



Les attentes de la semaine du 25 Juin au 1^{er} Juillet

- Le sommet européen mobilisera toutes les attentions. Les espoirs relatifs à un changement dans les institutions sont forts afin de solidifier la zone Euro.
- Lors de la réunion des 4 (France, Allemagne, Italie et Espagne) un arbitrage a été mis en avant. Merkel souhaite d'abord une union politique avant d'avoir une solidarité financière. François Hollande souhaite d'abord la convergence financière avant l'union politique. Ce choix, cet arbitrage devra être tranché lors du sommet européen.
- Indicateurs américains importants avec l'évolution des revenus et de la consommation des ménages en mai et les commandes de biens durables
- Dépenses des ménages (mai) et confiance des consommateurs (juin) en France
- Indicateurs sur le marché du travail en Allemagne



Les points majeurs à retenir du 18 au 24 Juin

- Plan de soutien à la croissance en ZE pour un montant de 130 Mds d'Euros répartis entre l'utilisation des fonds structurels résiduels, la hausse des capacités de prêts de la Banque Européenne d'Investissement et à la marge l'utilisation de Project bonds. Le montant est limité et l'impact le sera aussi mais permettra de réduire les risques de dégradation supplémentaire.
- Les indicateurs conjoncturels continuent de se dégrader. L'enquête PMI/Markit pour la zone Euro traduit toujours une contraction de l'activité en juin. Les enquêtes IFO, ZEW pour l'Allemagne et de l'INSEE pour la France s'infléchissent rapidement, suggérant comme les enquêtes PMI/Markit pour ces deux pays, une contraction de l'activité au 2^{ème} trimestre.
- Réunion du comité de politique monétaire de la Fed aux USA. Le taux de référence restera bas jusqu' la fin 2014 au mieux et la Fed prolonge son opération "Twist" d'achat de titres d'Etat longs en vendant des titres courts qu'elle a en portefeuille. Le but est de maintenir très basse la structure des taux d'intérêt américains.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Les enjeux du sommet européen des 28 et 29 juin. Les attentes portent sur le mode de résolution de la crise et sur le cadre nouveau dans lequel la zone Euro doit s'inscrire dans le long terme. (page 2)
- Un autre point majeur est celui de la dégradation de nombreuses banques par l'agence de notations Moody's. Pour l'agence de notation cela traduit l'exposition à des risques élevés sur les marchés. Une conséquence pourrait être un changement sur la partie monétaire de la courbe puisque les notations court terme de plusieurs banques ont été dégradées. Cela peut affecter l'appétit des fonds monétaires sur les papiers émis par ces banques.
- Lors de la réunion de la Fed, on a noté une plus grande incertitude sur les instruments que pourrait utiliser la Fed en cas d'intervention (il y a un changement de langage significatif).



Les graphes dans le document

- Evolution de l'activité industrielle mondiale. Toujours pas d'inflexion à la hausse
- Dynamique du commerce mondial en volume – Pas d'impulsion marquée à +2.6 % sur un an à fin avril.
- Indice synthétique PMI/Markit pour la zone Euro en juin. L'activité continue de se contracter
- Les ménages européens restent inquiets sur leur environnement – indice de confiance de juin
- Les indices d'enquêtes en Allemagne se retournent tous très vite en mai et juin
- Retournement également de l'indice de la Fed de Philadelphie aux USA
- Indice chinois PMI/Markit/HSBC toujours en berne. Cela fait maintenant un an (sauf octobre)
- Dégradation du commerce extérieur japonais en mai. Les exportations restent sur une dynamique réduite.

