



Les attentes de la semaine du 9 au 15 Juillet

- La Chine publiera dès la fin de la semaine la croissance de son PIB pour le 2^{ème} trimestre. Il est attendu en ralentissement. D'autres statistiques chinoises sont attendues.
- Réunion de l'Ecofin mais pas de communication a priori
- Conclusions de la réunion du comité de politique monétaire de la Banque du Japon. De nouvelles mesures pourraient être annoncées.
- Production industrielle en mai en France, en zone Euro, en Italie et au Royaume Uni.
- Grande réunion sociale en France pour discuter des changements constatés et des orientations souhaitées par le gouvernement en matière sociale
- Evolution probable de la position de la Finlande vis-à-vis de la zone Euro



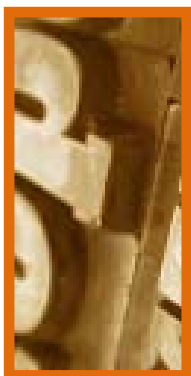
Les points majeurs à retenir du 2 au 8 Juillet

- La Banque Centrale Européenne a annoncé la baisse de 25bp de son taux refi à 0.75% et du taux des facilités de dépôts à 0%. Cela va peser sur l'EONIA qui tendra vers 0.10 – 0.20 %.
- En revanche la BCE ne s'est pas prononcée sur le rôle qu'elle pourrait tenir pour réduire les tensions en zone Euro. Elle ne veut pas être le prêteur en dernier ressort. En conséquence les taux espagnol et italien se sont retendus fortement en fin de semaine
- Indicateurs dégradés de la conjoncture dans le monde. Pas de signaux de rebond rapide tant dans les pays industrialisés que dans les émergents. Seule voie de salut à court terme la baisse du prix des matières premières.
- Reprise des achats d'actifs par la Banque d'Angleterre. Le montant indiqué est de £50 Mds
- Baisse des taux d'intérêt en Chine. La précipitation traduit elle une situation vraiment dégradée?



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité

- Les indicateurs de conjoncture sont médiocres. L'indice mondial du secteur manufacturier, le plus robuste concernant les pays émergents, est passé sous le seuil de 50 indiquant une contraction de l'activité. Repli brutal aux USA
- Cela reflète à la fois la nécessité d'ajuster la situation de chaque grand pays en fonction des contraintes pesant sur son expansion mais aussi la faible progression du commerce mondial.
- La dynamique réduite des échanges reflète l'absence d'une tendance commune entre les différents pays et se traduit par une impulsion limitée pour chaque pays, obligeant chacun d'entre eux à rechercher davantage d'autonomie.
- Une telle situation est complexe à gérer en raison de l'absence de recours à la politique budgétaire pour relancer l'activité. Dès lors ce rôle est porté par les banques centrales qui mettent en œuvre des stratégies de plus en plus accommodantes.



Les graphes dans le document

- L'indicateur mondial du secteur manufacturier dans l'enquête PMI/Markit suggère une contraction de l'activité globale.
- La décomposition géographique de cet indicateur montre le rôle majeur des Etats-Unis dans le repli
- L'indice ISM global est compatible avec une croissance lente aux USA
- L'emploi US progresse peu et fragilise l'activité américaine
- Indicateurs synthétiques d'activité dans l'ensemble de l'économie pour les pays d'Europe
- Hausse des taux espagnol et italien avec écartement du spread vis-à-vis de l'Allemagne
- Quantitative Easing au Royaume Uni. Un nouvel objectif défini lors du comité de Pol. Monétaire
- Nouvelle baisse des taux d'intérêt en Chine après celle du mois de Juin

Direction de la Recherche Economique

CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 2 AU 8 JUILLET 2012 – INCERTITUDES CONJONCTURELLES

Au cours de la semaine, les signaux de conjoncture se sont dégradés. L'indice mondial de l'enquête PMI/Markit pour le secteur manufacturier est repassé sous le seuil de 50, indiquant une contraction de l'activité en juin par rapport au mois de mai.

D'un seul coup les incertitudes reviennent puisque cette inflexion pose des questions sur l'emploi bien sûr mais aussi sur la dynamique des marchés financiers. En effet, une croissance plus fragile provoque des interrogations sur la capacité à faire face, pour un gouvernement par exemple, à ses échéances tout en respectant les engagements pris.

Ces tensions particulières s'observent de façon exacerbée sur le marché européen. C'est le cas notamment de l'Espagne et de l'Italie.

