.71	-8.16	-13.18	-1.23
MSCI Emerging USD	1151.39	1103.74	909.30	1206.49	15.76	-4.14	-2.23	0.19	-10.12	-1.87
MSCI World USD	1280.07	1280.58	1033.74	1391.86	14.81	0.04	-0.61	-0.63	-6.20	-0.26

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 17 JUIN 2011

	Taux d'intérêt au 17 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	0.247	0.38	2.94	-0.002	-0.030	-0.050	0 - 0.25	0.30	0.61	3.30
Zone Euro	1.25	1.502	1.401	2.872	0.033	-0.105	-0.066	1	1.01	0.77	2.89
UK	0.5	0.83	0.765	3.200	0.000	-0.061	-0.030	0.5	0.8	0.76	3.51
Japon	0.1	0.340	0.168	1.120	0.000	-0.004	-0.014	0.1	0.34	0.16	1.12
ECART DE TAUX		3 mois* (17/06/11)	2 ans (17/06/11)	10 ans (17/06/11)	3 mois (31/12/10)	2 ans (31/12/10)	10 ans (31/12/10)				
USA – Zone Euro		-1.26 (-1.22) §	-1.02 (-1.10) §	0.07 (0.05) §	-0.703	-0.163	0.413				
UK – Zone Euro		-0.67 (-0.64) §	-0.64 (-0.68) §	0.33 (0.29) §	-0.206	-0.008	0.619				