Direction de la Recherche Economique

CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 18 AU 24 JUIN 2012

- ▶ La semaine qui s'ouvre est cruciale pour la zone Euro avec le sommet Européen des 28 et 29 juin. Comment la zone Euro va-t-elle pouvoir résoudre les questions actuelles et définir le cadre dans lequel elle évoluera dans le futur.
- ▶ Les enjeux ont changé récemment à la fois parce que la crise dure, parce que les fragilités institutionnelles sont apparues lors de la 2^{ème} élection en Grèce mais aussi parce que la solution pour le système bancaire espagnole n'a pas vraiment convaincu.
- ▶ L'ensemble de ces éléments suggèrent un changement majeur dans le mode de fonctionnement de la zone Euro. Sur ce point, on retrouve une opposition entre Angela Merkel qui veut une Union Politique d'abord car en définissant des règles communes il y aurait forcément convergence financière et François Hollande qui souhaite d'abord une stabilisation et une convergence financière dont l'ultime étape sera l'Union Politique.
- ▶ On observe à travers cette hiérarchie des priorités les points de vue non convergents sur les Eurobonds. Pour Angela Merkel l'application de règles communes est un préalable alors que François Hollande pensait, en mettant en place les Eurobonds, faciliter la convergence financière. Je mets l'imparfait car la question des Eurobonds a été mis en retrait du côté français.
- ▶ L'urgence est peut être aussi un peu plus forte en raison de la dégradation conjoncturelle à laquelle la zone Euro a à faire face. Les graphiques présentés en page 5 suggèrent qu'il y a une grande fragilité conjoncturelle et qu'il y a urgence à agir pour éviter une dégradation plus durable de l'activité et derrière cela du marché du travail. L'objectif sur ce point doit être d'améliorer l'autonomie de la croissance.
- ▶ Au-delà de ces points, de nombreuses questions devront trouver des réponses lors du sommet européen des 28 et 29 juin. On peut les citer sans pour autant les hiérarchiser.
- ▶ Le pacte de croissance a été adopté et représente 130 Mds d'euros. Les détails doivent être apportés sur le timing et le type d'aide car sur ce point il faut être précis pour cibler les types de dépenses qui seront efficaces rapidement pour soutenir la conjoncture et éviter une montée trop importante et trop rapide du chômage.
- ▶ Parmi les points abordés et les réponses attendues il y aura forcément le rôle de l'EFSF et du MES à la fois dans la recapitalisation du secteur bancaire, de l'achat éventuels de dette souveraine sur le marché secondaire, du statut bancaire évoqué pour le MES.
 - La première question est de savoir s'il faut changer les textes pour permettre à ces deux institutions de recapitaliser directement le secteur bancaire sans passer par l'Etat. L'objectif implicite serait alors de dissocier le secteur bancaire des Etats et de mettre en place les fondements d'une Union Bancaire.
 - Le second point est d'utiliser ces institutions pour intervenir sur le marché secondaire de la dette d'Etat. Sur cet aspect, les moyens de ces deux institutions ne sont pas suffisants en cas de crise nouvelle. Il y avait 250 Mds dans l'EFSF et il y aura 500 Mds pour le MES. Il faudra retirer 100 Mds pour le secteur bancaire espagnole (théorique car le rapport des experts a jugé que les besoins pour la recapitalisation étaient un peu supérieurs à 60 Mds. On attend la décision). Cela veut dire que les achats de dette sont limités à 650 Mds. Cela pose deux nouvelles questions
 - Qui portera la dette émise pour financer l'EFSF et le MSE (les Etats devront apporter des capitaux propres qu'ils devront emprunter sur les marchés). On rentre dans une logique plus collective mais qui repose sur une dette supplémentaire pour racheter une dette
 - Que se passera-t-il s'il y a une crise nouvelle sur l'Espagne et l'Italie ? Dans le FT la semaine dernière Gavyn Davies estimait en se basant sur les travaux du FMI que les besoins pour ces deux pays seraient de 1560 Mds jusqu'à la fin 2014 (en partant du deuxième semestre 2012).
 - Une solution pourrait alors de donner au MES le statut de banque pour qu'il trouve des liquidités auprès de la BCE. Certains suggèrent que ce statut pourrait ne concerner que les opérations liées aux recapitalisations bancaires.
- ▶ Dans toutes ces conditions, l'ajustement se fera via la BCE qui verra son rôle forcément étendu.
- ▶ Pour revenir sur la hiérarchie européenne, on doit observer que dans tous les pays, hors ZE, la banque centrale garantit le Trésor en le refinançant (type opération QE) et le Trésor garantit aussi le fonctionnement de la banque centrale. Cette relation est claire et permet à la banque centrale d'intervenir comme prêteur en dernier ressort car elle n'a qu'un seul interlocuteur.
- ▶ En permettant cette garantie l'Union Politique est probablement supérieure à une convergence financière. Si c'est le cadre de la convergence financière qui est adopté, on ne peut pas exclure que chacun espère qu'in fine l'amélioration de la situation ne se traduira pas par le transfert de souveraineté qu'implique l'Union Politique. La perception d'une telle conclusion fragiliserait durablement la construction européenne. Or il faut trouver des bases solides qui ne permettent pas de biais.

MARCHES ÉMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 18 AU 24 JUIN 2012

- ▶ Les marchés actions ont consolidé, l'indice MSCI EM avec un repli de -0.9%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a consolidé. Le spread s'est resserré à 386 pb (-4 pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: real brésilien -0.15%, rand sud africain -0.26% et Livre turque +0.28% (suite à l'upgrade de la notation souveraine externe par Moody's).
- ▶ En Chine, l'indicateur flash PMI manufacturier de juin est sorti à 48.1 (vs 48.4), indiquant une contraction de l'activité. La composante « nouvelles commandes à l'export » a enregistré la plus forte contraction à 45.9 (+bas depuis mars 2009)
- ▶ Taiwan a gardé ses taux inchangés à 1.875% afin de soutenir l'activité économique menacée par la crise de la Zone Euro.
- ▶ Au Brésil, le taux de chômage en mai a baissé à 5.8% (vs 6%), en raison de la hausse de l'emploi + 2.5% GA (vs +1.8%). La bonne santé du marché du travail devrait soutenir la consommation des ménages.
- ▶ La Turquie a gardé ses taux inchangés à 5.75%, afin de contenir l'inflation. La baisse du cours de brut et la stabilisation de la livre turque donne des marges de manœuvre à la banque centrale pour soutenir l'activité.

