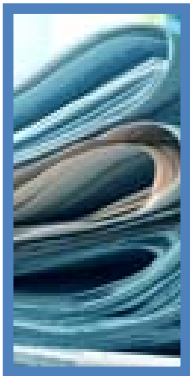




Les attentes de la semaine du 16 au 22 Juillet

- Nombreuses données américaines avec les ventes de détail, la production industrielle, l'indice de la Fed de New York (Empire State Index) les constructions de maisons (NAHB et mises en chantier) et l'inflation de juin.
- Ben Bernanke parlant au Congrès et au regard des données publiées, on disposera peut être de précisions sur la possibilité d'un QE3
- Mise en place du plan sur le système bancaire espagnol le 20 juillet (Attention au traitement des détenteurs d'actifs bancaires espagnols voir <http://on.wsj.com/SyVluR>)
- Le ZEW en Allemagne, première enquête sur le mois de juillet en Europe
- Les ventes de détail au Royaume Uni et les minutes de la dernière réunion de la Banque d'Angleterre



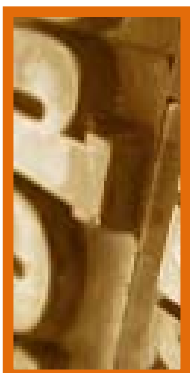
Les points majeurs à retenir du 9 au 15 Juillet

- Le PIB chinois est ressorti à 7.6 % sur un an au 2^{ème} trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la progression est de 7.4% contre 6.6% sur les 3 premiers mois de l'année
- Le risque d'une rupture de l'activité en Chine semble réduit. L'investissement a meilleure allure et les nouveaux crédits ont été plus robustes qu'attendus.
- Baisse des taux d'intérêt au Brésil, en Corée du sud, à Taiwan et position encore plus souple au Japon. Les banques centrales tentent d'être le plus souple possible.
- En Espagne les détails de l'aide aux banques seront connus le 20 juillet. Une première tranche versée par l'EFSF de EUR30Mds sera versée fin juillet.
- Baisse significative des facilités de dépôts à la BCE après la mise en place d'un taux à 0%. Elles passent de EUR 808 Mds le 10 à 366 le 12



Les facteurs qui auront un impact durable sur l'activité (page 2)

- Discussion sur le montant toujours élevé de la dette des agents non financiers (Etat, ménages et entreprises). Cinq ans après le début de la crise, la dette cumulée de ces 3 acteurs de l'économie est quasiment stable dans les pays industrialisés.
- La baisse des dettes des ménages et des entreprises a été compensée par la hausse de celle de l'Etat.
- Si les ménages et les entreprises souhaitent se désendetter, est il dès lors souhaitable que l'Etat le fasse en même temps dans un environnement macroéconomique peu robuste?
- Discussions aussi sur la politique monétaire comme seul instrument à court terme susceptible de créer les conditions de la reprise de l'activité.



Les graphes dans le document

- Le PIB chinois au deuxième trimestre. Pas de rupture attendue dans les mois à venir.
- Les flux de crédits nouveaux en Chine – Meilleurs qu'anticipés
- Prix des céréales en forte progression depuis quelques semaines en raison notamment de la sécheresse aux USA et des pluies en Russie.
- Evolution de la production industrielle en Europe en mai
- Le PIB et le PNB en Irlande – Des profils assez distincts
- Les taux d'intérêt en zone Euro depuis la mise en place de l'Euro le 1^{er} janvier 1999
- Taux d'intérêt au Brésil après la baisse du Selic à 8%
- Taux d'intérêt en Corée du sud après la baisse à 3 % du taux de référence.

Direction de la Recherche Economique

GESTION DE LA DETTE GLOBALE – QUEL ROLE POUR LA POLITIQUE MONETAIRE

Dans les conversations que je peux avoir, deux thèmes reviennent régulièrement. Le premier est sur la dynamique des dettes privées et publiques et sur le fait que de nombreux pays ont un endettement de leurs agents non financiers qui n'a pas décliné depuis le début de la crise. Le deuxième thème est celui de la politique monétaire. Les banques centrales sont à nouveau très actives dans la gestion de leur stratégie monétaire. La raison majeure est que c'est la seule institution capable d'intervenir.