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

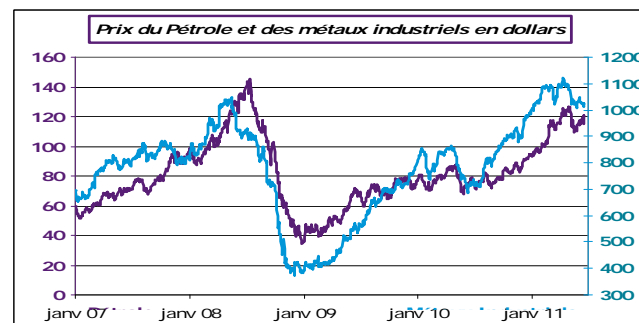
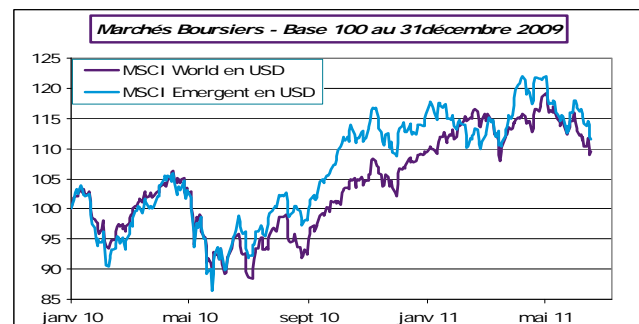
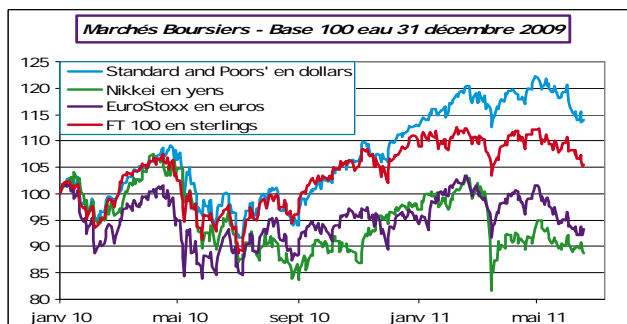
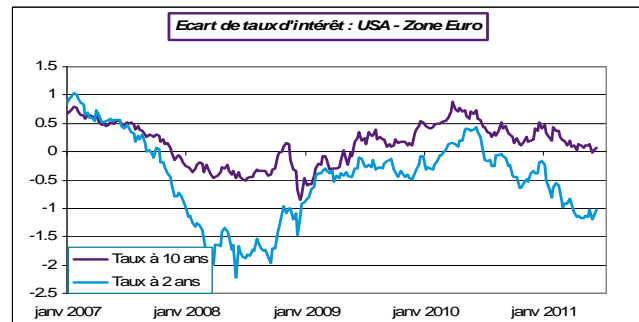
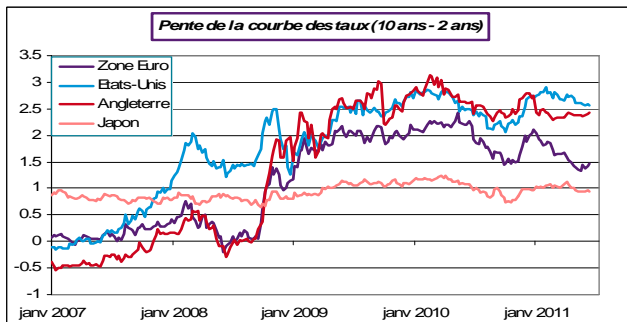
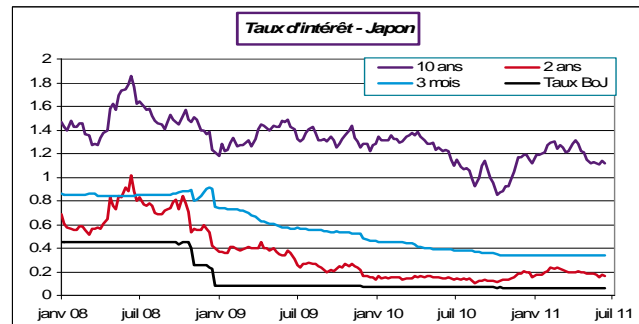
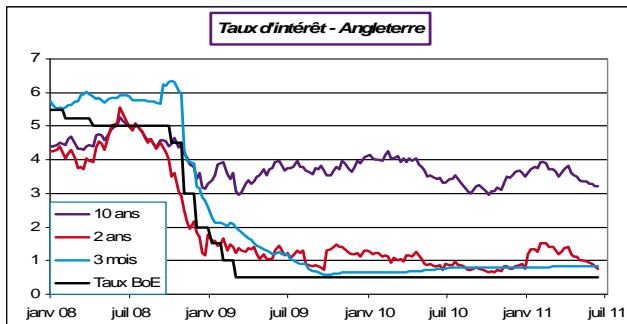
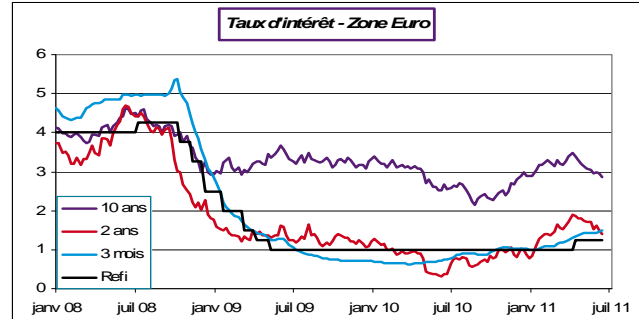
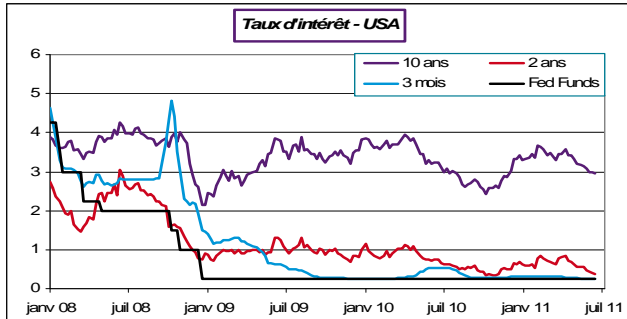
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 17 JUIN 2011

	Cours		Variation			
	31/12/2010	17/06/11	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.342	1.431	-0.36	6.65	15.80	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	108.806	114.574	-0.50	5.30	2.13	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.861	0.883	-0.65	2.54	5.71	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	81.490	80.680	0.42	-0.99	-11.65	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.566	1.617	-0.39	3.25	9.30	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.591	6.471	-0.14	-1.81	-5.25	
Prix du baril de Brent	Dollar	92.81	114.71	-3.15	23.60	46.44
	Euro	69.18	80.17	-2.80	15.89	26.46
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1417.63	1537.9	0.23	8.48	23.42
	Euro	1056.73	1074.88	0.59	1.72	6.58

