



Les attentes de la semaine du 20 au 27 Août

- Les chiffres d'activité en Chine, en Zone Euro, en France et en Allemagne avec les enquêtes PMI/Markit pour le mois d'août. Ce seront les estimations avancées. Les enquêtes CBI au Royaume Uni seront importantes également au regard du repli récemment observé
- Les commandes de biens durables aux USA en raison du lien existant entre la composante sur les biens d'équipement et l'investissement des entreprises. Au regard des indicateurs récents de l'activité, cet indicateur sera précieux.
- Minutes de la réunion de la Fed des 31 juillet et 1^{er} Août. Le communiqué de presse avait été très neutre.
- On notera encore l'estimation avancée de la confiance des consommateurs en zone Euro



Les points majeurs à retenir du 13 au 20 Août

- Nombreuses statistiques américaines cette semaine. Le point à souligner est la forte progression de l'indice des constructeurs de maisons. Cela pourrait refléter un marché immobilier mieux orienté qui n'aurait plus besoin de l'aide directe de la Fed. Cela a affecté le marché obligataire. L'autre point est la modération de l'inflation et la stabilisation des ventes de détail après 3 mois de repli.
- Confirmation de l'inflation à 2.4 % en zone Euro en juillet.
- L'indice ZEW en Allemagne continue de chuter et est passé sous sa moyenne historique, indiquant ainsi que l'économie d'outre-Rhin est affectée par la langueur conjoncturelle
- Hausse surprise de l'emploi au Royaume Uni alors que l'économie en est à son 3^{ème} trimestre consécutif de repli. Effet du travail temporaire dont l'impact sera transitoire
- Les chiffres du PIB en zone Euro ont été évoqués la semaine dernière



Les enjeux de la zone Euro à l'automne (page 2)

- L'irréversibilité de la zone Euro et les moyens à mettre en œuvre pour atteindre cet objectif ont permis une réduction de l'aversion au risque. Cela a favorisé la dynamique des marchés financiers cet été.
- A partir de cette semaine les enjeux vont être majeurs
- D'abord avec les réunions du premier ministre grec avec Jean Claude Juncker puis Angela Merkel et enfin François Hollande. Ces réunions doivent aboutir sur des options politiques fortes pour réduire la possibilité de sortie de la Grèce de la zone Euro
- L'autre enjeu majeur sera l'Espagne. D'abord dans les évolutions pour mettre en place l'aide au système bancaire puis pour affiner le cadre de l'aide qui sera faite à l'Espagne par la BCE.
- Espérons que les décisions politiques toujours longues à se dessiner en zone Euro puissent permettre enfin de réduire le risque sur la pérennité de la zone Euro



Les graphes dans le document

- Indices Empire State et PhylliFed aux Etats-Unis
- Ventes de détail aux USA
- Indicateurs sur l'immobilier américain (NAHB et mise en chantier)
- Taux d'intérêt à 10 ans aux USA
- Contributions des composantes de l'indice sous jacent au taux d'inflation américain
- Emploi et PIB au Royaume Uni – L'équation incomplète
- Contributions au taux d'inflation en zone Euro
- Indicateur ZEW en repli au mois d'août en Allemagne

ANTICIPATIONS HEBDO

20 Août 2012

Direction de la Recherche Economique

LES ENJEUX DE LA ZONE EURO A L'AUTOMNE

Ca y est c'est la rentrée. Les espoirs et les interrogations des investisseurs qui ont alimenté la réduction de l'aversion au risque vont devoir trouver des réponses. Celles-ci conditionneront certainement l'évolution des marchés qui ont, au cours de l'été bénéficié de cette réduction de l'aversion au risque alors que les données macroéconomiques restaient médiocres.

Les investisseurs ont vécu tout au long de l'été avec l'idée de l'irréversibilité de l'euro. Idée martelée par Angela Merkel et François Hollande d'abord, le 27 juin à l'Elysée, puis par Mario Draghi à Londres le 26 Juillet et à nouveau la semaine dernière par la chancelière allemande au Canada.

L'irréversibilité est l'idée selon laquelle le cadre qui a été défini pour la zone Euro ne sera pas remis en question et que la solution ne passera pas spontanément par la sortie d'un pays. Cela signifie aussi que les moyens nécessaires au maintien de cet état seront mis en œuvre.

Une première étape sera franchie cette semaine lors de la visite du premier ministre grec Antonis Samaras. Il rencontrera d'abord Jean Claude Juncker, mercredi, puis Angela Merkel, vendredi, et enfin François Hollande, samedi. Son souhait est de pouvoir relâcher les contraintes qui pèsent sur l'économie grecque et de disposer ainsi de deux ans supplémentaires pour atteindre les objectifs fixés sur les finances publiques grecques.