ANTICIPATIONS HEBDO

25 Juin 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 22 JUIN 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	22/06/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3090.90	2781.68	4007.35	-18.40	-2.18	0.11			
DAX	5898.35	6263.25	5072.33	7471.44	-12.40	6.19	0.54			
EuroStoxx	2316.55	2186.81	1995.01	2875.67	-19.92	-5.60	0.26			
FTSE	5572.28	5513.69	4944.44	6054.55	-2.83	-1.05	0.64	6.78	2.58	0.81
SNP 500	1257.60	1335.02	1099.23	1419.04	4.01	6.16	-0.58	17.39	9.93	0.12
Nasdaq	2605.15	2892.42	2335.83	3122.57	7.65	11.03	0.68	21.50	14.97	1.40
Nikkei 225	8455.35	8798.35	8160.01	10255.15	-8.32	4.06	2.67	3.54	3.00	1.13
MSCI Emerging	916.39	917.18	831.22	1169.50	-17.02	0.09	-0.87	-6.35	3.64	-0.17
MSCI World USD	1182.60	1205.67	1074.50	1352.39	-5.92	1.95	-0.24	6.18	5.57	0.47

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 22 JUIN 2012

	Taux d'intérêt au 22 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				
USA	0 - 0.25	0.462	0.31	1.69	-0.006	0.020	0.090	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.654	0.106	1.47	-0.008	0.045	0.089	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.9	0.336	1.624	0.000	0.094	0.033	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.337	0.1	0.830	0.001	0.000	0.000	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (22/06/12)	2 ans (22/06/12)	10 ans (22/06/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.19 (-0.19) [§]	0.20 (0.23) [§]	0.22 (0.22) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.25 (0.24) [§]	0.23 (0.18) [§]	0.15 (0.21) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