ANTICIPATIONS HEBDO

20 juin 2011

Indicateurs Financiers au 17 Juin 2011



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Ventes de détail

La composante des ventes de détail qui va nous intéresser est la partie sous jacente qui exclut l'automobile, les ventes d'essence et les ventes de matériaux de construction. C'est la composante extraite par le Bureau of Economic Analysis pour le calcul de la consommation des ménages. Cet indicateur a une allure toujours bien orientée. Il progresse au rythme de 0.24 % en mai après 0.3 % en avril. De la sorte, l'acquis à la fin du mois de mai pour le 2^{ème} trimestre est de 5.2 % en taux annualisé. Ce chiffre est à comparer à la progression de 7.8 % sur les 3 premiers mois de l'année.

Sur le graphique, la tendance calculée sur 2002-2007 a un taux de croissance annualisé de 5.4 %. Depuis la reprise de mars 2009, le taux de progression est un peu moins rapide à 4.7 %. La dynamique de la consommation est un peu plus fragile.

Taux d'inflation

Le taux d'inflation sous jacent a progressé récemment passant de 0.65 % en décembre 2010 à 1.5 % en mai 2011 soit une contribution au taux d'inflation passant de 0.5 % à 1.17 %. La décomposition ci contre indique que ce mouvement haussier se concentre sur 2 secteurs particuliers. Le 1^{er} est le logement hors énergie, c'est la courbe bleue. En décembre 2010 sa contribution au taux d'inflation était de 0.01 %, elle est de 0.34 % en mai 2011. Cela reflète le désajustement du marché immobilier US. Il n'y a plus de transactions mais les besoins de logement se traduisent par une pression à la hausse sur les loyers. C'est ce que traduit le graphe. L'autre secteur est celui de l'automobile. Sa contribution est passée de 0 % en fin 2010 à 0.2 % en mai.

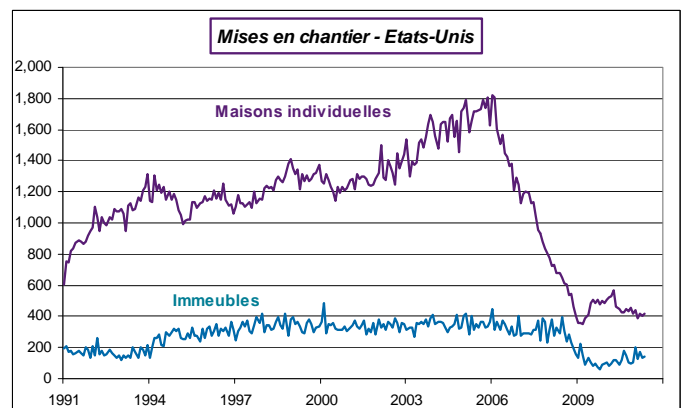
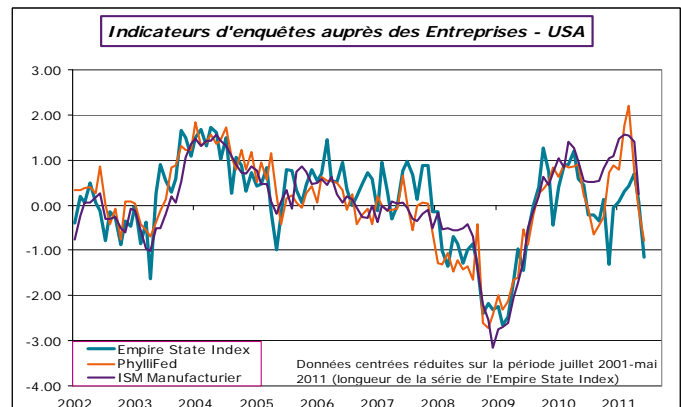
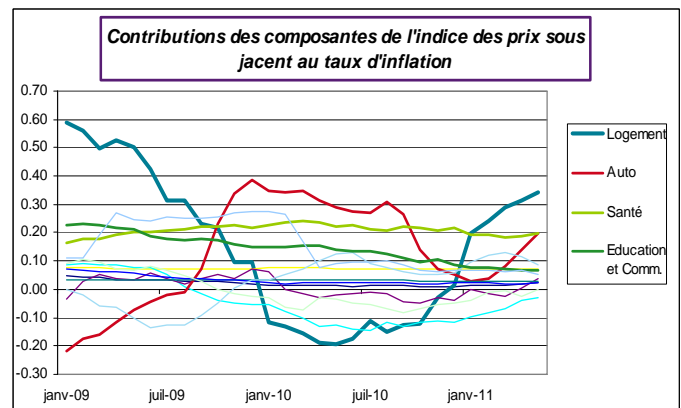
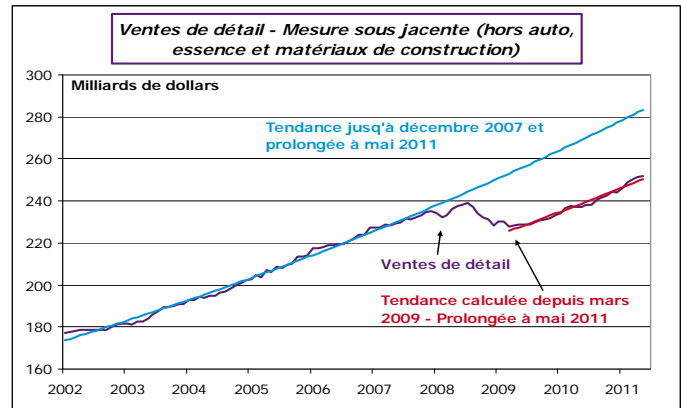
La contribution du taux sous jacent au taux d'inflation a augmenté de 0.67 % entre décembre 2010 et mai 2011. Le logement et l'auto en expliquent 0.47 %. L'habillement et les meubles (courbe bleue claire en bas) expliquent 0.08 % chacun.