La stabilité de l'endettement global

La dynamique de la crise s'est opérée en 3 temps. Le premier a reflété une dynamique privée. Celle-ci s'est traduite par une hausse de l'endettement des acteurs privés, ménages et parfois entreprises, et une réduction des primes de risques. A la veille de la crise de l'été 2007, les écarts de rendement entre titres privés et publics étaient très réduits. En 2007, les dettes publiques n'étaient pas un enjeu. Lors de la récession de 2008 après la faillite de la banque Lehman Brothers, les acteurs privés se sont inquiétés, ils ont réduit leurs dépenses rapidement et les primes de risques ont augmenté de façon significative. Pour éviter une baisse trop forte de l'activité, les gouvernements ont laissé les déficits s'accroître et la dette publique s'accumuler.

Face à l'incertitude engendrée par la crise qui persistait les acteurs privés de l'économie ont souhaité se désendetter, souhaitant ainsi accroître leur épargne à terme. Cependant une telle stratégie s'est traduite par une dynamique médiocre de la demande interne. Celle-ci n'a pas pu jouer le rôle qui était habituellement le sien de soutien à l'activité et de catalyseur de la reprise. C'est parce que cette demande interne est restée peu expansionniste que les Etats ont dû maintenir des déficits publics importants. Un ajustement trop rapide aurait réduit la demande de l'Etat aux entreprises (car l'Etat consomme et investit). Dès lors la dette publique a continué de s'accumuler.

Parce que se désendetter est un processus long, cela prend du temps aux ménages et aux entreprises de le faire. L'endettement privé généralement diminue mais à un rythme qui est parfois plus que compensé par la hausse de l'endettement public. C'est pour cela que 5 ans après le début de la crise (début août 2007), la dette est toujours très élevée. (troisième temps de la crise)

Vouloir que tous les acteurs de l'économie réduisent leur dette au même moment c'est prendre un risque sur la demande adressée aux entreprises et donc sur la croissance de l'économie. Souvent la hausse des exportations n'est pas suffisante pour compenser, comme en ce moment en raison de la faible progression du commerce mondial. C'est pour cela que lorsque tous les acteurs de l'économie souhaitent réduire leur dette il y a récession. C'est le cas en Espagne, au Royaume Uni, en Italie et peut être demain en France si la volonté de réduire les déficits publics est forte et menée jusqu'au bout.

Le risque d'une récession est celle d'un taux de chômage en hausse alors que pour la zone Euro il est déjà à un plus haut historique. Est-il souhaitable de définir l'objectif de la politique économique par un ratio de dette alors que l'emploi et la croissance doivent être au cœur des préoccupations de tous.

Le rôle de la politique monétaire

Le mouvement d'assouplissement des politiques monétaires est spectaculaire depuis la fin du 2^{ème} trimestre. La BCE, les banques centrales de Chine, du Brésil, de Taiwan ou de la Corée ont abaissé leurs taux d'intérêt alors que la Banque d'Angleterre relançait son programme d'achat d'actifs. Cette semaine le propos de Ben Bernanke au Congrès américain sera analysé finement pour déterminer si la Fed mettra en œuvre une nouvelle phase de Quantitative Easing notamment après les statistiques peu dynamiques publiées récemment.

La conjoncture aujourd'hui repose à la fois sur une dynamique modeste dans les pays industrialisés, une inflexion de l'activité dans les pays émergents, reflet de l'après phase de reprise et de l'absence de support des pays industrialisés, et sur une expansion réduite des échanges internationaux.

Cela se traduit par des données macroéconomiques fragiles tant dans les pays industrialisés que dans les pays émergents. Ce qui est particulier aujourd'hui est que cette situation macroéconomique morose n'est pas spécifique à une région. De la sorte, aucune d'entre elles n'alimente de façon rapide le commerce mondial. Aucun pays ne crée une trajectoire en rupture à la hausse dont bénéficierait l'économie mondiale.

La dynamique de croissance et d'emploi ne peut dès lors provenir de l'extérieur. Il faut trouver les moyens de retrouver un profil d'activité plus élevé à partir de sources internes.