LES RAISONS DE CETTE INFLEXION GLOBALE

Quand on regarde la conjoncture on peut faire le double constat suivant:

▶ Chaque pays est confronté à des contraintes parfois très prégnantes. C'est le cas en Chine (indicateur à 48.1) où un ajustement à la baisse de l'investissement contraint la conjoncture après la période de progression excessive de celui-ci au moment du plan de relance de 2009/2010. C'est le cas aussi aux USA (indicateur à 49.7) où la dépendance à la demande interne est forte alors que celle-ci tarde à retrouver de l'allant. Cela se traduit par une progression trop limitée de l'emploi et reflète dans une incapacité à distribuer du revenu à un rythme suffisant pour soutenir l'activité. En Europe, chaque pays donne le sentiment de chercher sa voie sans qu'il y ait un mode de fonctionnement homogène et coordonné d'un pays à l'autre. Ainsi en Espagne l'ajustement du marché immobilier est-il long et l'économie ne dispose pas d'activité de substitution susceptible de relancer la croissance durablement. En France le repli du pouvoir d'achat des ménages pénalise la consommation et oblige à réfléchir à un modèle de croissance différent.

▶ L'autre constat est la faible croissance du commerce mondial en volume. Sa dynamique n'est pas suffisamment robuste pour avoir un effet d'entraînement comme cela a pu l'être généralement par le passé. Alors que sa progression "normale" est comprise entre 5 et 10 % l'an, elle n'était que de 2.6 % en Avril

La composition de ces deux facteurs se traduit par une impulsion limitée en provenance du reste du monde et la nécessité de trouver en interne les ferments d'une croissance plus robuste. En attendant de contourner ou de réduire les contraintes internes, la croissance ralentit voire se contracte. Cette dynamique "molle" se traduit en Europe par un niveau d'investissement productif très réduit. Cela pénalise la croissance potentielle c'est-à-dire la capacité demain à créer des emplois, de la productivité et des revenus. L'enjeu conjoncturel est aussi sur ce point.

Cette situation est d'autant plus complexe à gérer qu'il n'existe pas de source d'impulsion interne qui modifierait la trajectoire de l'économie puisque plus personne ne souhaite donner ce rôle à la politique budgétaire. Cela est très perceptible en Europe où les politiques d'austérité engendrent des dynamiques de récession. Dans ces économies contraintes, les nouvelles commandes sont réduites, notamment celles à l'exportation. Ce phénomène très visible dans les enquêtes du mois de juin se traduira par un ralentissement supplémentaire.

DES TENSIONS TOUJOURS SUR LE MARCHÉ DES TAUX D'INTERET EN ZONE EURO

Plus spécifiquement en zone Euro, la Banque Centrale était perçue comme susceptible de diffuser le risque dans le temps. Le rôle de prêteur en dernier ressort permet à la banque centrale de prendre le risque à sa charge et de le répartir dans le futur. L'objectif est alors de permettre de décharger les acteurs de l'économie d'un risque qui les contraint pour prendre ensuite de nouveaux risques créant ainsi un environnement plus favorable à la croissance. L'intérêt d'une telle stratégie est qu'elle ne contraint pas aujourd'hui les acteurs de l'économie puisque la BCE peut créer les liquidités en conséquence et cela sans limites. Le MES a une taille limitée et son financement actuel fait porter une contrainte aujourd'hui sur les acteurs de l'économie puisqu'il faudra arbitrer entre des types de financement et que le risque ne sera pas réparti dans le temps. La distribution du risque n'est pas la même qu'avec la banque centrale

Lors de la conférence de presse à l'issue du comité de politique monétaire, Mario Draghi a clairement indiqué que la BCE ne tenait pas aujourd'hui à mettre en œuvre ce rôle de prêteur en dernier ressort et qu'elle laissait au MES le soin d'intervenir de la sorte. Cette stratégie a déçu les investisseurs car la BCE ne s'est pas comportée comme le font généralement les banques centrales lors des crises financières. Elle ne veut pas prendre en charge la résolution de la crise. Pas étonnant dès lors que les taux espagnols et italiens retrouvent une allure haussière fragilisant un peu plus la zone Euro.

MARCHES EMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 2 AU 8 JUILLET 2012

- ▶ Les marchés actions se sont repris, l'indice MSCI EM a gagné +0.9 %.
- ▶ Sur les marchés obligataires émergents, l'indice EMBIG a gagné +1.1%. Le spread s'est resserré à 365 pb (-10 pb).
- ▶ Les devises émergentes à haut rendement ont consolidé face au billet vert: real brésilien -1.3%, rand sud africain -1% et livre turque -0.8%.
- ▶ La Chine a surpris en baissant pour la seconde fois consécutive en un mois, son taux de dépôt de -25 pb à 3% et son taux d'emprunt 1 an de -31 pb à 6%. Les banques sont également autorisées à prêter à un taux 30 fois inférieur au taux d'emprunt officiel. La PBoC espère ainsi stimuler la demande de crédit qui s'est infléchi selon son enquête sur le climat du secteur bancaire.
- ▶ Le Brésil a indiqué qu'il surveillera attentivement l'évolution de sa devise face au billet vert. L'appréciation du réal pénalise la compétitivité des entreprises locales et exportatrices.
- ▶ En Turquie, les prix à la consommation ont baissé en juin de -0.9% GM (vs -0.2%, baisse des prix alimentaires de -3.4% sur le mois), soit 8.9% GA (vs 8.3%). La baisse des prix de l'énergie et la réduction de l'indice des prix donne des marges de manœuvre à la banque centrale afin de soutenir l'activité (croissance de seulement à 0.7% en T1 (taux annualisé)

