



Les attentes de la semaine du 2 au 8 Juillet

- La réunion de la BCE marquera les esprits cette semaine avec l'anticipation d'une baisse des taux. Les attentes sont de 25bp mais cela pourrait aller jusqu'à 50bp pour amener le taux de refi à 0.5%. Deux points supplémentaires seront attendus
 - Le propos accompagnant le mouvement de baisse pour indiquer sa durabilité (au moins jusqu'en 2014)
 - Ce qui sera fait sur le taux des facilités de dépôts. Je pense qu'il peut rester à 0.25% afin de permettre à la BCE de mieux gérer les réserves et in fine sa politique monétaire.
- Réunion de la Banque d'Angleterre avec une probable augmentation du programme d'achat d'actifs. Cela reflèterait l'activité médiocre et le ralentissement de l'inflation
- Enquêtes PMI et ISM pour le mois de juin



Les points majeurs à retenir du 24 Juin au 1^{er} Juillet

- Les résultats du sommet européen de Bruxelles (voir plus bas)
- Le taux d'inflation en zone Euro est stable à 2.4 % en juin. Pas de détail par secteur
- Légère révision à la baisse de la croissance française en T4 2011 et T1 2012. Dans le détail dont on dispose désormais pour chaque acteur économique on retiendra la dégradation du pouvoir d'achat des ménages et la réduction du taux de marge des entreprises non financières.
- Regain de dynamisme pour le revenu des ménages aux USA mais lié essentiellement au ralentissement de l'inflation.
- Les ménages américains restent inquiets. Les indicateurs de confiance rechutent. La faible dynamique sur le marché du travail est préoccupante.
- L'indice officiel PMI pour la Chine continue de se dégrader mais reste au dessus du seuil de 50.



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Le sommet européen de Bruxelles a permis de corriger les deux défauts du plan de secours bancaire espagnol. Il pourra donc y avoir une aide directe au secteur bancaire sans passer par le gouvernement et le MES n'aura plus la séniorité évoquée précédemment.
- L'esquisse d'une Union Bancaire a été dessinée avec le rôle de superviseur attribué à la BCE. Cela permettrait de dissocier les banques des Etats et de créer un véritable marché bancaire au sein de la zone Euro. Cependant, rien n'a été évoqué sur la garantie des dépôts dont la gestion doit devenir européenne
- Le MES et l'EFSF pourront, sous conditions, intervenir sur le marché secondaire de la dette italienne et de la dette espagnole. Sera-ce efficace ? (voir page 2)
- Rien cependant sur une Union Fiscale qui permettrait in fine de donner à la BCE la possibilité d'être le prêteur en dernier ressort avec la capacité de prendre à sa charge le risque financier.



Les graphes dans le document

- Taux d'inflation en zone Euro: 2.4 % en juin selon l'estimation flash comme en mai
- Dynamique du marché du travail en Allemagne. Légère dégradation
- Evolution du pouvoir d'achat en France sur très longue période.
- Taux de marge des entreprises non financière en France – Retour aux années 80
- Dynamique de la consommation et des revenus aux Etats-Unis – Amélioration des revenus
- Décomposition du revenu des ménages américains – Rôle essentiel des revenus du travail
- Indice chinois PMI/Markit/HSBC et indice officiel – Stagnation au mieux de l'activité
- Taux d'inflation au Japon. Décomposition par contribution