Cette quête d'autonomie se traduit par la mise en place de politiques structurelles qui à moyen terme doivent permettre d'améliorer les conditions de la productivité en rendant les marchés plus compétitifs et plus flexibles.

Cependant à court terme, ces mesures n'ont pas d'impact fort. A court terme, c'est l'articulation des politiques conjoncturelles qui est important.

Si les gouvernements ne veulent plus utiliser la politique budgétaire, voir plus haut, pour soutenir l'activité, c'est donc vers les politiques monétaires qu'il convient de se tourner. Ce sont les seuls instruments capables de créer les conditions permissives de la croissance au sein de chaque région ou de chaque pays. Cette recherche d'autonomie est au cœur des dynamiques locales puisque l'économie globale n'est plus capable de créer les conditions de la croissance, contrairement à ce qui était observé avant la crise de 2007.

Cela suggère que les politiques monétaires vont certainement être encore plus accommodantes et pour très longtemps. Un QE3 aux Etats-Unis entrerait dans cette logique et pourquoi pas en zone Euro?

La prochaine étape, lorsque tout le monde sera convaincu que les taux resteront très bas très longtemps et qu'il y aura des liquidités en abondance, sera d'alimenter les anticipations d'inflation pour réduire très fortement les taux d'intérêt réels ex ante (ceux basés sur les anticipations d'inflation) afin qu'ils soient plus négatifs qu'actuellement dans les pays industrialisés et créent une incitation à investir. Cela veut dire que les banques centrales devront modifier à la hausse la cible d'inflation explicite ou implicite qu'elles ont dans la gestion de leur stratégie monétaire. La politique monétaire réussirait alors à créer une rupture susceptible de favoriser la convergence vers une trajectoire de croissance plus favorable.

ANTICIPATIONS HEBDO

16 Juillet 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 13 JUILLET 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	13/07/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3180.81	2781.68	3842.70	-16.15	0.66	0.38			
DAX	5898.35	6557.10	5072.33	7349.45	-9.78	11.17	2.29			
EuroStoxx	2316.55	2259.09	1995.01	2772.60	-16.79	-2.48	1.06			
FTSE	5572.28	5666.13	4944.44	5965.58	-4.07	1.68	0.06	7.25	7.85	0.84
SNP 500	1257.60	1356.78	1099.23	1419.04	2.96	7.89	0.16	19.09	14.39	0.68
Nasdaq	2605.15	2908.47	2335.83	3122.57	3.99	11.64	-0.98	20.28	18.37	-0.47
Nikkei 225	8455.35	8724.12	8160.01	10255.15	-12.44	3.18	-3.29	1.05	6.26	-2.39
MSCI Emerging	916.39	926.13	831.22	1156.56	-18.61	1.06	-2.10	-5.86	7.15	-1.59
MSCI World USD	1182.60	1225.55	1074.50	1348.70	-7.18	3.63	-0.31	7.36	9.88	0.21