Le gouvernement grec vient de boucler une nouvelle étape de son programme d'austérité avec un programme de 11.5 Milliards d'euros d'économies. Ce programme qui faisait parti du mémorandum ne sera probablement pas suffisant pour satisfaire aux objectifs fixés à la Grèce puisque la contraction de l'activité sera plus forte qu'attendue. Initialement elle devait être de -4.5% mais elle sera probablement plus proche de -7%.

Après 4 années de repli de l'activité et au regard de la baisse de l'emploi qui y est associée (-16.6% depuis le point haut d'octobre 2008), le premier ministre grec vient demander la possibilité de ne pas durcir encore davantage les contraintes et de les étaler dans le temps. C'est cette question qui va être au cœur des discussions entre Samaras et les autres dirigeants européens. Ces derniers mettront ils en place le principe d'irréversibilité ou souhaitent ils faire une exception pour la Grèce ?

Le choix qui sera fait n'est pas économique mais principalement politique et c'est pour cela que la notion d'irréversibilité avancée par Angela Merkel et François Hollande est importante. C'est le choix de ce qui veut être et peut être fait pour Europe sera déterminant. Avant d'être un choix économique c'est d'abord un choix politique sur la cadre de l'Europe.

L'orientation qui sera prise cette semaine sera d'autant plus importante que la troïka doit rendre son rapport sur la Grèce fin septembre ou début octobre. Il serait évoqué dans celui ci qu'en raison de la contraction plus forte qu'attendue de l'activité, les efforts à mettre en œuvre seraient plus importants de la part du gouvernement grec. Le montant de 11.5 Mds ne serait plus suffisant et serait porté à 14 Mds pour satisfaire aux exigences d'équilibre des finances publiques.

On perçoit bien l'enjeu. Si le choix politique de maintenir la Grèce dans la zone Euro est validé, le rapport de la troïka ne sera plus aussi important. En revanche, si aucun choix n'est clairement fait, les efforts supplémentaires demandés aux grecs pourraient se traduire par une exaspération dont l'issue pourrait être la sortie de la Grèce. Les rencontres de Samaras avec Merkel et Hollande ont valeur de test.

L'autre point majeur de la semaine sera l'Espagne. Les enjeux sont d'une nature différente puisqu'il n'est pas envisagé, contrairement à la Grèce, de sortie de l'Espagne de la zone Euro.

La problématique espagnole est double.

- Elle est déjà, cette semaine lors du conseil des ministres, de mettre en place les structures permettant d'accueillir l'aide européenne au secteur bancaire (renouveau du FROB qui gère les aides aux banques et création d'une bad banque pour y loger les actifs de mauvaise qualité). Cette première étape est essentielle pour stabiliser la situation de l'économie espagnole.
- L'autre étape sera celle d'une possible demande d'aide de l'Espagne. Cette question est évoquée depuis quelques semaines. L'économie espagnole est confrontée à une récession et des taux d'intérêt très élevés. Une telle dynamique ne peut pas engendrer de situation stable et donner la possibilité d'un retour vers la croissance.

C'est pour l'économie espagnole que le plan proposé par Mario Draghi lors de sa conférence de presse du 2 août est pertinent. Seulement, on n'en connaît pas encore clairement le contour. Le plan suppose un engagement de l'économie demanderesse sur ses finances publiques, sur des réformes structurelles et sur des institutions, une demande à l'EFSF puis après validation la BCE pourrait intervenir.

Pendant, on ne connaît pas les contraintes initiales que souhaite voir la BCE et l'on ne sait pas non plus sous quelle forme elle pourrait intervenir. Mario Draghi avait évoqué la volonté d'intervenir sur la partie courte de la courbe des taux de rendement afin de peser sur l'ensemble de la structure des taux d'intérêt. Dans le Spiegel ce week-end était évoquée la possibilité de voir la BCE intervenir au-delà d'un certain spread entre les taux espagnol et allemand. Cela reste à définir et pose la question du montant de l'intervention. Si elle est systématique, les montants engagés par la BCE pourraient être très importants. Des éclaircies sont nécessaires. Le plan d'action de la BCE pourrait être évoqué lors de la réunion de la BCE le 6 septembre et la question espagnole lors de l'EuroGroup des 14 et 15 septembre.