ANTICIPATIONS HEBDO

2 Juillet 2012

Direction de la Recherche Economique

CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 25 JUIN AU 1^{ER} JUILLET 2012 – LE SOMMET EUROPEEN DE BRUXELLES

- ▶ Les résultats du sommet tant attendu de l'Union Européenne ont engendré, à nouveau, un enthousiasme excessif sur les marchés financiers. Quels ont été les résultats de ce sommet ?
- ▶ Le premier est de valider le plan de soutien de l'activité de 120 Mds. Ce plan représente 1% du PIB de la zone Euro et son application est encore à définir notamment sur quels secteurs il s'appliquera et sur quelles zones géographiques.
- ▶ L'EFSF et le MES pourront directement intervenir sur un secteur bancaire en difficulté sans passer par le gouvernement. Le passage par le gouvernement était le facteur de fragilité du plan présenté pour sauver les banques espagnoles. Ce point est retiré et l'aide devient directe.
- ▶ La séniorité du MES est retiré. Avec le point précédent, les deux aspects qui avaient engendré l'échec du plan bancaire espagnol ont été effacés.
- ▶ L'EFSF et les MES auront éventuellement et sous certaines conditions la possibilité d'acheter des obligations, italienne et espagnole, sur le marché secondaire dans le but de peser sur les taux d'intérêt et rendre la situation soutenable.
- ▶ Une autorité bancaire européenne sera mise en place sous la responsabilité de la BCE. Celle-ci qui soutenait éventuellement les banques à bout de bras (opérations LTRO) ne pouvait pas les réguler et en mesurer la robustesse. Cela traduisait une insuffisance et un déséquilibre institutionnel.
- ▶ Rien n'a été évoqué sur une union budgétaire, préalable à des Eurobonds, De fait, cela ne permet pas de donner à la BCE le rôle de prêteur en dernier ressort
- ▶ La question des négociations avec la Grèce n'a pas été résolue.

Quelques remarques

- ▶ Les Européens s'orientent vers une Union Bancaire mais outre sa mise en œuvre se pose la question du fond de garantie car les autorités locales qui gèrent localement ces fonds ne seront plus responsables de la garantie des dépôts s'ils ne supervisent plus les banques. Il faudra donc un vrai transfert avec le règlement des questions bancaires au niveau global et non plus au niveau local. Cela signifie que les relations entre les Etats et le système bancaire vont changer en profondeur puisque la dépendance, a priori, n'existera plus. Cela pourrait donner naissance à un véritable marché bancaire. La conséquence probable est la possibilité de faire faillite pour une banque ce qui n'était pas la règle dans le secteur tel qu'il fonctionne jusqu'à présent.
- ▶ La deuxième remarque est que le MES qui initialement avait pour objet de venir en aide aux pays en difficulté est désormais un soutien pour la recapitalisation bancaire mais aussi le moyen d'acheter de la dette italienne et espagnole sur le marché secondaire. Il n'est pas certain que l'intervention du MES pour stabiliser les taux d'intérêt sur les dettes souveraines italienne et espagnole soit efficace. La taille du MES est limitée à 500 Mds alors que les dettes italienne et espagnole ont un total de 2800 Mds. Est-ce que ce sera suffisant s'il y a une attaque sur ces dettes? La théorie suggère et c'est facilement compréhensible que l'intervention, si elle se fait sur des montants limités, ne sera pas efficace car les intervenants sur le marché connaîtront les montants engagés, les montants restants et donc le moment où le MES n'aura plus la capacité d'intervenir. Ce jeu spéculatif peut avoir un effet déstabilisant sur ces marchés obligataires.
- ▶ C'est sur ce point qu'apparaît l'ambiguïté du résultat de Bruxelles. Il n'y a pas d'éléments sur la construction fédérale. Ainsi n'y a-t-il pas eu d'échos à la proposition faites par Von Rompuy et alii. Dès lors puisque cette nouvelle forme des institutions n'est pas prioritaire, le rôle de la BCE reste en retrait et c'est le MES qui est mis en avant. En effet, le MES est l'arme des gouvernements (même si c'est la BCE qui est l'opérateur) pour intervenir.
- ▶ La BCE dans un cadre non fédéral ne peut pas vraiment avoir les coudées franches et être le prêteur en dernier ressort. Or la Banque Centrale Européenne est la seule institution capable de prendre à sa charge le risque et le lisser dans le temps sans avoir à peser sur les comportements actuels. En effet, contrairement au MES, la BCE peut créer les moyens de son intervention alors que les moyens du MES reposeront sur sa capacité à collecter des fonds propres.
- ▶ En outre, l'intervention de la BCE peut être illimitée ce qui n'est pas le cas du MES
- ▶ Les résultats du sommet de Bruxelles permettent de réduire les tensions sur le secteur bancaire mais il me semble que tant que la BCE n'aura pas la capacité et la volonté d'être l'opérateur de la résolution de la crise, on ne pourra pas exclure de nouvelles tensions et de nouvelles fragilités pour la zone Euro.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 25 JUIN AU 1^{ER} JUILLET 2012