ANTICIPATIONS HEBDO

9 Juillet 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 6 JUILLET 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	06/07/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3168.79	2781.68	3979.96	-19.03	0.28	-0.87			
DAX	5898.35	6410.11	5072.33	7471.44	-13.41	8.68	-0.10			
EuroStoxx	2316.55	2235.51	1995.01	2844.51	-19.88	-3.50	-1.29			
FTSE	5572.28	5662.63	4944.44	6054.55	-5.47	1.62	1.64	5.80	6.95	3.62
SNP 500	1257.60	1354.68	1099.23	1419.04	0.81	7.72	-0.55	16.79	13.62	2.54
Nasdaq	2605.15	2937.33	2335.83	3122.57	2.71	12.75	0.08	18.99	18.92	3.19
Nikkei 225	8455.35	9020.75	8160.01	10255.15	-11.02	6.69	0.16	4.56	8.86	3.61
MSCI Emerging	916.39	946.01	831.22	1167.61	-18.72	3.23	0.92	-5.84	8.89	4.06
MSCI World USD	1182.60	1229.37	1074.50	1352.39	-8.47	3.96	-0.51	6.04	9.65	2.58

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 6 JUILLET 2012

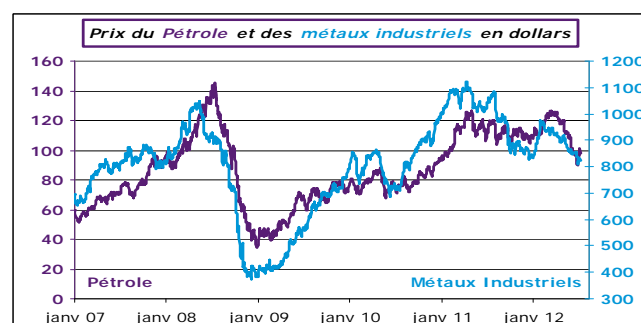
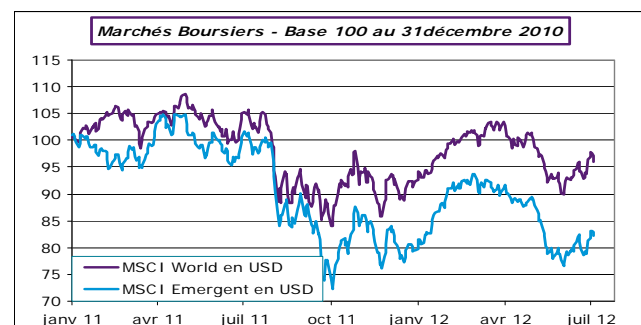
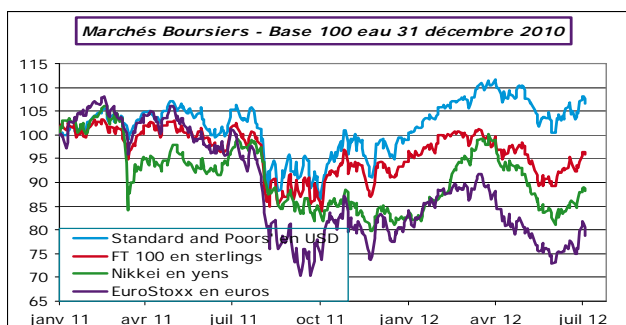
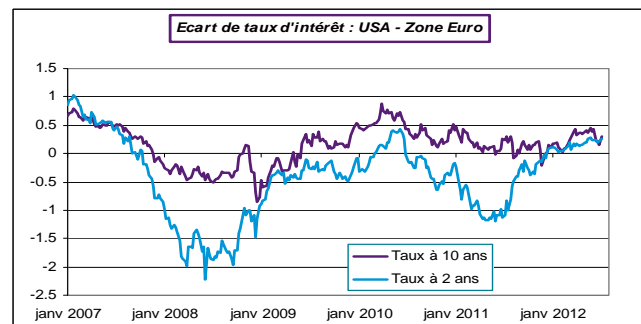
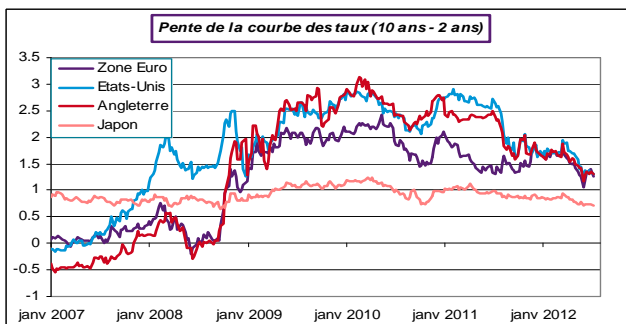
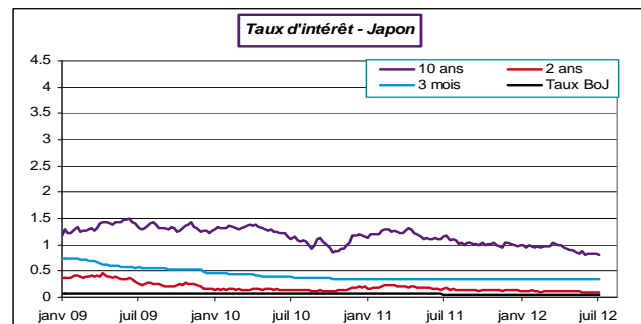
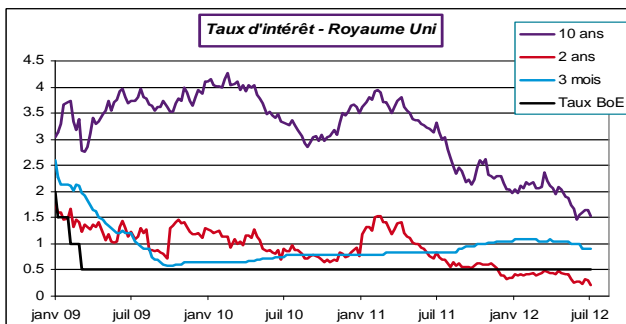
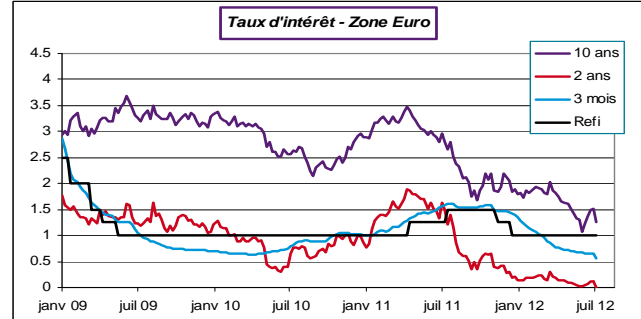
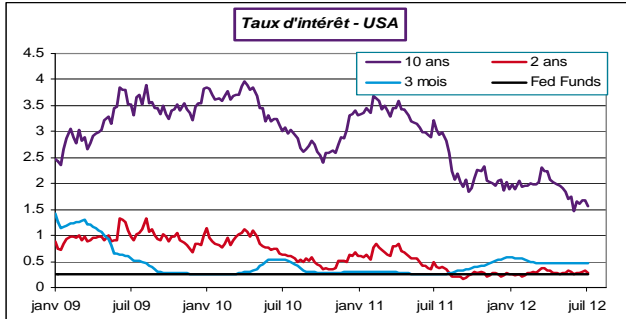
	Taux d'intérêt au 6 Juillet 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