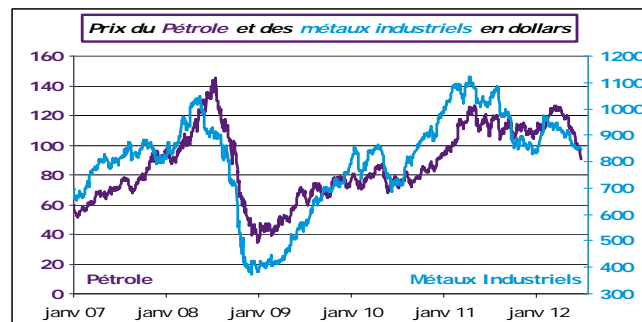
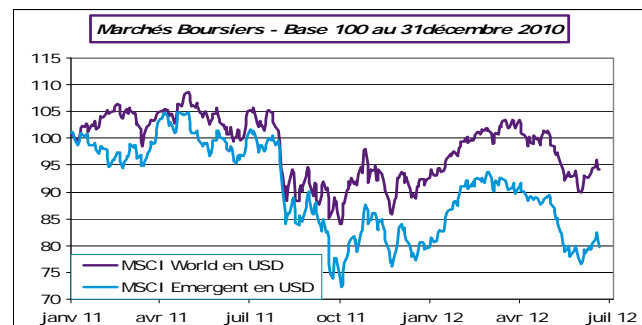
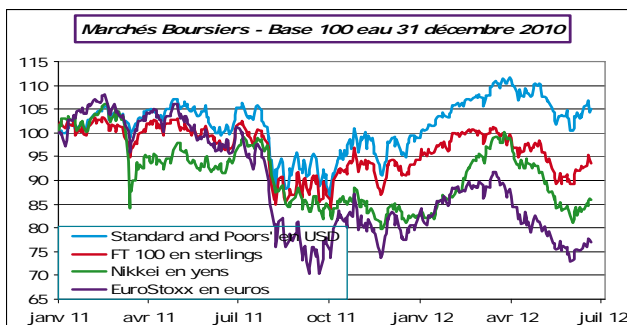
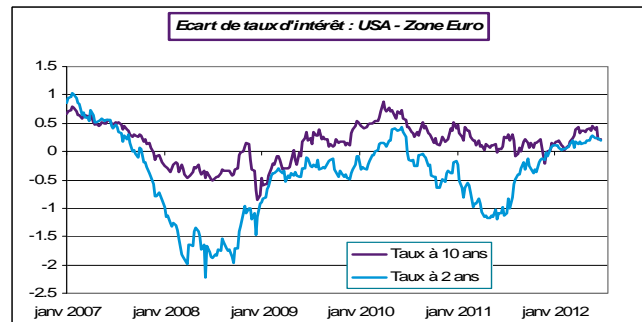
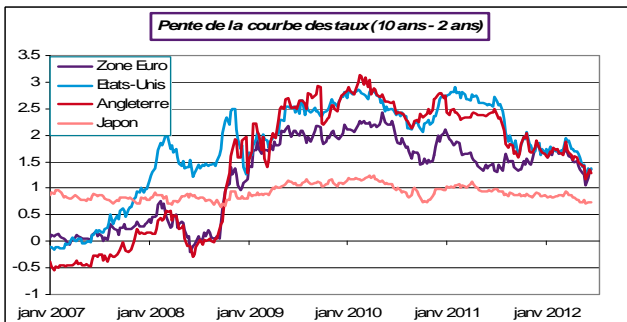
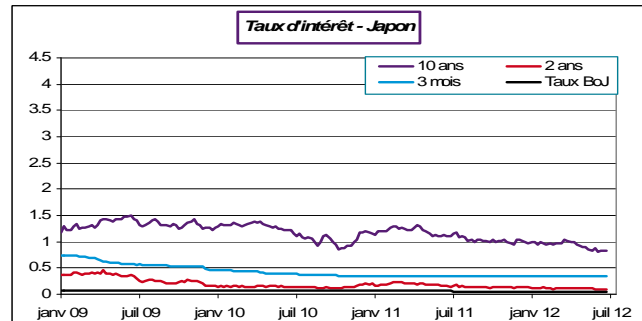
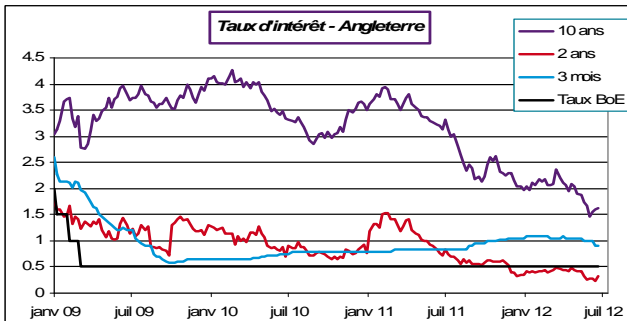
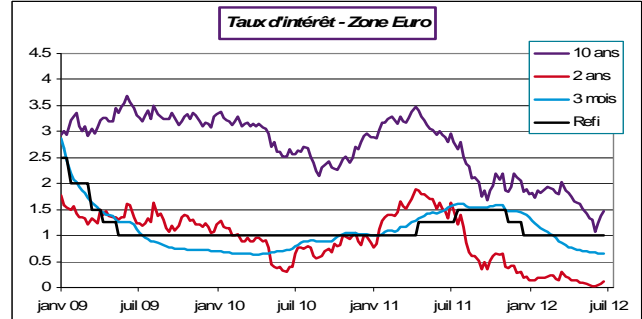
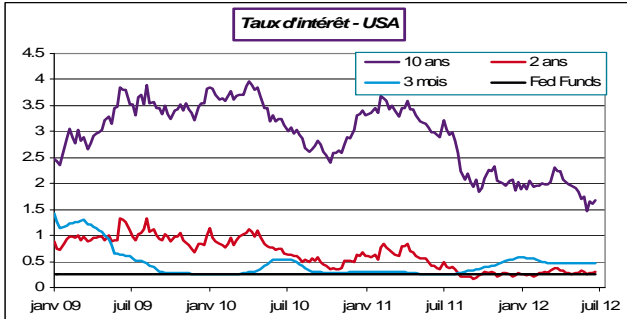
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 22 JUIN 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	22/06/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.254	-0.71	-3.44	-11.40	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	100.905	1.52	1.03	-11.46	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.804	-0.95	-3.72	-9.60	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	80.120	0.78	3.06	-0.44	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.556	-0.54	0.12	-2.63	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.365	-0.01	1.13	-1.59	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	90.65	-7.31	-16.28	-16.83
	Euro	83.41	72.31	-6.65	-13.31	-6.14
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1561.9	-4.03	-0.80	2.80
	Euro	1212.94	1245.94	-3.35	2.72	16.02

ANTICIPATIONS HEBDO

25 Juin 2012

Indicateurs Financiers au 22 Juin 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE MONDIALE

Evolution de la production industrielle

Le graphique ci contre illustre l'évolution de la production industrielle mondiale en distinguant entre les pays développés et les pays émergents. L'allure, indiquée par les courbes de tendance, de chaque indicateur n'est pas la même, cela traduit une dynamique de rattrapage et c'est normal. Ce qui est préoccupant est la rupture dans la reprise constatée depuis le début de l'année 2011 que j'ai visualisée avec la tendance bleue. Depuis cette date, la production industrielle des pays avancés est étale et celle des pays émergents évolue sur un rythme beaucoup plus réduit. L'accentuation récente du mouvement dans les pays émergents reflète la situation en Asie.