- ▶ Les marchés actions ont rebondi, l'indice MSCI EM a gagné +2.20%.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a consolidé. Le spread s'est resserré à 374 pb (-6 pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement se sont appréciées face au billet vert: real brésilien +2.77%, rand sud africain +2.82% et livre turque +0.35%.
- ▶ En Chine, l'indicateur PMI manufacturier officiel de juin est sorti à 50.2 (vs 50.4), indiquant que l'activité économique est toujours en expansion. A contrario, l'indicateur PMI HSBC / Markit sorti à 48.1 (vs 48.4) indique une contraction de l'activité des petites et moyennes entreprises chinoises qui ne bénéficient pas en priorité des subventions du gouvernement pour soutenir l'activité. Les mesures de soutien à l'activité mises en place par les autorités chinoises privilégient les entreprises publiques, représentées dans le PMI officiel.
- ▶ Au Brésil, la banque centrale a revu à la baisse sa prévision de croissance pour 2012 à 2.5% (vs 3.5%), en raison de la détérioration des perspectives économiques mondiales.
- ▶ Le gouvernement brésilien a par ailleurs annoncé un nouveau stimulus budgétaire de 8.4 Mds R qui a pour priorité la santé, l'éducation l'agriculture et le secteur de la défense.

ANTICIPATIONS HEBDO

2 Juillet 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 29 JUIN 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	29/06/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3196.65	2781.68	4007.35	-20.23	1.17	3.42			
DAX	5898.35	6416.28	5072.33	7471.44	-13.52	8.78	2.44			
EuroStoxx	2316.55	2264.72	1995.01	2875.67	-21.25	-2.24	3.56			
FTSE	5572.28	5571.15	4944.44	6054.55	-6.99	-0.02	1.04	3.76	3.22	0.62
SNP 500	1257.60	1362.16	1099.23	1419.04	1.68	8.31	2.03	16.04	10.80	0.79
Nasdaq	2605.15	2935.05	2335.83	3122.57	4.23	12.66	1.47	18.95	15.25	0.24
Nikkei 225	8455.35	9006.78	8160.01	10255.15	-8.76	6.52	2.37	5.56	5.07	2.02
MSCI Emerging	916.39	937.35	831.22	1169.50	-18.97	2.29	2.20	-7.52	4.63	0.96
MSCI World USD	1182.60	1235.72	1074.50	1352.39	-8.04	4.49	2.49	4.95	6.89	1.25