Enquêtes sur l'activité

Les deux enquêtes publiées montrent un coup d'arrêt de l'activité manufacturière en juin. Ces deux indicateurs passent en dessous de leur moyenne calculée sur la période juillet 2001 – mai 2011. C'est un nouveau signal d'inflexion de l'activité américaine et qui devrait se traduire au regard de la cohérence perçue sur le graphique par un nouveau ralentissement de l'indice ISM pour le secteur manufacturier. Dans les deux cas, les nouvelles commandes ralentissent, la production également alors que les stocks baissent. La demande s'est nettement réduite en juin. Les autres indicateurs des enquêtes relatifs au comportement de l'entreprise, notamment sur l'emploi, ne sont pas encore affectés. On notera que les indicateurs de prix sont moins tendus. Si cela est confirmé au niveau fédéral dans l'enquête ISM cela devrait se traduire par de moindres pressions sur les prix de production. Cela sera bon pour les marges des entreprises.

Mises en chantier

Les indicateurs de mises en chantier ne rebondissent pas. Le graphique ci contre traduit bien ce phénomène. Le niveau est bas, notamment dans les maisons individuelles qui orientent le marché. Sur ces indicateurs, l'ouest américain semble la région où une reprise est peut être en train de se dessiner. Dans les prochains mois la dynamique globale devrait néanmoins être limitée. L'indice des constructeurs a reculé, retrouvant le niveau de novembre 2010 mais restant légèrement au dessus des points bas de la fin 2008 – début 2009. L'indice est à 13, il était à 8-9 fin 2008-début 2009 et à 56 en moyenne de 1985 à juin 2006.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

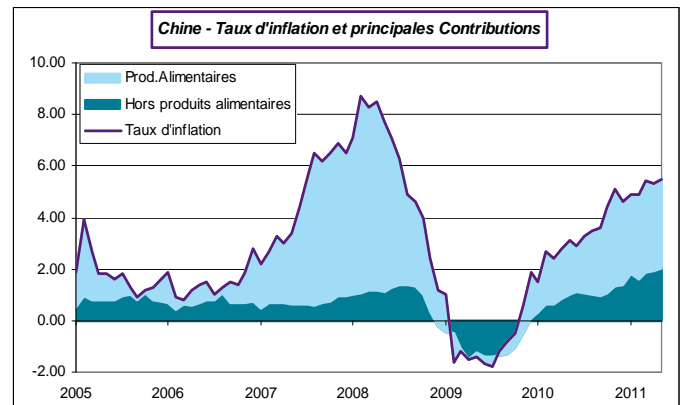
Taux d'inflation

Le taux d'inflation s'est accéléré en mai, s'inscrivant à 5.5 % après 5.3 % en avril. C'est le chiffre le plus élevé depuis la progression de 6.3 % en juillet 2008.