Même avec une désagrégation plus fine, les indices de production industrielle ne montrent pas de dynamique très ferme, notamment dans les émergents (Asie, Amérique latine et Europe centrale). L'indicateur des Etats-Unis reste robuste à court terme.

Dynamique des échanges

Le graphe représente la dynamique du commerce mondial. Depuis le début de l'année son rythme de progression annuelle est de l'ordre de 2.5 – 2.6%. Elle est lente au regard de ce qui était observé avant la crise. Le commerce mondial évoluait alors selon une progression comprise entre 5 et 10+% l'an.

J'ai noté sur le graphe les 3 périodes de ralentissement de celui-ci. Chacune correspond à un choc spécifique.

Le ralentissement actuel reflète la dynamique complexe résultant d'abord de l'effondrement des échanges après la faillite de Lehman Brothers fin 2008, le rebond lié notamment aux plans de soutien dans les émergents, puis l'ajustement post reprise durant laquelle plus personne ne souhaite vraiment relancer l'activité. Cette situation se traduit ainsi par une réduction significative de la dynamique des échanges dont tout le monde pâtit, à commencer par la zone Euro.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Enquête PMI /Markit pour le mois de Juin

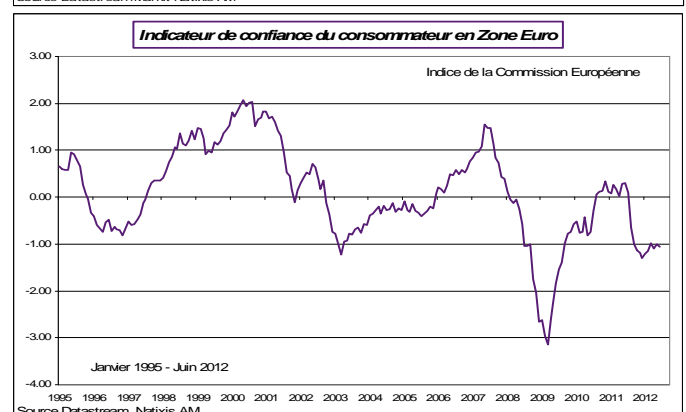
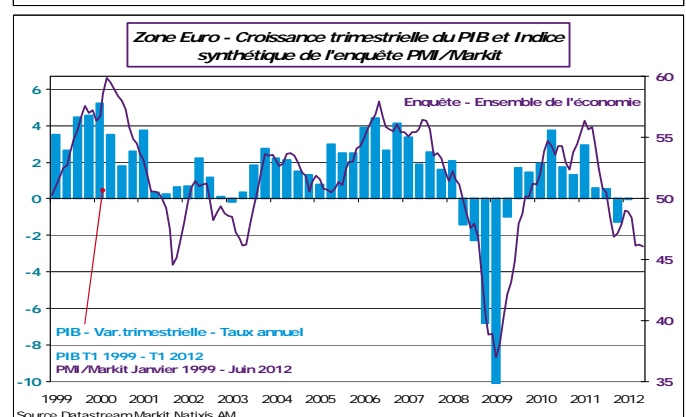
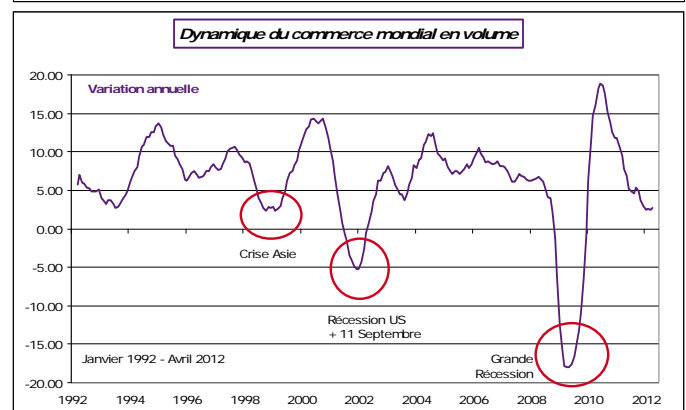
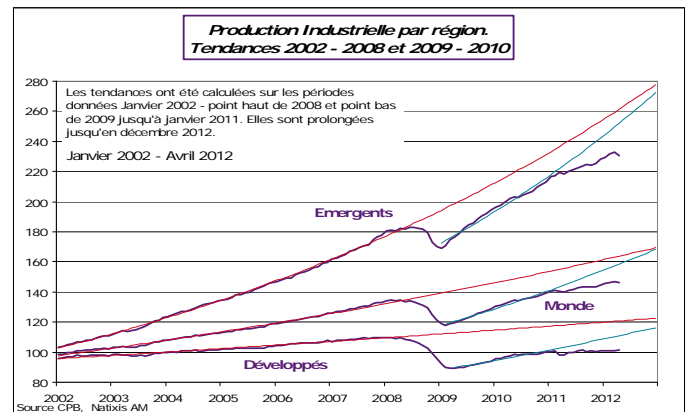
Pour le 3^{ème} mois consécutif, l'indice PMI/Markit pour l'ensemble de l'économie de la zone Euro indique une contraction rapide de l'activité. On observe bien ce décrochage sur le graphe de droite. C'est le secteur manufacturier qui apparaît le plus fragile avec une contraction rapide qui n'avait pas été perçue comme telle depuis Juin 2009. Le secteur des services est peu dynamique mais sans la rupture constatée dans le secteur manufacturier.