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 29 JUIN 2012

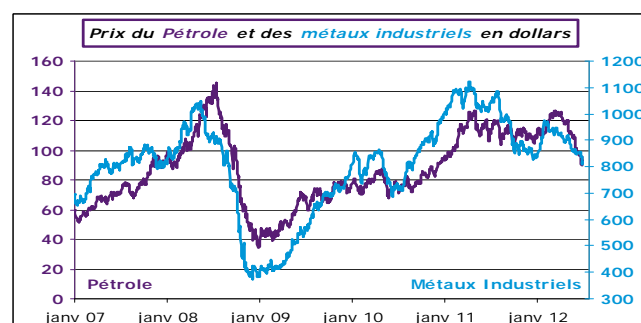
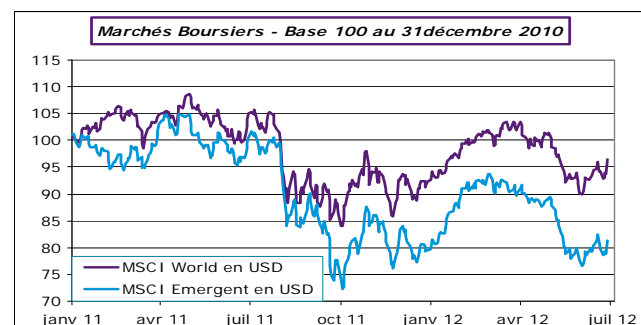
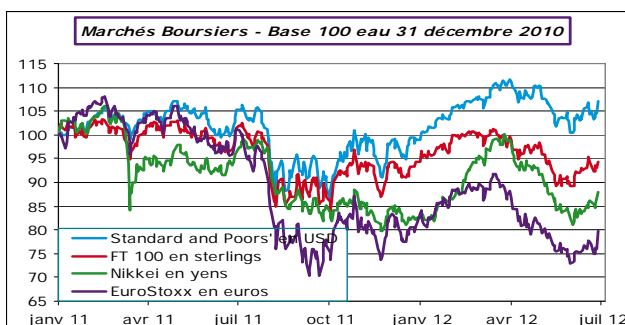
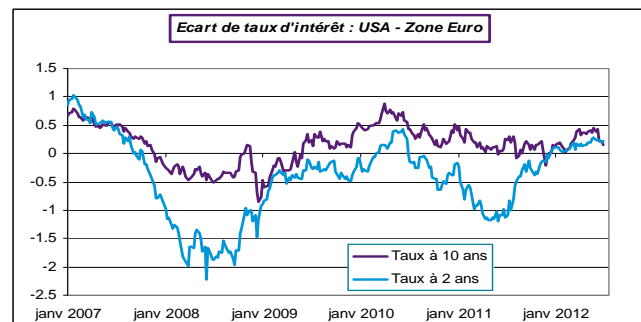
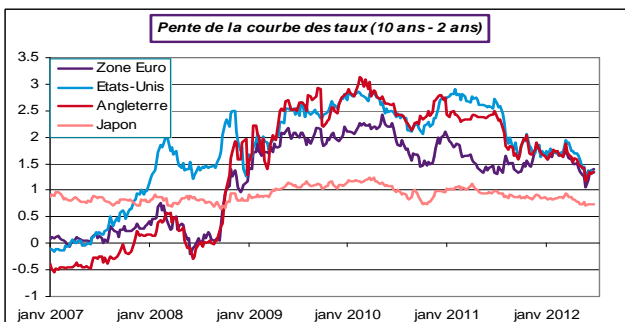
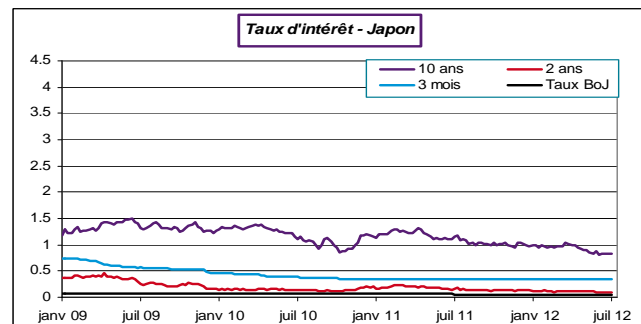
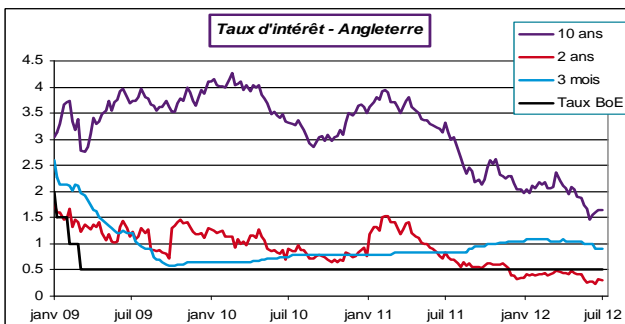
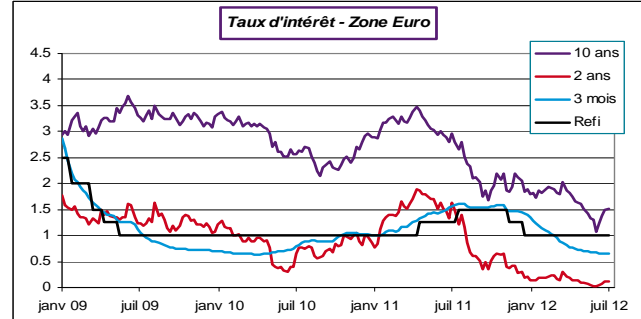
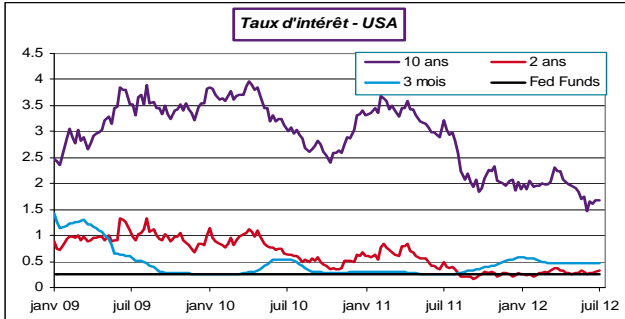
	Taux d'intérêt au 29 Juin 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
USA	0 - 0.25	0.461	0.33	1.67	-0.001	0.020	-0.020	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.653	0.114	1.513	-0.001	0.000	0.032	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.9	0.297	1.658	0.000	-0.039	0.010	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.337	0.1	0.839	0.000	0.000	0.011	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (29/06/12)	2 ans (29/06/12)	10 ans (29/06/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.19 (-0.19) [§]	0.22 (0.20) [§]	0.16 (0.21) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.25 (0.25) [§]	0.18 (0.22) [§]	0.15 (0.17) [§]	-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 29 JUIN 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	29/06/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.269	1.24	-2.24	-12.37	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	101.258	0.35	1.38	-13.57	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.807	0.32	-3.41	-10.85	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	79.310	-1.01	2.02	-1.34	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.568	0.81	0.92	-2.25	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.354	-0.18	0.95	-1.72	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	95.44	5.39	-11.86	-13.90
	Euro	83.41	75.21	4.11	-9.84	-1.74
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1597.36	2.27	1.45	7.56
	Euro	1212.94	1258.72	1.03	3.77	22.76