USA	0 - 0.25	0.458	0.27	1.57	-0.003	-0.060	-0.100	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	1.00	0.549	0.002	1.267	-0.104	-0.112	-0.246	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.9	0.216	1.529	0.000	-0.081	-0.129	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.337	0.098	0.807	0.000	-0.002	-0.032	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (06/07/12)	2 ans (06/07/12)	10 ans (06/07/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.09 (-0.19) §	0.27 (0.22) §	0.30 (0.16) §	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.35 (0.25) §	0.21 (0.18) §	0.26 (0.15) §	-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 6 JUILLET 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	06/07/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.231	-3.02	-5.20	-13.69	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	97.878	-3.34	-2.00	-14.90	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.797	-1.28	-4.65	-10.83	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	79.970	0.83	2.87	-1.65	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.551	-1.13	-0.22	-3.39	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.364	0.17	1.12	-1.55	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	98.25	2.94	-9.26	-16.55
	Euro	83.41	79.83	6.15	-4.29	-3.32
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1587.35	-0.63	0.81	2.96
	Euro	1212.94	1289.74	2.46	6.33	19.28

Indicateurs Financiers au 6 Juillet 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Enquête mondiale pour le mois de Juin

L'indicateur mondial issu des enquêtes PMI/Markit pour le secteur manufacturier est repassé sous le seuil de 50 au mois de juin. Un tel niveau suggère une contraction de l'activité.