L'indicateur désagrégé montre un repli supplémentaire de l'Allemagne alors que l'indicateur français est un peu plus élevé en juin qu'en mai. Pour l'Allemagne et la France, l'activité est toujours et depuis le mois d'avril dans la zone de contraction.

Confiance des ménages en Juin

L'indice de confiance des ménages en zone Euro reste à un niveau médiocre en juin. En raison de la cohérence de cet indice et de l'allure des dépenses de consommation, il est probable que la consommation sera faible au 2^{ème} trimestre.

Avec un indice de confiance très bas pour les entreprises et les ménages et un commerce mondial peu dynamique, on comprend vite pourquoi les politiques budgétaires restrictives sont récessionnistes. Ni les ménages, ni les entreprises ne souhaitent en raison de l'incertitude augmenter leurs dépenses. Dès lors la réduction du déficit public se traduit par une contraction de l'activité. La faible progression du commerce extérieur est insuffisante pour servir de débouchés capables de compenser le caractère restrictif de la politique budgétaire.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE ALLEMANDE

IFO/ZEW/PMI – Repli des enquêtes

Les trois enquêtes menées sur l'économie allemande suggèrent un retournement conjoncturel significatif en mai et juin. Les enquêtes ZEW et IFO s'ajustent très rapidement et convergent vers leur valeur moyenne (0 sur le graphe). L'enquête PMI/Markit continue d'indiquer une dégradation rapide de l'économie outre-Rhin.

Dans l'enquête IFO on notera notamment la dégradation du secteur manufacturier et dans celle construite par Markit une dégradation toujours très marquée de l'indice des Nouvelles Commandes, notamment celles destinées à l'exportation. L'indice s'y inscrit au plus bas depuis avril 2009.

La situation change rapidement en Allemagne, effet conjoint d'un environnement moins dynamique, notamment en zone Euro et d'une demande interne qui manque de robustesse.

ECONOMIE AMERICAINE

Indicateurs d'enquête auprès des entreprises

Le point majeur est le retournement rapide et profond de l'indice calculé par la Fed de Philadelphie. On observe la courbe sur le graphique qui chute rapidement. Plus tôt dans le mois l'indice de la Fed de New-York (Empire State Index) chutait déjà.

Ce qui est préoccupant dans la dynamique de ces indices est qu'ils ne parviennent pas à se maintenir durablement au dessus de leur moyenne (0 sur le graphe). L'activité manque de constance et de robustesse dans le temps. De ce fait, l'activité ne s'accélère jamais dans la durée afin de créer une dynamique de l'emploi susceptible d'alimenter le revenu et donc les dépenses des ménages. Cette fragilité via le marché du travail a été nettement soulignée par la Fed lors de la réunion de son comité de politique monétaire