Indicateurs Financiers au 22 Juin 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Taux d'inflation au mois de juin (est. flash)

Le taux d'inflation en zone Euro est resté à 2.4 % soit le même niveau qu'en Avril. A la fin juin, le taux d'inflation moyen pour 2012 est de 2.3 %. La variation du mois de mai par rapport à avril est très légèrement négative (-0.04%). On notera aussi que sur 3 mois l'évolution ralenti nettement. En taux annualisé, la hausse n'est plus que 1.15 contre 9.4 % en avril. Ce que suggère le graphique de droite est que le ralentissement du prix des matières premières est la raison de cette stabilisation. Le prix du pétrole en euro se replie sur un an de près de 4% alors que celui des matières premières alimentaires est en recul de -1.3 %. Cela signifie que le taux d'inflation sous jacent est resté fort. Il n'y a pas eu de repli de ce taux sous jacent en juin.

La dégradation du marché du travail devrait se traduire par une absence de pressions haussières sur les salaires. Le taux sous jacent moyen pourrait ralentir en 2013.

ECONOMIE ALLEMANDE

Dynamique du marché du travail

Le graphe représente l'évolution du nombre de chômeurs soit en différence sur un mois (bâtonnets rouge) soit en différence sur un an (ligne violette).

En phase avec les enquêtes (IFO, ZEW, PMI/Markit) le marché du travail signale une inflexion de la dynamique de l'activité. Celle-ci n'est plus aussi robuste pour assurer une amélioration systématique du marché du travail. Le marché n'a plus tout à fait la même allure qu'il y a quelques mois avec la hausse du nombre de chômeurs.

Cela n'est pas encore spectaculaire mais reflète une économie dont le rythme de progression est revenu sur la tendance observée entre 2000 et 2008 soit 1.3%. L'économie n'accélère plus et cela s'observe notamment sur le marché du travail.

ECONOMIE FRANÇAISE

La publication du détail des comptes du premier trimestre permet de prendre la mesure de la situation effective des acteurs de l'économie. J'ai pris deux graphes spécifiques pour caractériser la situation des ménages et celle des entreprises.