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 13 JUILLET 2012

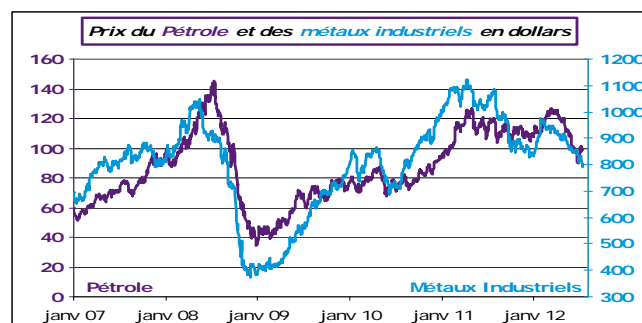
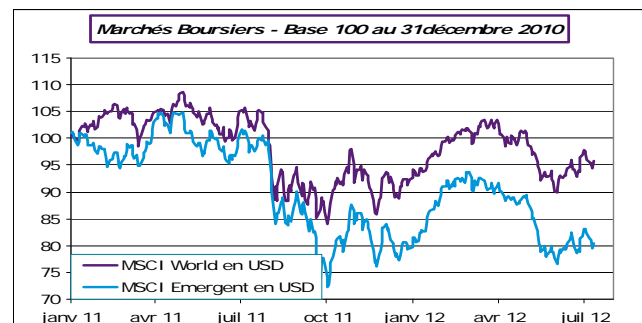
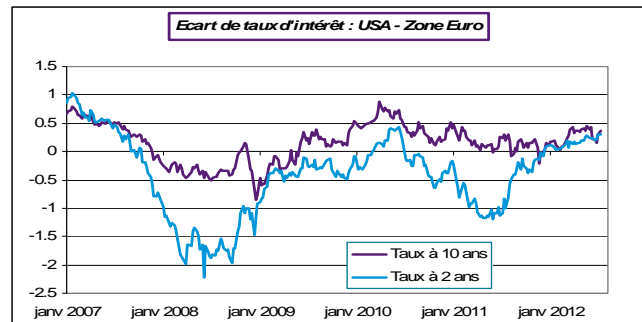
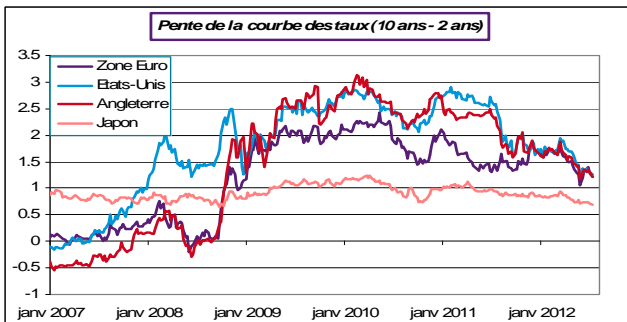
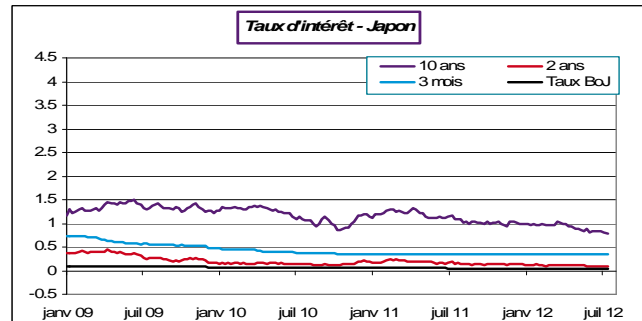
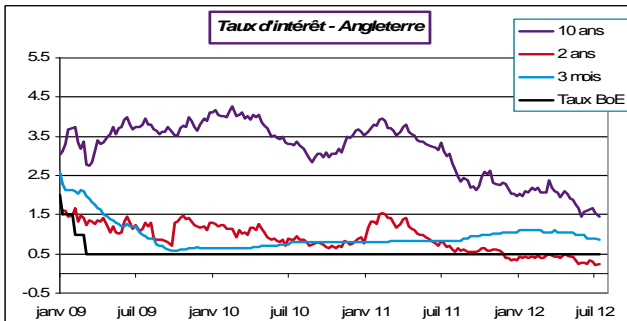
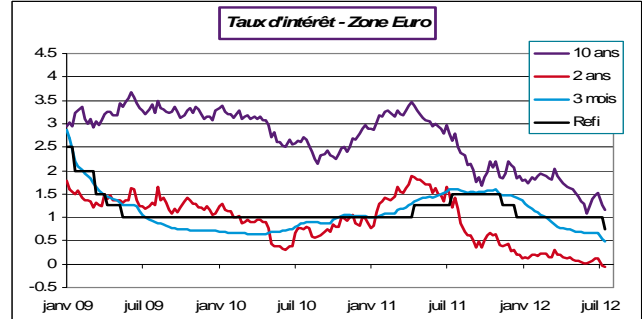
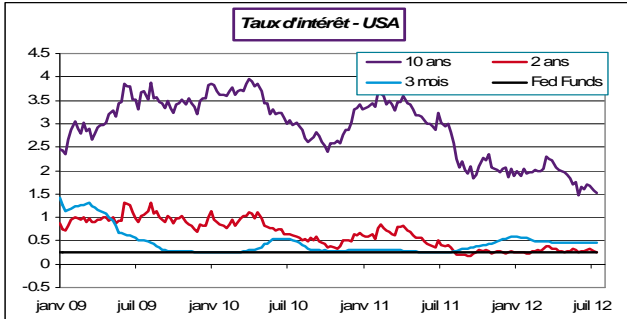
	Taux d'intérêt au 13 Juillet 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
USA	0 - 0.25	0.455	0.25	1.52	-0.003	-0.020	-0.050	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	0.75	0.486	-0.056	1.162	-0.063	-0.032	-0.105	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.85	0.241	1.458	-0.050	0.025	-0.071	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.336	0.095	0.780	-0.001	-0.003	-0.030	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (13/07/12)	2 ans (13/07/12)	10 ans (13/07/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		-0.03 (-0.09) [§]	0.30 (0.29) [§]	0.36 (0.30) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.36 (0.35) [§]	0.30 (0.24) [§]	0.30 (0.25) [§]	-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 13 JUILLET 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	13/07/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.224	-0.51	-5.68	-13.54	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	96.985	-0.91	-2.90	-13.34	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.788	-1.13	-5.72	-10.74	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	79.410	-0.70	2.15	-0.15	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.555	0.25	0.04	-3.34	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.379	0.23	1.35	-1.37	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	99.47	1.24	-8.14	-16.88
	Euro	83.41	81.24	1.77	-2.60	-3.86
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1560.78	-1.67	-0.88	-1.68
	Euro	1212.94	1274.77	-1.16	5.10	13.72