Sur le graphique j'ai mis en parallèle cet indicateur et l'évolution trimestrielle de la production industrielle et celle du commerce mondial. Les signaux de ces 3 indicateurs sont généralement cohérents. Cela suggère que l'inflexion observé dans l'enquête de Juin pourrait se traduire par un ralentissement plus marqué de la production industrielle (le chiffre est en repli pour le mois d'avril) et du commerce mondial (le chiffre est également en repli en Avril). Quand on regarde 24 pays dans l'enquête menée par Markit, 18 indiquent une contraction de leur activité. C'est beaucoup et peut signaler les prémices d'un repli plus important de l'activité. Ce sera le point majeur à surveiller au cours de l'été.

Décomposition géographique de l'enquête

La décomposition de l'enquête mondiale par grandes zones géographiques suggère une grande fragilité de l'activité économique. L'indice mondial est en dessous de 50 mais on constate aussi une convergence vers ce niveau pour les pays non européens. La rupture en juin est la chute de l'indice américain à un niveau légèrement en dessous du seuil de 50 à 49.7. L'économie US jouait le rôle de stabilisateur dans le cycle actuel. Sa contribution à la croissance était limitée mais positive et stable. Ce ne sera peut être plus aussi sûr. L'indice BRIC est toujours faible par la faute du Brésil et de la Chine. L'indice de la Zone Euro est stable à 45 mais cela correspond à une contraction rapide de l'activité. Le point le plus préoccupant est qu'aux USA, en Chine et en zone Euro les flux de commandes sont très faibles fragilisant l'activité des prochains mois.

ECONOMIE AMÉRICAINE

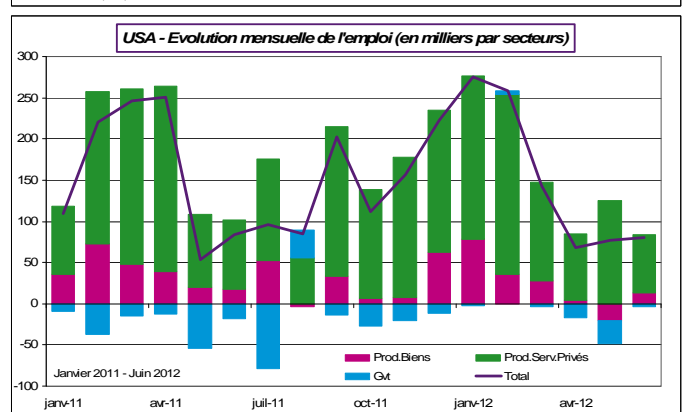
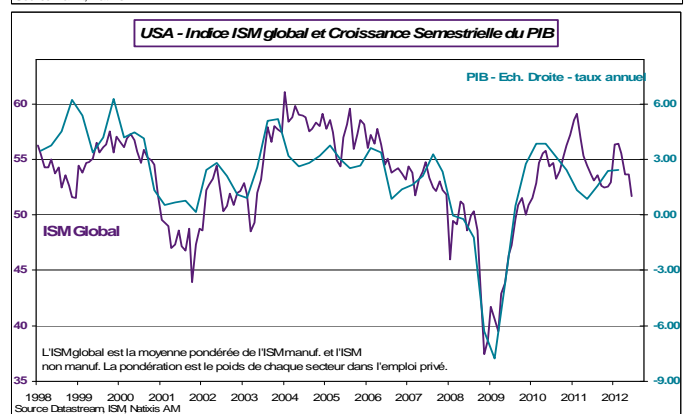
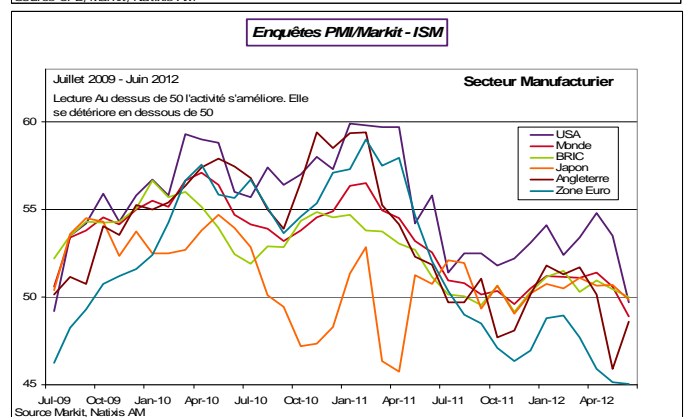
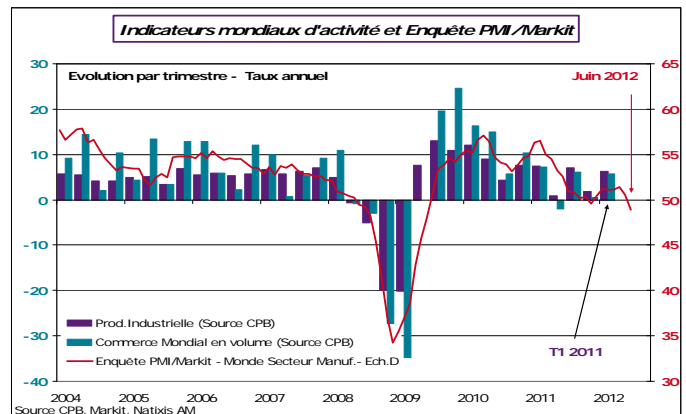
Indice ISM Global au mois de Juin