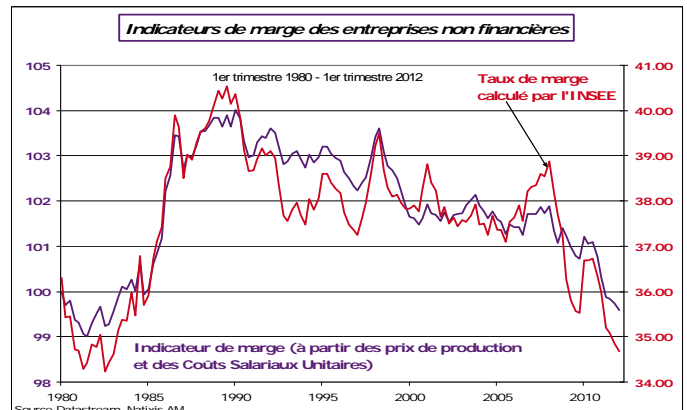
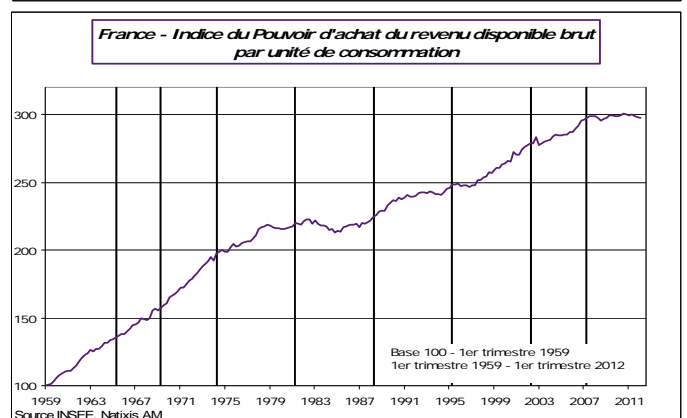
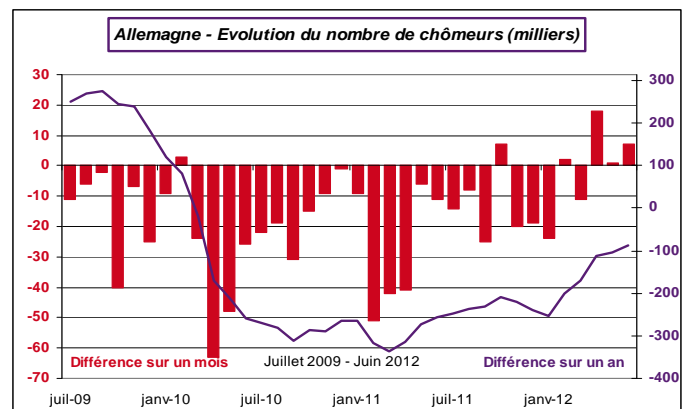
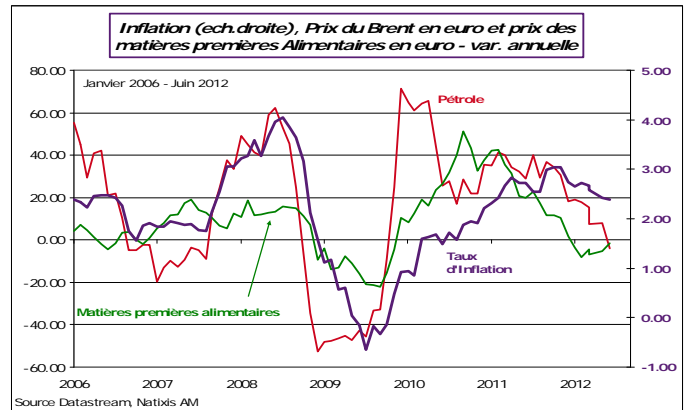
Dynamique du pouvoir d'achat des ménages

Le premier indicateur reflète l'évolution du pouvoir d'achat par unité de consommation (mesure plus fine que celle du ménage puisqu'il prend en compte la composition de celui-ci) La tendance est haussière avec deux ruptures. L'une après le 2^{ème} choc pétrolier avec un point haut en T3 1982 et un retour sur ce niveau en T2 1988. L'autre rupture date de 2007 et n'est pas achevée. La tendance est même à la dégradation puisque sur un an à la fin du T1 le repli est de -0.8%.

Taux de marge des entreprises non financières

Le 2^{ème} indicateur est le taux de marge qui recule vers un niveau proche de celui du début des années 80. Ce mouvement est impressionnant et reflète particulièrement la dégradation des entreprises individuelles. L'indicateur des sociétés non financières (concept plus étroit) se dégrade moins. On perçoit mieux les raisons du ralentissement de l'investissement.