Indicateurs Financiers au 13 Juillet 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

PIB du 2^{ème} trimestre 2012

La croissance chinoise a été de 7.6 % sur un an au 2^{ème} trimestre. Il est en repli par rapport au chiffre de 8.1% pour les 3 premiers mois de l'année. Cependant, en variation sur le trimestre par rapport au précédent, la hausse annualisée est de 7.4 % contre 6.6%. On observe cette dynamique différenciée sur le graphe en suivant le profil de la ligne.

Le détail disponible est limité mais en regardant les données mensuelles publiées pour juin, on relève que l'investissement qui est le facteur majeur de la conjoncture chinoise s'est stabilisé et est même en juin un peu supérieur aux 2 derniers mois. La hausse de l'investissement d'infrastructure compense le repli de l'immobilier.

Le retournement n'est pas encore perceptible cependant lorsque l'on constate que la croissance de la production industrielle se stabilise autour de 9.5 % (9.5% en juin contre 9.6 en mai et 9.3 en avril). Les ventes de détail s'infléchissent encore mais sont mieux orientées en volume en raison de la baisse de l'inflation.

Evolution des nouveaux crédits

Le point marquant aussi est le flux de nouveaux crédits. Sur le graphe j'ai mis l'indicateur sur un mois (courbe rouge) et en moyenne sur 12 mois. Il n'y a pas d'indication de rupture supplémentaire de l'économie chinoise sur le graphe

En d'autres termes, l'économie chinoise ne donne pas de signaux de rupture mais plutôt de stabilisation. Faire l'hypothèse d'une croissance beaucoup plus faible est excessif. Néanmoins, même si la politique monétaire est accommodante et va l'être encore davantage, il ne faut pas imaginer un rebond brutal qui emporterait à la hausse l'économie mondiale.

ECONOMIE GLOBALE

Hausse du prix des mat. premières alimentaires

Le mouvement d'accélération du prix des céréales est très spectaculaire. Le prix du soja était déjà sur une tendance haussière en raison de problèmes de stocks. Mais la hausse récente du prix du blé et du maïs est rapide et brutale. Cela reflète notamment la vague de chaleur aux USA qui pénalisera la récolte de maïs (-46 millions de tonnes par rapport à la précédente campagne). Ces annonces ont provoqué une rupture marquée dans la dynamique des prix. Les inquiétudes sur la récolte de blé en Russie est aussi problématique et tire les prix à la hausse