L'indice ISM global est une moyenne pondérée entre les indices représentatifs des secteurs manufacturier et non manufacturier. Depuis le point haut observé en février, l'indice glisse, baissant même très rapidement au cours des trois derniers mois comme l'indique le graphe. Le profil de l'ISM global est plutôt cohérent avec celui du PIB pris en variation sur 6 mois. Même si récemment la liaison paraît plus volatile, l'évolution de l'indice ISM suggère une inflexion de la croissance au cours de l'été.

Cela pourrait pousser la Fed à adopter une stratégie plus accommodante. Ben Bernanke avait évoqué ce point lors de la dernière réunion du comité de politique monétaire: une conjoncture moins robuste l'inciterait à intervenir.

Création d'emplois au mois de Juin

Le signal qui fera réagir la Fed pourrait être celui de l'emploi. Pour le 3^{ème} mois consécutif le chiffre de création d'emplois est réduit. A 80 000 il reflète une dynamique limitée et surtout pas susceptible de créer spontanément une allure plus rapide pour l'économie. Associé à une rémunération qui progresse peu (1.45% sur un an), cette situation sur le marché du travail va se traduire par une progression réduite des revenus ce qui pèsera sur les dépenses de consommation. Il y a eu moins de créations dans les services, notamment dans l'éducation, la santé et les transports. Moins de destructions dans la construction, et toujours des créations dans le secteur manufacturier. Le taux de chômage est stable. Ces questions pourraient commencer à mobiliser la Maison Blanche car l'emploi est un critère fort de vote aux présidentielles.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE EUROPEENNE

Enquêtes PMI/Markit en Juin

Les enquêtes pour l'ensemble de l'économie au sein des pays européens montrent une économie en contraction. Les indices présentés reflètent à la fois le comportement des secteurs manufacturier et non manufacturier. L'indice de la zone Euro a une dynamique proche de celle du PIB mesuré en variation trimestrielle.

Tous les pays à l'exception de l'Irlande et du Royaume Uni sont en contraction. Les deux pays mentionnés sont juste en stabilisation de leur activité. Il n'y a pas de croissance en Europe. L'indice de la zone Euro est près de 2,5 points au dessous de la moyenne du premier trimestre. Cela devrait se traduire par une contraction du PIB en T2. Les indices allemand, français, italien et espagnol sont dans la zone de contraction de l'activité. C'est une situation très préoccupante.

Politique Monétaire avec la réunion de la BCE

La BCE a abaissé son taux de référence à 0.75 % et a réduit le taux des facilités de dépôts à 0%. Cela devrait se traduire par une baisse de l'EONIA probablement entre 0.10 et 0.2%. Une baisse supplémentaire du taux de refi à la rentrée pour le porter à 0.5% n'est pas à exclure.

La réaction de la BCE aux résultats du sommet de Bruxelles était très attendue. On espérait une indépendance dans la résolution de la crise en arguant que les crises financière se résolvent généralement par l'intervention de la banque centrale, seule institution capable de prendre le risque à sa charge et de le diluer dans le temps sans peser sur les comportements actuels. Ce n'est pas la voie choisit par la BCE qui s'est rangée derrière le MES et finalement derrière les orientations que les gouvernements ont pu prendre. Cela s'est traduit par une perte de crédibilité mesurée par la hausse des spreads espagnols et italiens.