La décomposition fait ressortir une contribution quasi stable des prix alimentaires alors que l'indicateur sous jacent voit sa contribution s'accroître légèrement.

Les pressions se font donc un peu plus fortes sur l'indice sous jacent, notamment sur les biens durables ou encore et toujours l'immobilier.

Cependant, il y a sur les données globales un effet de base significatif puisque sur les 3 derniers mois (mars, avril, mai) l'indice des prix à la consommation évolue peu d'un mois sur l'autre. Le mouvement est fort sur un an mais plus limité au mois le mois. C'est un signal plutôt favorable qui suggère que l'accélération des prix en Chine est en train de s'estomper.



ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Taux d'inflation

Le taux d'inflation au sein de la zone Euro est revenu à 2.7 % en mai. Le détail montre une inflexion de la composante liée à l'énergie. La contribution de ce secteur passe de 1.35 % en mars 2011 à 1.15 % en mai. Le prix du Brent en euros a reculé en mai passant à 80.2 euros contre 85.3 en moyenne en avril. Cela correspond à une hausse de 32 % sur un an. Si le prix du baril est maintenu à ce niveau jusqu'à la fin de l'année, sa hausse annuelle se limiterait alors à 15 % réduisant alors très nettement la contribution de l'énergie au taux d'inflation. L'indice sous jacent ralentit sur le mois et sur un an. Les effets perturbateurs ayant provoqué l'accélération de mars et avril se dissipent progressivement mais sont encore perceptibles.

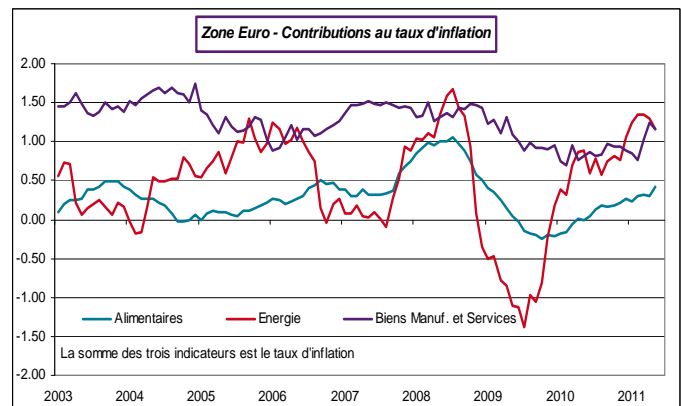
Les prix alimentaires continuent de progresser. La hausse des prix des matières premières alimentaires se diffuse progressivement dans l'indice des prix alimentaires. C'est la grande source d'incertitude sur le profil du taux d'inflation.

Emploi au 1^{er} trimestre

L'emploi au 1^{er} trimestre 2011 a progressé de 0.18 % en taux annualisé après une hausse de 0.64 % sur les 3 derniers mois de 2010.

C'est en Allemagne et en France que l'emploi progresse le plus. En revanche il se contracte très vite en Grèce et à un rythme plus réduit en Italie et en Espagne.

