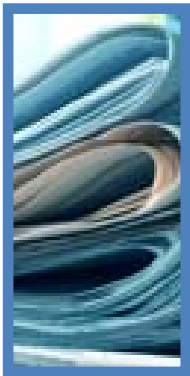




Les attentes de la semaine du 6 au 12 Août

- La semaine sera chinoise avec la publication de nombreuses données sur la conjoncture du mois de juillet (Production Industrielle, Investissement, Commerce extérieur, Inflation). La question posée reste celle de l'évaluation du risque de rupture au sein de cette économie
- Croissance italienne du 2^{ème} trimestre. Les données du premier trimestre n'étaient pas bonnes (-3.2% en taux annualisé). Au regard des enquêtes le chiffre du T2 ne sera pas très éloigné
- Production industrielle en Allemagne, France, Royaume Uni, Italie et Espagne
- Commerce extérieur aux USA
- Réunion du comité de politique monétaire au Japon, en Corée, en Australie et au Pérou



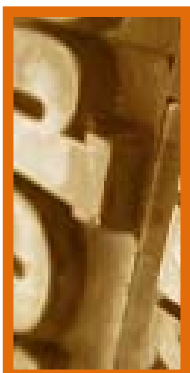
Les points majeurs à retenir du 29 Juillet au 5 Aout

- Le point majeur est l'annonce faite par Mario Draghi sur une éventuelle intervention de la BCE. Celle-ci se ferait sous conditions
- En revanche, la Fed est restée neutre, ne faisant aucune annonce particulière en dépit d'une analyse conjoncturelle plus fragile de la part de la Banque Centrale américaine. Est-ce pour rester neutre à 3 mois des élections présidentielles ?
- Les indicateurs d'enquêtes deviennent plus préoccupants. L'indicateur mondial PMI/Markit sur le secteur manufacturier suggère un ralentissement marqué au cours de l'été.
- La décomposition géographique ne suggère pas de zone susceptible de modifier durablement la trajectoire de l'économie globale. Toutes les zones voient leur activité s'infléchir



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

- Le propos de Mario Draghi lors de sa conférence de presse reflète le souhait éventuel d'intervenir sous conditions sur le marché de la dette de la part de la BCE.
- Un pays devra satisfaire un certain nombre d'objectifs relatifs au budget, aux réformes structurelles et aux institutions pour être éligible au FESF ou plus tard au MES (lorsque la Cour de Karlsruhe aura donné son accord en Allemagne en septembre).
- Ce n'est que sous cette condition que la BCE interviendra sur la partie courte de la courbe.
- Le FESF interviendrait sur le marché primaire et la BCE sur le marché secondaire mais sans que des montants aient été annoncés. Le détail sera connu dans les prochaines semaines
- La Commission Européenne a annoncé pour le 11 septembre le cadre d'une Union Bancaire en zone Euro



Les graphes dans le document

- Enquête globale PMI/Markit pour le mois de Juillet. L'indice passe clairement en zone de contraction de l'activité
- En désagrégant cet indicateur on constate qu'aucune région n'est susceptible de tirer spontanément l'activité mondiale à la hausse.
- L'indice ISM global américain se stabilise à un bas niveau mais supérieur à 50
- L'indice PMI/Markit en zone Euro se replie rapidement
- Indice emploi en recul dans l'enquête PMI/Markit en zone Euro
- Repli des ventes de détail en zone euro au 2^{ème} trimestre
- Profil de l'emploi par grands secteurs aux USA depuis le début de la récession
- Evolution du pouvoir d'achat des revenus américains et de la consommation des ménages

Direction de la Recherche Economique

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

La situation a bougé au sein de la zone Euro et l'initiative est venue de Mario Draghi.

Le premier élément est le propos tenu à Londres par le président de la BCE sur l'irréversibilité de la zone Euro. L'interprétation que l'on peut en faire est d'indiquer que les problématiques de la zone Euro ne pouvaient se résoudre par une sortie d'un pays de la zone ou par son éclatement. Ce propos affirme à nouveau que la zone Euro est une construction politique et que les difficultés d'un pays ne pourront se traduire spontanément par son exclusion.

L'objectif est de réduire les incertitudes sur le périmètre de la zone Euro. Les doutes associés à un risque d'éclatement peuvent altérer les comportements et finalement pénaliser la dynamique économique de la zone.