En d'autres termes, les indicateurs relatifs à la situation du consommateur et à celle de l'entreprise suggèrent une grande fragilité. Dans un environnement économique peu porteur, la mise en place d'une politique budgétaire restrictive (33 Mds nécessaire selon la Cour des Comptes pour tenir les engagements) aura des effets dramatiques et fragiliseront durablement l'activité et probablement la croissance potentielle.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Dynamique des revenus et de la consommation

Le revenu réel des ménages américains s'est amélioré en mai en raison du ralentissement de l'inflation. En effet, en données nominales la hausse est équivalente en avril et mai (0.16%) mais après correction de l'inflation la progression de mai est de 0.34% contre 0.14% en avril. Cela reflète le repli de -0.19% de l'indice des prix. C'est ce qui explique sur la partie droite la remontée de la variation sur 3 mois du revenu. En revanche, la consommation stagne, en phase avec la dégradation par les ménages de la perception de leur environnement, notamment sur le marché du travail. Ces dynamiques opposées se sont traduites par une légère hausse du taux d'épargne.

Une telle dynamique avec un revenu progressant plus rapidement que la consommation est soutenable à moyen terme et ce phénomène est pourrait être un soutien pour la demande et faciliter ainsi la stabilité de la croissance américaine.

Décomposition du revenu des ménages

Cependant, le changement constaté ci-dessus n'est pas garanti. En effet, comme le montre le graphe de droite, la progression du revenu nominal s'est nettement ralentie au cours des deux derniers mois, ceux correspondant au ralentissement des créations d'emplois. On observe ce phénomène via le bâtonnet vert représentant les revenus du travail. Si les créations d'emplois ne sont pas très dynamiques, le revenu nominal des ménages américains progressera peu et la seule source de gain de pouvoir d'achat passera par la baisse plus forte de l'indice des prix à la consommation. Cela sera probablement le cas à court terme avec le repli du prix du pétrole. Il est cependant peu probable que cela s'inscrive dans le temps de façon marquée sauf à voir le prix du baril passer durablement bien au dessous de 90\$. S'il n'y a pas cette baisse de l'indice des prix, la progression du revenu sera limitée ce qui pèsera sur la dynamique de consommation.

ECONOMIE CHINOISE

Enquête PMI du mois de Juin

Les deux indices très regardés pour jauger l'économie chinoise sont au mieux sur une dynamique de stagnation. L'indice PMI/Markit/HSBC est à 48.1 après 48.4 en mai. L'indice officiel représentant davantage les entreprises à capitaux publics s'inscrit à seulement 50.2.

Les composantes de ces deux indices traduisent une dynamique à venir médiocre. Les indicateurs de Nouvelles Commandes sont en repli rapide. Les nouvelles commandes à l'exportation sont aussi en repli. Il n'y a pas de dynamique induisant un retournement de tendance rapide. Le gouvernement est prudent et la banque centrale a encore des marges de repli de ces taux de référence. Le point bas n'est pas forcément touché

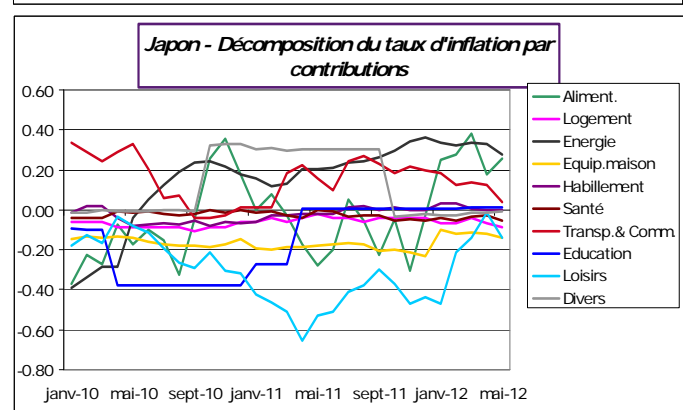
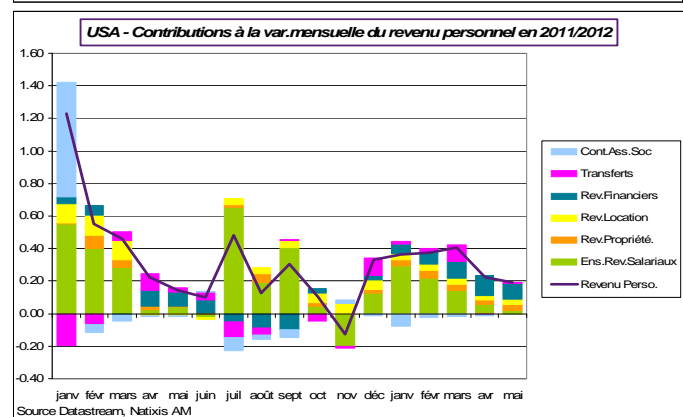
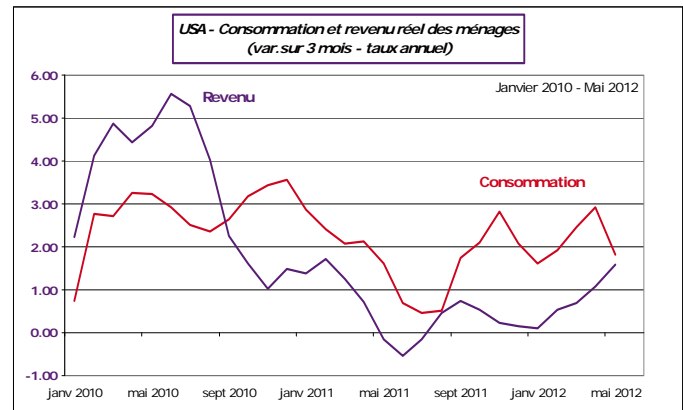
ECONOMIE JAPONAISE