ECONOMIE CHINOISE

Enquête PMI/Markit/HSBC du mois de Juin

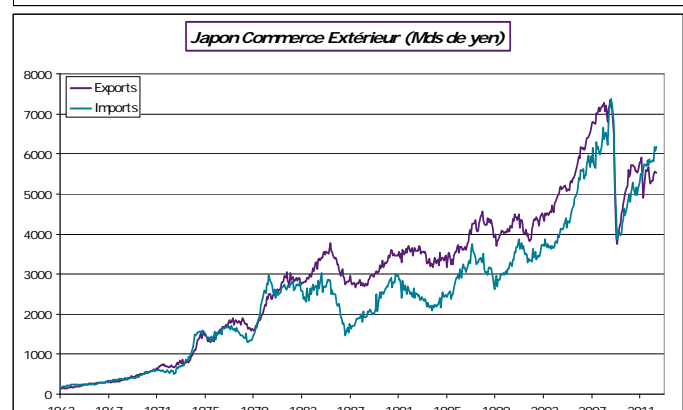
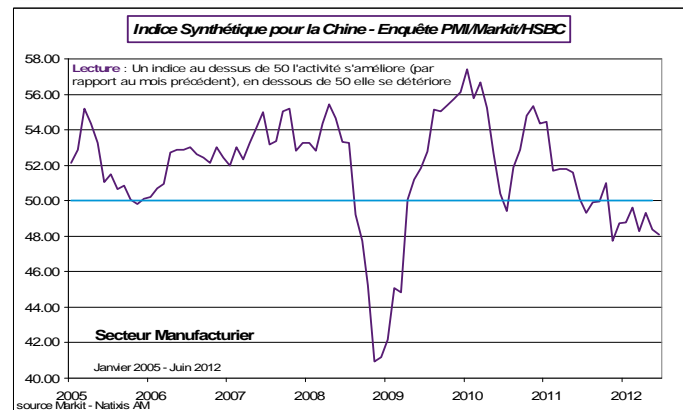
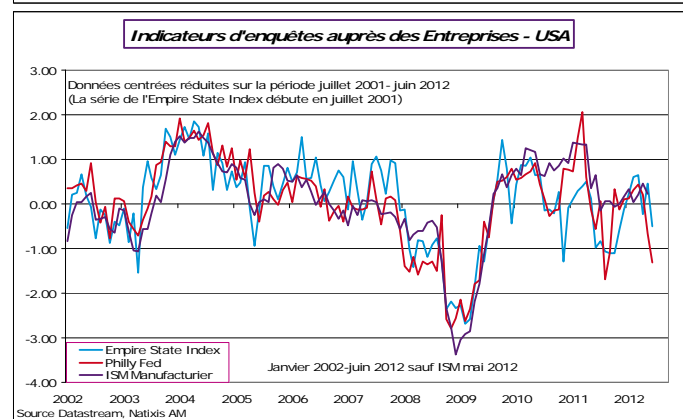
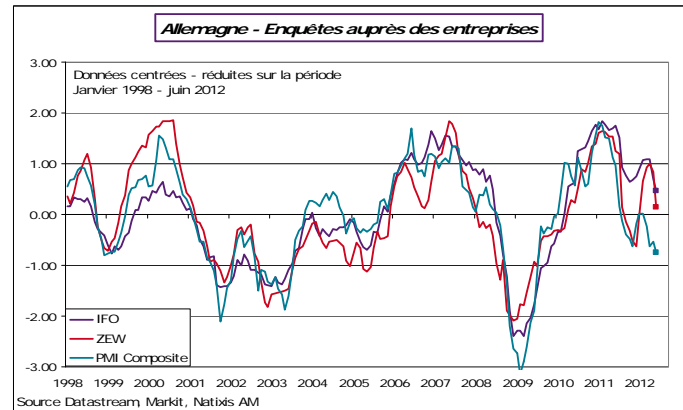
L'indice est à nouveau en repli. Depuis un an (à l'exception d'octobre 2011) l'indice PMI/Markit/HSBC suggère une contraction de l'activité. Le détail de cette enquête n'indique pas de changement rapide dans l'allure de l'activité. Les indicateurs de Nouvelles Commandes se replient. Le ratio de "Nouvelles Commandes sur Stocks" est au plus bas depuis janvier 2009. Cela devrait se traduire par une atonie de la production industrielle. Les Nouvelles Commandes à l'exportation se contractent aussi de façon significative. La dynamique asiatique n'est pas très robuste. On observe ici clairement la nécessité de soutenir la croissance. Le plan budgétaire représentant 1% du PIB peut paraître insuffisant.

ECONOMIE JAPONAISE

Commerce extérieur en Mai

Le graphique montre sur une très longue période l'évolution du commerce extérieur japonais. On y observe plusieurs régimes. Quasiment à l'équilibre jusqu'au début des années 80, il devient alors largement excédentaire jusqu'à la crise de 2008. Depuis, les importations sont reparties à la hausse alors que les exportations stagnent, ne retrouvant pas le niveau observé avant le tsunami de mars 2011.