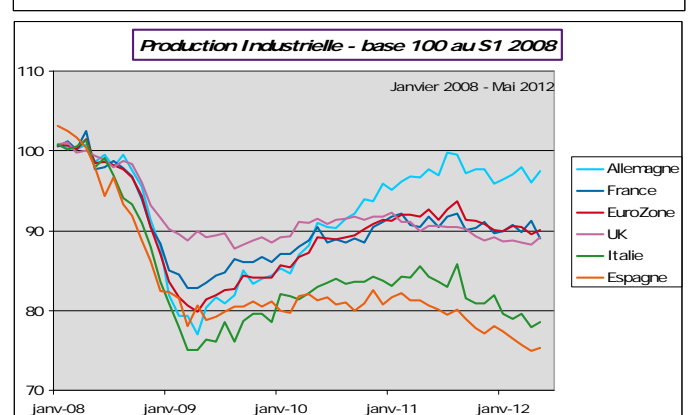
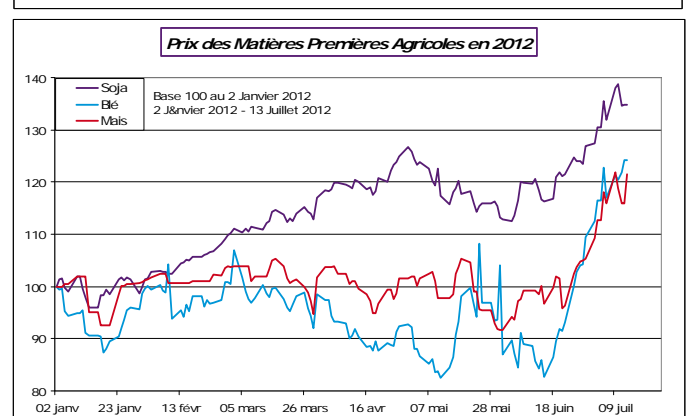
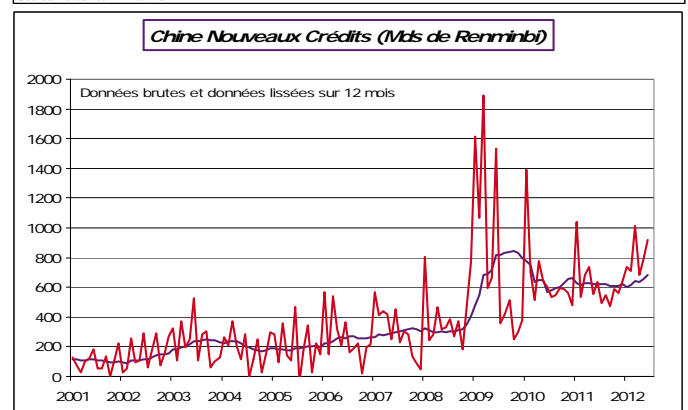
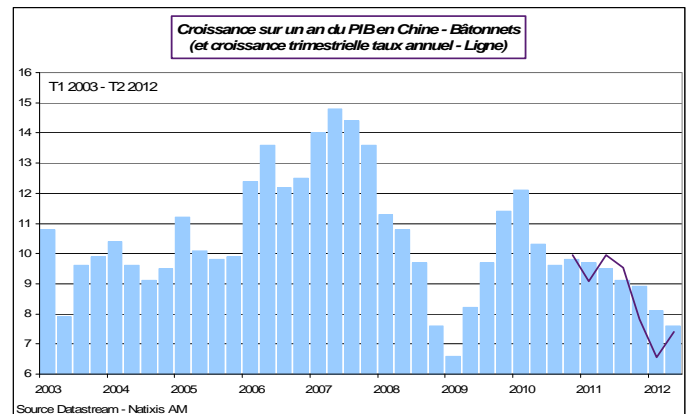
Les conséquences sur la chaîne de production alimentaire seront rapidement perceptibles. La hausse des céréales se retrouvera dans celle de la volaille si les prix restent sur cette tendance. Cela sera problématique lorsque l'on sait l'importance de ce type de nourriture dans le monde. La hausse des prix pourrait avoir à nouveau un effet déstabilisant (printemps 2011)

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Evolution de la production industrielle en Mai

La production industrielle a eu tendance à se stabiliser en zone Euro au cours du mois de mai. Les indices Euro, italien, allemand ou encore espagnol sont plus élevés qu'en avril. Seule la France est en repli. Le graphe suggère toujours une dynamique fragile. Les enquêtes ont tendance à renforcer ce sentiment en juin.