Ce qui est nouveau dans ce propos est que Draghi a affirmé vouloir mettre les moyens nécessaires pour éviter une rupture.

C'est pour cette raison, ces moyens importants potentiellement mis en œuvre, que les attentes étaient fortes lors de la conférence de presse du 2 août suivant le comité de politique monétaire de la BCE.

Ce que Mario Draghi y a défini est une méthode de travail, les détails techniques ne seront livrés que dans les semaines à venir.

La méthode tient en trois points

1 – Un pays souhaitant une aide doit prendre a priori des engagements sur sa trajectoire budgétaire, ses réformes structurelles à mener afin de retrouver davantage de croissance, et des engagements sur une construction institutionnelle européenne.

2 – Ces engagements permettront d'activer l'aide du FESF/MES (On peut imaginer pour une intervention sur le marché primaire)

3 – Ces deux premières conditions respectées permettront une intervention de la BCE sur le marché secondaire.

Cette séquence conditionne l'intervention de la BCE à des engagements fermes pris a priori par les gouvernements. Il n'y a donc pas d'intervention systématique, il faut des engagements clairs.

Ceux-ci et les objectifs qui devront être respectés par les gouvernements seront définis dans un document à venir au cours des prochaines semaines. Celui-ci définira clairement les exigences de la BCE.

Mario Draghi a indiqué qu'une fois les opérations enclenchées elles se feront dans la transparence sur les montants et les actifs achetés. On doit imaginer la définition d'un objectif du côté de la BCE et la mise en œuvre de moyens pour y arriver. Il a indiqué également que ces opérations se feraient sur la partie courte de la courbe. Si la stratégie menée par le pays (ses engagements) est crédible, l'aide de la BCE permettra alors d'abaisser l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt.

Cette situation est très différente de ce que faisait la BCE jusqu'en février dernier avec le programme SMP. Pour celui-ci il n'y avait aucun objectif explicite, les interventions pouvaient paraître aléatoires et sur des montants limités. On ne peut pas faire de parallèle entre les deux types d'opérations.

Les orientations proposées par Mario Draghi ont une dimension conjoncturelle forte afin de réduire le grand écart entre le coût de financement très élevé des économies en difficultés et l'évolution des revenus qui est celle du revenu i.e. du PIB nominal. Dans le cas de l'Espagne, le coût de financement à 10 ans est de 7 % alors que la croissance nominale sera voisine de 0 %. Aucun acteur de l'économie ne peut soutenir une telle distorsion. La réduire aurait ainsi un bienfait conjoncturel.

L'autre dimension est plus politique puisque chaque pays doit prendre des engagements institutionnels européens. On manque encore de détails sur ce point mais on perçoit la volonté de définir à l'échelle de la zone Euro des institutions susceptibles d'apporter davantage de régulation. Cette orientation vers davantage de fédéralisme a une dimension politique majeure.

C'est probablement sur ce point que les discussions se mèneront. Un pays s'engageant sur cette voie prend le risque de réduire sa capacité d'intervention. Dans les propos de Rajoy et de son ministre de l'économie le week-end dernier, cette dimension est une source majeure de réflexion car cela peut avoir un coût politique élevé.

L'aspect politique est encore une fois mis en avant dans l'intervention de la BCE.

Si sous certaines conditions la BCE peut intervenir comme prêteur en dernier ressort elle donne à la zone Euro la capacité de sortir de la crise prolongée dans laquelle elle se situe.

Le paradoxe est que finalement, l'orientation la plus politique vient de la BCE. Les gouvernements n'ont jamais avancé dans ce sens. Le risque est que la Banque Centrale Européenne prenne un poids excessif dans la régulation de la zone Euro et que cela se traduise par des tensions avec les gouvernements. C'est probablement une tendance que l'on ne devra pas négliger.