ECONOMIE BRITANNIQUE

Quantitative Easing

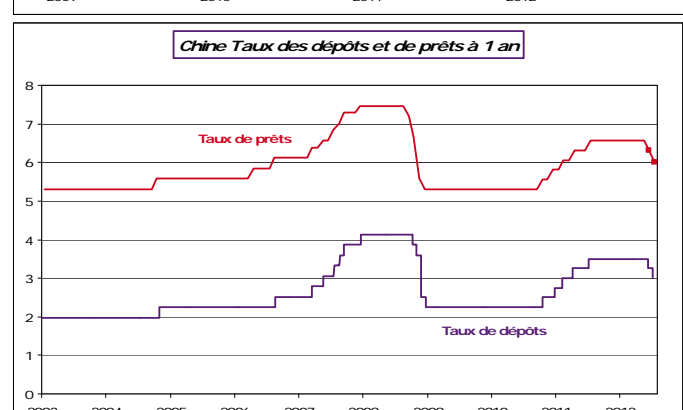
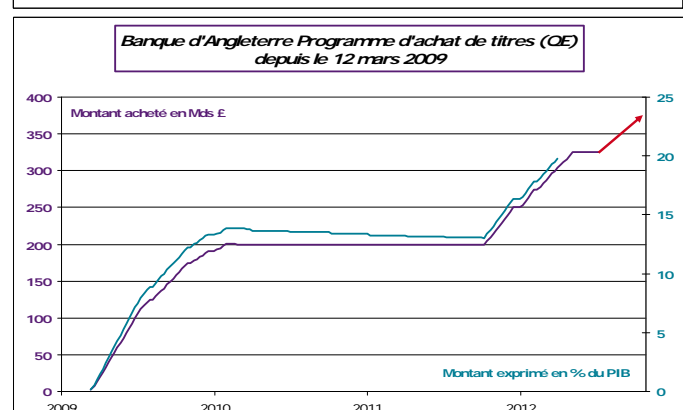
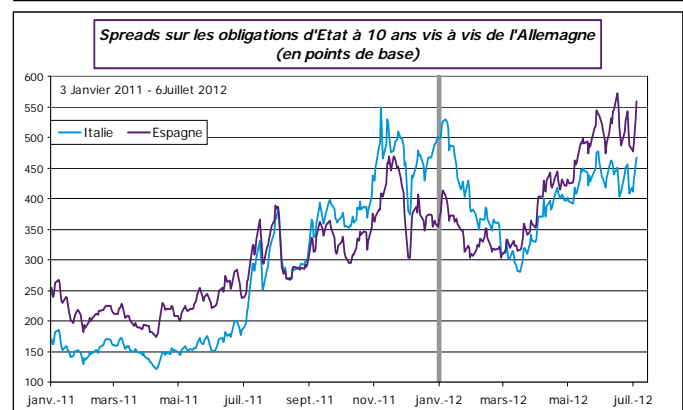
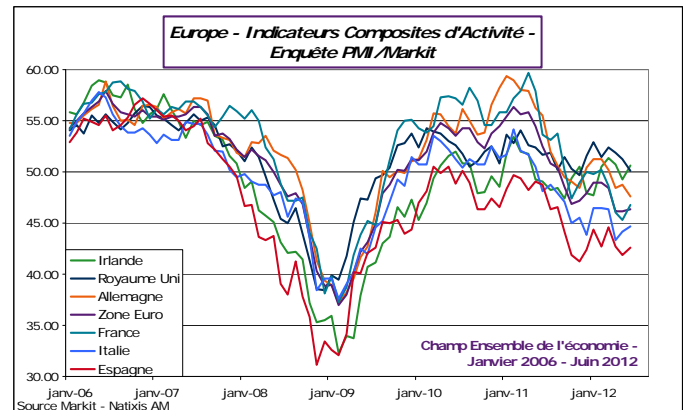
En raison d'une économie en récession et d'une réduction du taux d'inflation dans les limites acceptables dans le cadre de la politique de ciblage d'inflation, la Banque d'Angleterre a décidé de rajouter des liquidités via une nouvelle étape de sa stratégie de Quantitative Easing.

Des opérations de ce type avaient démarré en mars 2009 pour atteindre finalement 325 Mds de sterlings (20 % du PIB environ à la fin du T1). Le graphique représente la trajectoire des achats et la flèche rouge converge vers le niveau de 375 Mds soit 50 de plus décidés lors de la réunion de jeudi dernier. Ce montant dont on attend encore les éléments de mise en œuvre et le calendrier hebdomadaire devrait être acheté probablement à un horizon de 4 mois.

ECONOMIE CHINOISE

Relâchement de la politique monétaire

La Banque Centrale de Chine a abaissé ses deux taux d'intérêt de référence: Le taux des dépôts à un an (- 25bp) à 3% et le taux des prêts à 1 an (-31bp) à 6%. Ce mouvement est le deuxième dans un intervalle rapproché. L'opération précédente avait eu lieu le 8 juin. L'économie chinoise doit adopter une stratégie plus accommodante pour soutenir sa croissance. Elle précipite un peu le mouvement car la politique budgétaire est peu opérante (elle se fait généralement par la relance de l'investissement or celui-ci est actuellement en excédent, notamment en raison de la relance de 2009). On ne peut pas exclure d'autres mouvements soit de taux d'intérêt soit de taux de réserves obligatoires.