L'économie japonaise importe beaucoup d'énergie mais ses exportations ne lui permettent plus de compenser ce point. L'environnement global peu dynamique et un yen fort ne permettent pas d'imaginer rapidement un changement de tendance sur les exportations maintenant un fort déséquilibre extérieur



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

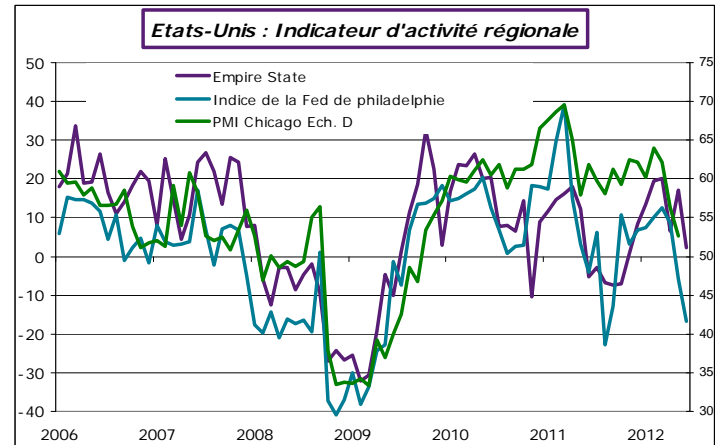
Etats-Unis

- ▶ **Publication d'indicateurs relatifs aux ménages**
 - **Confiance des ménages (Université du Michigan) de juin, le 29/06 à 15h55** (chiffre pré 74.1, consensus 74.1)
 - **confiance des ménages (Conference Board) de juin, le mardi 26 à 16h** (mai 64.9, consensus 63.5)
 - **Revenu (mai),** (avril 0.2 % en var. mens., consensus 0.2 %) **et Consommation (mai),** (avril 0.3 % en var. mens., consensus 0 %) **le vendredi 29 juin à 14h30**

- ▶ **Parution de statistiques sur l'immobilier**
 - **Ventes de maisons neuves (mai) le lundi 25 juin à 16h** (avril 343 mille, consensus 346 mille)
 - **Promesses de ventes de logements (mai), le 27 juin à 16h** (avril -5.5 % en var. mens., cons. 1 %)
 - **Prix de l'immobilier Case-Shiller (avril), le mardi 26 à 15h** (mars -2.57 % en gliss. ann., cons. -2.75 %)

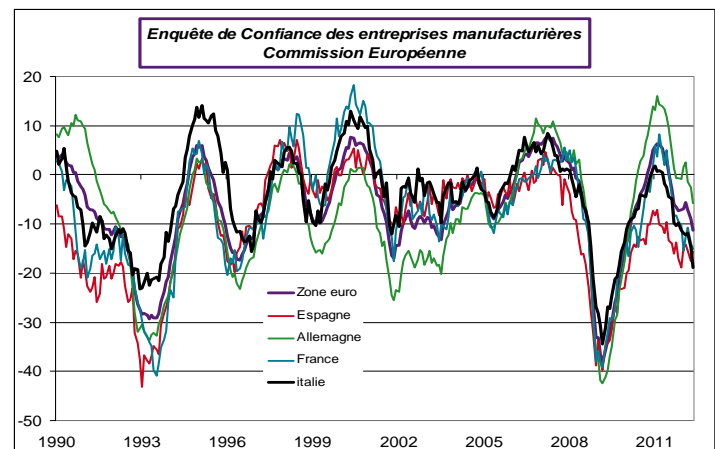
- ▶ **Publication de trois indicateurs d'activité**
 - **3^{ième} estimation du PIB (T1 2012), le jeudi 28 à 14h30** (2^{nde} estim. 1.9 % en rythme annualisé, consensus 1.9 %)
 - **Commandes de biens durables (mai) le 27 juin à 14h30** (avril 0 % en var. mens. consensus 0.5%)
 - **Indice PMI Chicago (juin), le 29 juin à 15h45** (mai 52.7, consensus 53)

- ▶ **Parution du taux d'inflation PCE (mai), le 29 juin à 14h30** (avril 1.9 %, consensus 1.8 % **Indice sous-jacent ;** avril 1.8%, consensus 1.5% **Indice total**)



Zone Euro

- ▶ **Publications de l'enquête de confiance (juin) calculées par la commission européenne, le jeudi 28 juin à 11h.**
- ▶ **Parution de l'estimation flash du taux d'inflation (juin) vendredi 29 juin à 11h** (mai 2.4%, consensus 2.4).



Allemagne

- ▶ **Parution de statistiques sur le marché du travail (juin) le 28/06 à 8h55** Taux de chômage (mai 6.7 %, cons. 6.7 %)

France

- ▶ **Parution des dépenses des ménages (mai) le vendredi 29 juin à 8h45** (avril 0.4% en var. mens. Consensus 0.1%).
- ▶ **Parution de la confiance des ménages (juin), le mardi 26 juin à 8h45** (mai 90, consensus 89)

Japon

- ▶ **Parution du taux d'inflation (mai), le 29 juin** (avril 0.4 %, consensus 0.2 % **indice total**)
- ▶ **Parution de la production industrielle (mai), le 29 juin** (avril -0.2% en variation mensuelle, consensus -2.8 %)

Chine

- ▶ **Parution de l'indice PMI manufacturier de juin (indice officiel), durant le week-end** (mai 50.4 consensus 49.8)