ANTICIPATIONS HEBDO

06 Août 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 3 AOÛT 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	03/08/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3374.19	2781.68	3594.83	-2.34	6.78	2.87			
DAX	5898.35	6865.66	5072.33	7157.82	3.39	16.40	2.63			
EuroStoxx	2316.55	2372.58	1995.01	2608.42	-5.01	2.42	3.10			
FTSE	5572.28	5787.28	4944.44	5965.58	3.63	3.86	2.84	14.10	9.67	2.34
SNP 500	1257.60	1390.99	1099.23	1419.04	10.37	10.61	0.36	27.83	16.36	0.60
Nasdaq	2605.15	2967.90	2335.83	3122.57	10.21	13.92	0.33	27.64	19.85	0.57
Nikkei 225	8455.35	8555.11	8160.01	10255.15	-11.23	1.18	-0.13	0.59	4.20	0.15
MSCI Emerging	916.39	952.79	831.22	1079.94	-13.59	3.97	1.17	0.09	9.38	1.41
MSCI World USD	1182.60	1259.65	1074.50	1325.65	-0.24	6.52	0.77	15.54	12.05	1.01

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 3 AOÛT 2012

	Taux d'intérêt au 3 Août 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	0.439	0.24	1.6	-0.007	-0.010	0.020	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	0.75	0.375	-0.081	1.195	-0.040	-0.016	-0.092	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.8	0.114	1.447	0.000	-0.019	-0.012	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.328	0.095	0.740	0.000	0.002	-0.010	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (03/08/12)	2 ans (03/08/12)	10 ans (03/08/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		0.06 (0.03) [§]	0.32 (0.31) [§]	0.40 (0.29) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.42 (0.38) [§]	0.20 (0.20) [§]	0.25 (0.17) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

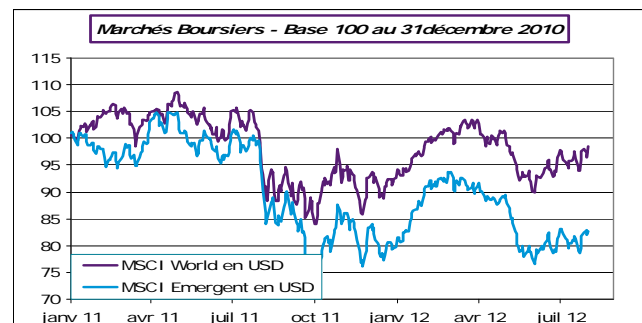
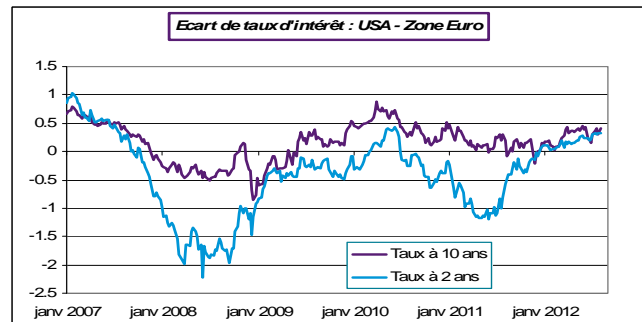
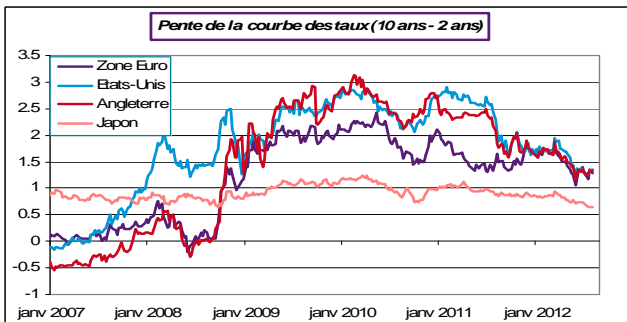
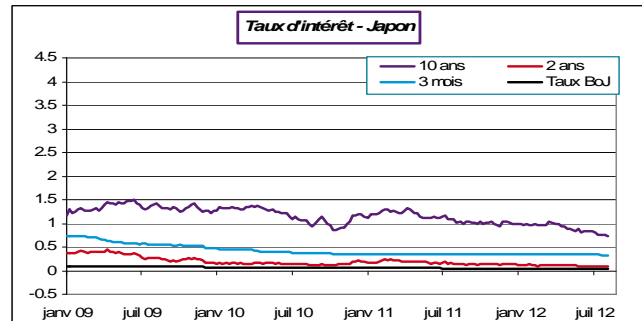
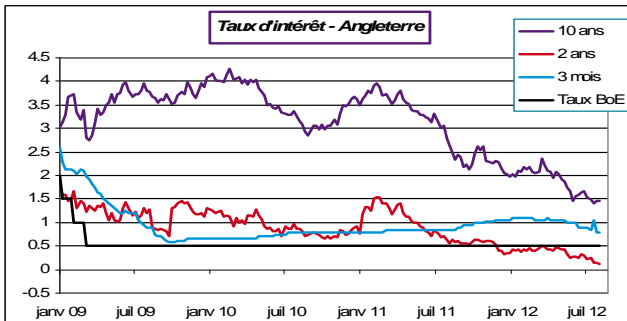
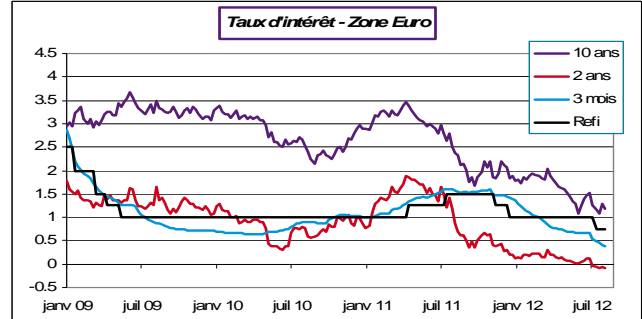
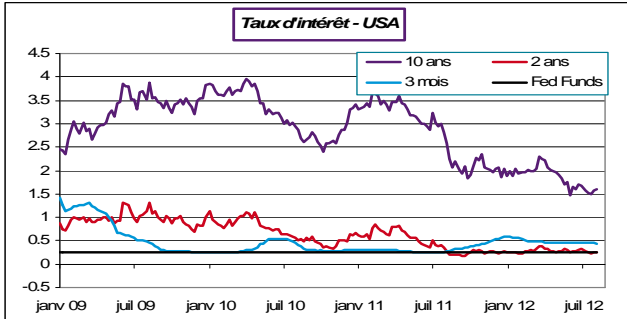
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 3 AOÛT 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	03/08/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.234	-0.24	-4.94	-13.66	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	96.986	-0.29	-2.90	-11.74	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.787	0.57	-5.73	-9.75	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	78.120	-0.18	0.49	1.02	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.560	-0.73	0.38	-4.94	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.372	-0.13	1.25	-0.96	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	107.5	0.35	-0.72	-6.68
	Euro	83.41	87.12	0.60	4.44	8.09
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1601.15	-0.96	1.69	-3.95
	Euro	1212.94	1297.53	-0.72	6.97	11.25