Les Principales Statistiques de la Semaine à Venir

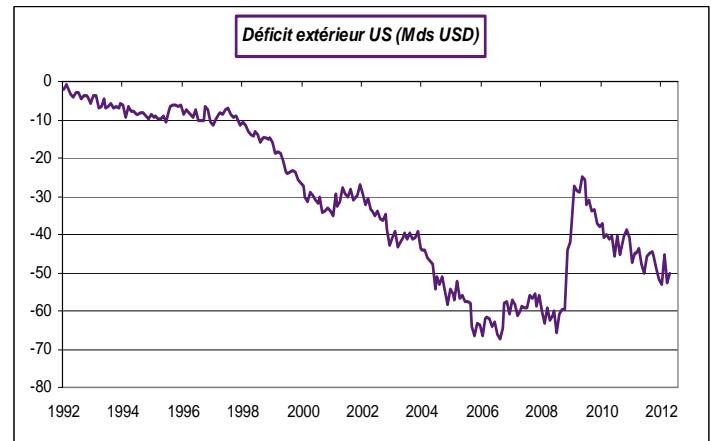
Etats-Unis

► **Publication de la balance commerciale de mai, le mercredi 11 juillet à 14h30** (avril 50.1 Mrds de dollars de déficit, consensus 48.4)

► **Publication de l'indice de confiance de l'Université du Michigan pour le mois de juillet (indice préliminaire) – le vendredi 13 juillet à 15h55** (juin 73.2, consensus 73.5)

► **Publication des prix à la production du mois de juin, le vendredi 13 juillet à 14h30. Indice général** (mai 0.7 % en glissement annuel, consensus -0.4 %) **Indice sous-jacent** (mai 2.7 % en glissement annuel, consensus 2.6 %)

► **Parution de minutes du FOMC du 20 juin 2012, le mercredi 11 juillet à 20h.**



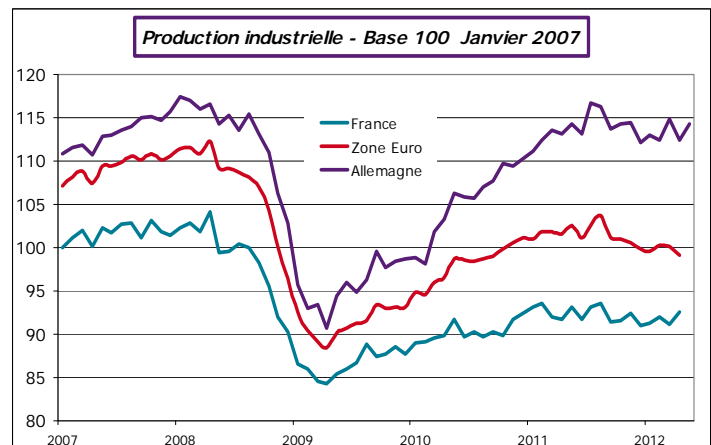
Zone Euro

► **Publication de la Production industrielle de mai – le jeudi 12 juillet à 11h** (avril -1.1 % en variation mensuelle, consensus -0.1 %)

France

► **Publication de la production industrielle du mois de mai, le mardi 10 juillet à 8h45** (avril 1.5 %, consensus -0.9 %)

► **Parution de l'indice des prix à la consommation du mois de mai, le jeudi 12 juillet à 8h45** (avril 2 % en glissement annuel, consensus 1.9 %)



Royaume-Uni

► **Parution de la production industrielle (mai), le jeudi 10 juillet à 10h30** (avril -1 % en variation mensuelle, consensus -2.1 %)

Japon

► **Réunion de la BoJ le 11 et 12 juillet, décision le jeudi 12 juillet** (consensus 0.1 %)

Chine

► **Publication du PIB du deuxième trimestre 2012, le jeudi 12 juillet** (T1 2012 8.1 % en glissement annuel ; consensus 7.7 %).

► **Publication de la production industrielle du mois de juin, le jeudi 12 juillet** (mai 9.6 % en glissement en annuel, consensus 9.8 %)

► **Publication de la balance commerciale de juin, le mardi 10 juillet** (mai 18.7 Mrds de dollars, consensus 24)

► **Publication des ventes de détail (juin), le jeudi 12 juillet** (mai 13.8 % en glissement annuel, consensus 13.5 %)

► **Indice des prix à la consommation le lundi 9 Juillet - Publication à 2.2%**