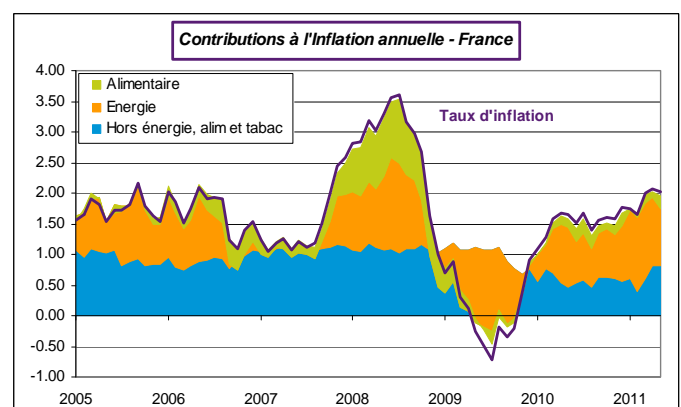
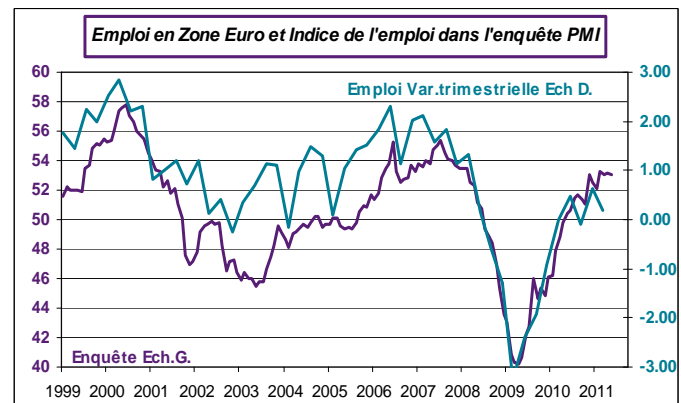
L'industrie manufacturière a créé de nombreux emplois, certainement sous l'impulsion de l'Allemagne. L'autre grand contributeur à la hausse de l'emploi est le secteur des services aux entreprises et des services financiers. En revanche, le repli est rapide dans la construction.



ECONOMIE FRANCAISE

Taux d'inflation

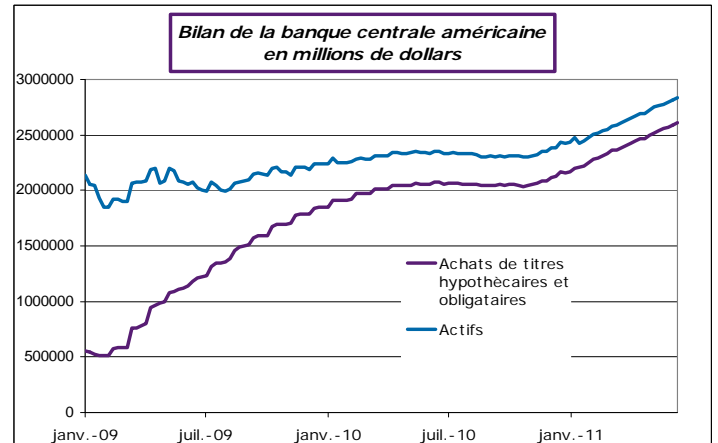
Le taux d'inflation en France est revenu vers 2% en mai. Le graphique montre les contributions cumulées. On constate comme pour la zone euro un impact fort du prix de l'énergie. Une remarque : il est souvent indiqué que la hausse des matières premières allait, in fine, provoquer une reprise rapide de l'inflation. Depuis 2007 le prix de l'énergie s'est accru rapidement avec des contributions évoluant dans le range -1.5 + 1.5 %. L'effet d'entraînement a cependant été limité parce que le choc de matières premières n'a pas été diffusé au reste de l'économie. Tant que le marché du travail fonctionnera avec les mêmes règles qu'actuellement le taux d'inflation ne s'envolera pas du fait de l'absence d'indexation des salaires sur les prix.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