ANTICIPATIONS HEBDO

06 Août 2012

Indicateurs Financiers au 3 Août 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Enquête PMI/Markit de Juillet

L'indice synthétique issu de l'enquête PMI/Markit pour le secteur manufacturier est ressorti en juillet à 48.4. Cela indique que l'activité du secteur s'est contractée et que cette contraction s'est accélérée puisque en juin l'indice s'inscrivait à 49.1.

Au regard de la cohérence entre cet indicateur et l'évolution de l'activité mesurée par la production industrielle mondiale et les échanges en volume, ce repli devrait se refléter par une contraction de l'activité.

Le signal pour la conjoncture globale est clairement négatif et le deuxième semestre risque de se traduire par une conjoncture très fragile.

Evolution de l'enquête par grandes régions

La décomposition de l'enquête globale (en rouge) est décrite dans le graphe ci contre. Tous les indices sont à 50 (BRIC) ou au dessous (tous les autres). L'indice américain (ISM) indique toujours une très légère contraction de l'activité manufacturière (49.8 en juillet), l'indice japonais recule rapidement (47.9) et les indices européens s'enfoncent dans une phase de contraction rapide. L'indice britannique s'inscrit à 45.4 soit son niveau le plus bas depuis mai 2009. En zone Euro, l'indice est à 44, reculant de plus d'un point par rapport à juin. C'est le niveau le plus bas depuis juin 2009.

Dans les pays BRIC, l'indice indien est en ralentissement à 52.9 (contre 55 en juin), l'indice russe continue de progresser (52) alors que l'indice brésilien continue de refluer (48.7) ainsi que l'indice chinois (49.3). La léthargie de l'économie chinoise tire vers le bas ses voisins coréen et taiwanais. Ce que l'on retiendra surtout c'est qu'aucune région ne dispose d'une robustesse suffisante pour prendre à sa charge la relance de l'économie globale.