Evolution de l'inflation en mai

L'inflation japonaise s'est repliée à 0.2 % en mai contre 0.5 % en avril. Dans le même temps le taux sous jacent est revenu à -0.6 % contre -0.3 % en avril.

Le graphique ci contre montre que les services, notamment via les loisirs ont une évolution des prix qui tend à se stabiliser. On note aussi comme dans de nombreux pays que les fluctuations sont liées aux prix des matières premières. Le poste Transport et Communication reflète ce phénomène.

Cette dynamique tend à nouveau vers la déflation en raison de tensions réduites au sein de l'économie japonaise.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

Etats-Unis

► Publications de trois indicateurs d'activité.

- **Indice ISM manufacturier de juin, le lundi 2 juillet à 16h** (mai 53.5, consensus 52)[Publication 49.7]
- **Indice ISM non manufacturier (juin) le jeudi 5 juillet à 16h** (mai 53.7 ; consensus 53)
- **Statistiques sur le marché du travail pour le mois de juin, vendredi 6 juillet à 14h30** Taux de chômage (mai 8.2 %, consensus 8.2 %) ; Création d'emplois (mai 69 mille, consensus 90 mille)

Zone Euro

► Publications de quatre indicateurs d'activité

- **Enquêtes PMI-Markit dans le secteur manufacturier de juin – le lundi 2 juillet à 10h. Le chiffre préliminaire est 44.8** (mai 45.1, consensus 44.8) Seront publiées le même jour, les enquêtes PMI dans le secteur manufacturier, relatives aux différents pays de la zone euro.
- **Enquêtes PMI-Markit dans les services (juin) – le mercredi 4 juillet à 10h. Le chiffre préliminaire est 46.8** (mai 46.7, consensus 46.8). Seront publiées le même jour, les enquêtes PMI, relatives aux différents pays de la zone euro.
- **Ventes de détail (mai) – le mercredi 4 juillet à 11h** (mars -1.2 % en variation mensuelle, consensus 0 %)
- **Taux de chômage (mai), le lundi 2 juillet à 11h** (avril 11%, consensus 11.1%) [Publication 11.1 %]

► Réunion de la BCE – décision le jeudi 5 juillet à 13h45 (consensus 0.75 %).

Allemagne

► Publications de deux indicateurs d'activité

- **Commandes industrielles (mai), le jeudi 5 à 12h** (avril -1.9 % en variation mensuelle, consensus +0.2 %)
- **Production industrielle pour le mois de mai – le vendredi 6 juillet à 12h** (avril -2.2 % en variation mensuelle, consensus 0.2 %)

Royaume-Uni

► Réunion de la BoE - décision le jeudi 5 juillet à 13h (consensus 0.5 %). Hausse anticipée de 50 milliards de livres du quantitative Easing de la BoE.

Japon

► Parution de l'enquête Tankan (T2 2012), le premier juillet (T1 2012 -4, consensus -4 pour le secteur manufacturier ; T1 2012 5, consensus 7 pour les services).[Publication -1 secteur manufacturier ; 8 secteur tertiaire]

Chine

► Publication de l'inflation du mois de juin, le 8 juillet (mai 3 %, consensus 2.3 %)