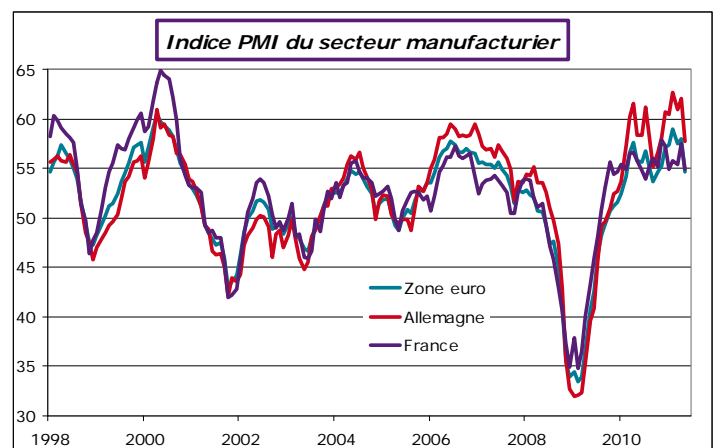
Etats-Unis

- ▶ **Publication de deux indicateurs d'activité**
 - **3^{ème} estimation du PIB (T1 2011), le vendredi 24 juin à 14h30** (2^{ème} estimation +1.8 % en rythme annualisé, consensus 1.9 %)
 - **Commandes de biens durables (mai) le vendredi 24 juin à 14h30** (avril -3.6 % en variation mensuelle, consensus 1.6 %)
- ▶ **Parution d'indicateurs sur l'immobilier résidentiel**
 - **Ventes de maisons anciennes (mai) le mardi 21 juin à 16h** (avril 5.05 m, consensus 4.85 m)
 - **Ventes de maisons neuves de mai- le jeudi 23 juin à 14h30** (avril 323 mille, consensus 310 mille)
- ▶ **Réunion du FOMC le 21-22 juin. Décision mercredi 22 juin à 18h30.** A 20h15, heure française, se tiendra pour la deuxième fois, une conférence de presse avec M Bernanke. Il évoquera vraisemblablement le « soft patch » que subit actuellement l'économie américaine.



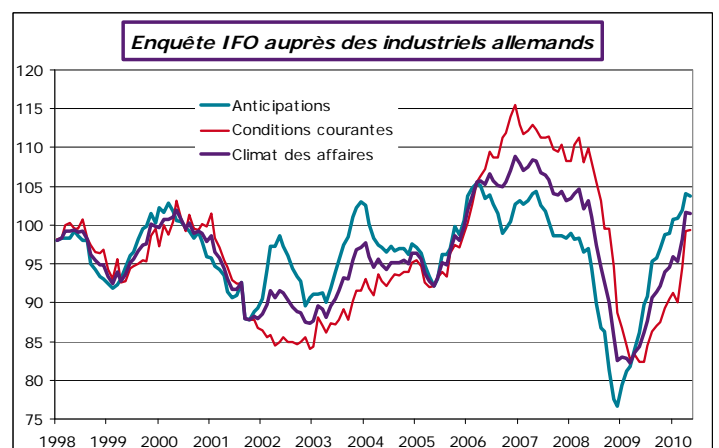
Zone Euro

- ▶ **Publication de l'indice flash de l'enquête PMI-Markit (juin) – le jeudi 23 juin à 10h** (consensus 55.2 mai 55.8 pour l'indice composite, consensus 55.4; mai 56 pour l'indice des services, consensus 53.8; mai 54.6 pour l'indice manufacturier). **Seront publiées les estimations flashs relatives à l'Allemagne (9h30) et la France (9h).**



Allemagne

- ▶ **Parution de l'Indice IFO (juin), le vendredi 24 juin à 10h** (Climat des affaires mai 114.2, consensus 113.5 ; Conditions courantes mai 121.4, consensus 121 ; Anticipations mai 107.4, consensus 106.4)
- ▶ **Publication des ventes de détail pour mai, le vendredi 24 juin à 8h** (avril +0.3% en variation mensuelle, consensus 1 %)
- ▶ **Publication de l'indice ZEW du mois de juin, le mardi 21 juin à 11h - Sentiment économique** (mai 3.1, consensus -2) **Situation courante** (mai 91.5, consensus 90)



France

- ▶ **Publication de l'enquête INSEE auprès des entreprises pour le mois de juin, le mercredi 22 juin à 8h45** (mai 107, consensus 106 sur le climat des affaires)
- ▶ **Parution de la confiance des ménages (juin), le vendredi 24 juin à 8h45** (mai 84, consensus 84)

Royaume-Uni

- ▶ **Minutes de la BoE – le mercredi 22 juin à 10h30.**

Chine

- ▶ **Enquête PMI/Markit/HSBC sur le secteur manufacturier – Jeudi 23 dans la nuit**