ECONOMIE AMÉRICAINE

Indice ISM global

L'indice ISM global, moyenne pondérée des ISM manufacturier et non-manufacturier, s'est stabilisé à un bas niveau en juillet. Il est ressorti à 52.1 contre 51.7 en juin. Cela traduit l'amélioration modérée de l'indice non manufacturier qui a été publié à 52.6 contre 52.1 précédemment. Ce que l'on retiendra est une faible évolution des nouvelles commandes, principalement dans le secteur manufacturier (le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks baisse de façon rapide en raison aussi de la hausse des stocks). Cela devrait peser sur l'activité au cours des mois d'été. (On notera aussi le repli très vif des commandes à l'exportation. L'environnement global se détériore et pénalise les USA)

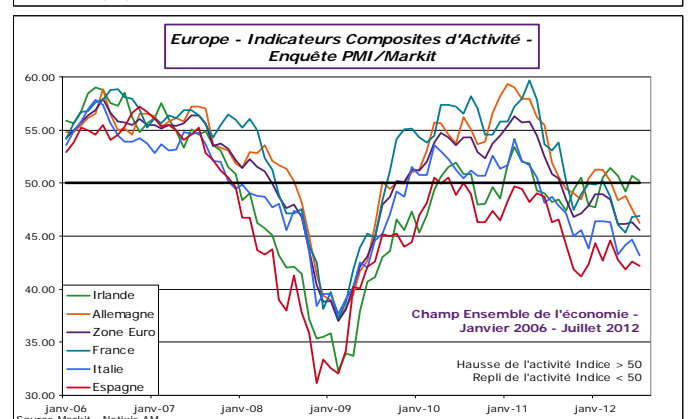
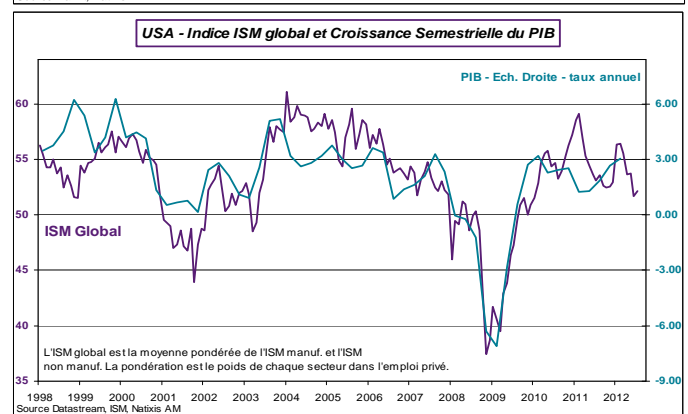
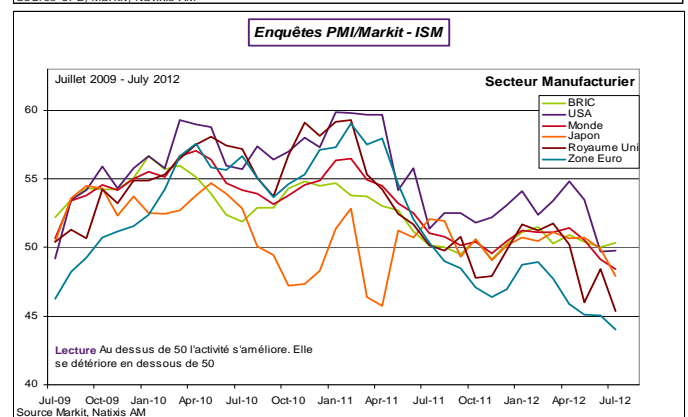
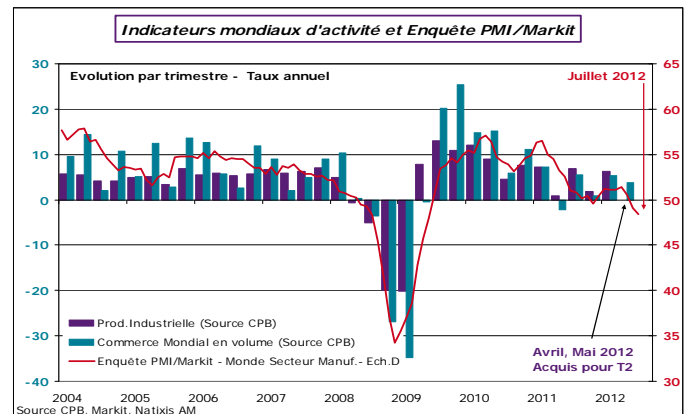
La cohérence avec l'évolution du PIB suggère un ralentissement significatif de celui-ci au cours des prochains mois.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Enquêtes PMI/Markit pour juillet