Cependant, l'acquis pour le 2^{ème} trimestre à la fin du mois de mai est toujours négatif. Il est de -0.5 % en zone Euro, de -0.15 en Allemagne, de -0.4% en France, de -1.3 % en Italie et -1.7% en Espagne. Seule finalement le Royaume Uni s'en sort avec un acquis positif à +0.2%.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE L'IRLANDE

PIB du 1^{er} Trimestre

Le PIB a reculé de -4.2% en taux annualisé au 1^{er} trimestre 2012 après +2.8 % en T4 2011. Sur l'année 2011 la croissance a été de 1.4 %. L'acquis pour 2012 à la fin du T1 2012 est de -0.4%. Le PNB qui intègre aussi les flux nets de revenus avec l'extérieur est en repli de -5.2 % en T1 et reculait de -2.4 % en 2011 et un acquis de -1.4% pour 2012. L'économie irlandaise est toujours fragile et la différence de profil entre PIB et PNB en témoigne.

En se concentrant sur le PIB on note une meilleure orientation de la demande interne dont la contribution est proche de 3% en T1 (la contrib. du commerce extérieur est très négative -5.3% en raison de la hausse des importations). Au sein de la demande interne c'est l'investissement qui progresse le plus. Attention cependant, le niveau de l'investissement est à la moitié de ce qu'il était avant la crise. Le PIB lui même est encore à 9% en dessous du point haut. La fragilité de l'économie irlandaise reste en raison de sa consommation qui recule de façon quasi continue depuis le T4 2010 (l'exception est le T4 2011).

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Politique Monétaire

Le graphique reprend l'évolution des taux d'intérêt de la zone Euro depuis le démarrage de la monnaie unique le 1^{er} janvier 1999 (les billets ne furent introduits qu'au 1^{er} janvier 2002).

Il montre qu'effectivement le niveau des taux d'intérêt est historiquement bas, qu'il existe encore un peu de marge à la baisse pour le taux refi, mais surtout que si la baisse de ce taux refi n'est pas aussi efficace qu'attendu il faudra sûrement passer à des méthodes non conventionnelles.

Au regard du graphique on peut s'interroger sur la clairvoyance qui avait guidé les deux hausses de taux du 7 avril et du 7 juillet 2011.

ECONOMIE BRÉSILIENNE

Nouvelle baisse de taux d'intérêt

La banque centrale du Brésil a abaissé son taux de référence (Selic) de 50 bp à 8%. Depuis août 2011 ce taux a été abaissé de 450 bp.

La raison majeure est une inquiétude forte sur l'activité. La production industrielle a une allure fragile (-4.6 % sur 3 mois en taux annualisé à fin mai), les ventes de détail ne paraissent plus aussi robustes. Le repli du mois de mai a été fort et inattendu. Le profil des dépenses qui s'était accéléré jusqu'en Février s'essouffle. Le problème est que l'économie brésilienne est dépendante de la consommation des ménages.

En outre l'inflation est moins marquée ce qui donne une condition permissive pour la banque du Brésil. Au regard du communiqué de presse, il y aura au moins encore 50bp de repli du Selic, probablement en Août

ECONOMIE COREENNE

Relâchement de la politique monétaire

La Banque Centrale de Corée du sud a abaissé son taux de référence à 3%. Cela traduit une économie qui ralentit. Cela peut se lire dans les chiffres d'activité, du PIB à la production industrielle et à l'indicateur PMI repassé sous le seuil de 50 en juin. Cependant la question est plus complexe en Corée puisque la dynamique de l'économie est très dépendante du reste du monde. De ce fait la baisse des taux d'intérêt est la mise en place de conditions permissives sans attendre une inversion de tendance. Au regard du communiqué de presse, on ne peut pas exclure une nouvelle baisse des taux au cours des prochaines semaines.