Les indices dans le graphique ci contre reflète l'évolution de l'activité pour l'ensemble de l'économie des pays de la zone Euro. A l'exception de l'Irlande, tous les indicateurs suggèrent une contraction de l'activité. L'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. L'indicateur allemand est cohérent avec les mouvements très nets de reflux observés dans les enquêtes IFO et ZEW. En France, l'indice se stabilise à un bas niveau.

Pour la zone Euro, l'indice continue de se replier rapidement à 45.6. La dynamique des nouvelles commandes est médiocre (indice à 44 plus bas niveau depuis juin 2009) Cela ne présage pas d'un rebond rapide de la croissance.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Evolution de l'emploi dans l'enquête

Le graphique ci contre montre l'évolution de l'emploi selon un rythme trimestriel et le profil de l'indice Emploi dans l'enquête PMI/Markit pour l'ensemble de l'économie de la zone Euro.

Outre la cohérence entre l'évolution des deux indicateurs, on note que l'indice Emploi dans l'enquête chute de façon significative en juillet.

En d'autres termes, l'emploi s'est probablement encore contracté au cours du 2^{ème} trimestre. Cette situation fragile sur le marché du travail ne va pas favoriser la dynamique de dépense des ménages européens. Le taux de chômage qui est ressorti à 11.2 % devrait continuer de progresser. On notera sur ce point l'accélération marquée du chômage en Italie. A 10.8 % il est en hausse de 2.7 % sur un an. Cela reflète la forte contraction de l'activité italienne.

Ventes de détail en juin

Les ventes ont augmenté de 0.1 % en juin mais sont toujours en recul de -2.8 % en taux annualisé sur l'ensemble du 2^{ème} trimestre. Au regard de la cohérence avec l'ensemble des dépenses de consommation dans les chiffres du PIB, il devrait y avoir une contraction celles ci en T2. Cela pèsera lourdement sur le chiffre de croissance qui sera de ce fait probablement négatif.

Par pays, l'indicateur français est en progression mais les indicateurs allemand, espagnol et italien, s'ils sont quasi stables sur le mois restent sur une tendance négative. La dynamique des dépenses reste limitée en Allemagne. Elle est franchement négative en Espagne et en Italie. C'est la composante majeure de la contraction de l'activité pour ces deux pays.

ECONOMIE AMERICAINE

Dynamique de l'emploi

L'emploi global a augmenté de 163 000 unités en juillet. Néanmoins sur les 3 derniers mois, le nombre d'emplois n'a progressé que de 105 000 en moyenne ce qui reste très réduit. Le taux de chômage est en hausse à 8.3 % (+0.1%)

Depuis le début du retournement du cycle, l'économie américaine a détruit 4.7 millions d'emplois (le maximum d'emplois détruits était de 8.7 Millions d'emplois en février 2010). Le graphique montre l'évolution de l'emploi par secteur depuis le début de la récession. Dans le bas du graphique on retrouve la construction et l'industrie manufacturière. Cela permet de relativiser la réindustrialisation de l'économie US. Dans le haut du graphe, on retrouve l'éducation et la santé dont le profil a été peu affecté par la crise. Les secteurs des mines et des loisirs sont les seuls à avoir aussi un solde positif. Le rééquilibrage du marché du travail sera long, très long.

Evolution du revenu et de la consommation (Juin)

Le graphe ci contre reprend l'évolution sur un an du pouvoir d'achat du revenu des ménages américains. On observe que sa progression se situe au dessous de 2 % depuis le début de l'année 2011. J'ai fait figurer aussi le revenu salarial. Il progresse peu au regard des années d'avant crise. Tant que l'emploi n'aura pas une meilleure allure, les revenus des ménages seront pénalisés. Cela a une conséquence immédiate sur l'évolution de leur consommation. La ligne bleue sur le graphe ne s'éloigne que de façon temporaire de l'évolution des revenus. Ils peuvent emprunter, un peu, et puiser dans leur épargne pour soutenir leurs dépenses mais tant que l'emploi restera sur une dynamique lente, les dépenses seront réduites.