On doit imaginer qu'à la mi-septembre, la situation devra être éclaircie. Une réponse politique est attendue concernant la Grèce. Cet enjeu est majeur car l'on ne connaît pas spontanément les effets qu'aurait une sortie de la Grèce de la zone Euro et la construction européenne. Elle est politique aussi concernant la BCE car derrière le propos de Mario Draghi était perçue une dynamique plus fédérale des institutions européennes.

ANTICIPATIONS HEBDO

20 Août 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 17 AOUT 2012

| | Cours | | Sur un an (clôture) | | Var. en monnaie locale | | | Variation en euro | | |
|-----------------------|----------|----------|---------------------|----------|------------------------|-------|-------|-------------------|-------|-------|
| | 31/12/11 | 17/08/12 | Min | Max | 1 an | YTD | 1s | 1 an | YTD | 1 s |
| CAC 40 | 3159.81 | 3488.38 | 2781.68 | 3594.83 | 13.40 | 10.40 | 1.54 | | | |
| DAX | 5898.35 | 7040.88 | 5072.33 | 7157.82 | 25.67 | 19.37 | 1.39 | | | |
| EuroStoxx | 2316.55 | 2471.53 | 1995.01 | 2608.42 | 12.01 | 6.69 | 1.99 | | | |
| FTSE | 5572.28 | 5852.42 | 4944.44 | 5965.58 | 14.93 | 5.03 | 0.09 | 27.40 | 11.84 | 0.14 |
| SNP 500 | 1257.60 | 1418.16 | 1099.23 | 1419.04 | 24.33 | 12.77 | 0.87 | 44.75 | 19.04 | 1.01 |
| Nasdaq | 2605.15 | 3076.59 | 2335.83 | 3122.57 | 29.25 | 18.10 | 1.84 | 50.47 | 24.66 | 1.98 |
| Nikkei 225 | 8455.35 | 9162.50 | 8160.01 | 10255.15 | 2.45 | 8.36 | 3.05 | 14.85 | 10.68 | 1.46 |
| MSCI Emerging | 916.39 | 971.05 | 831.22 | 1079.94 | -2.45 | 5.97 | -0.84 | 13.57 | 11.86 | -0.70 |
| MSCI World USD | 1182.60 | 1290.23 | 1074.50 | 1325.65 | 12.40 | 9.10 | 0.93 | 30.86 | 15.17 | 1.07 |

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 17 AOUT 2012

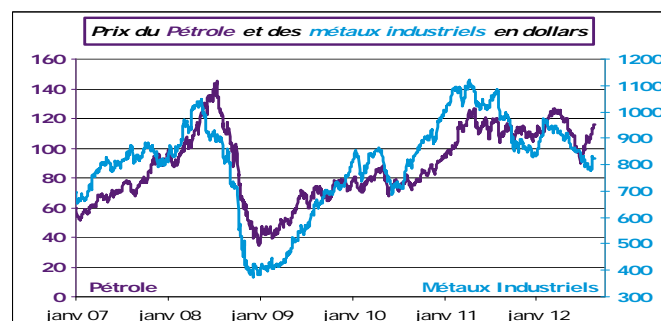
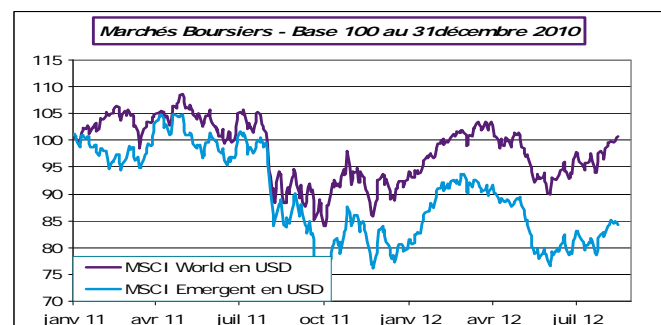
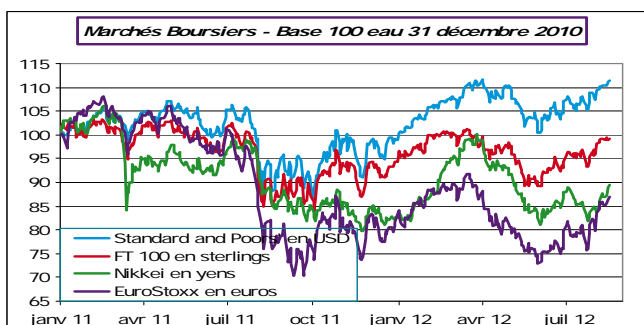
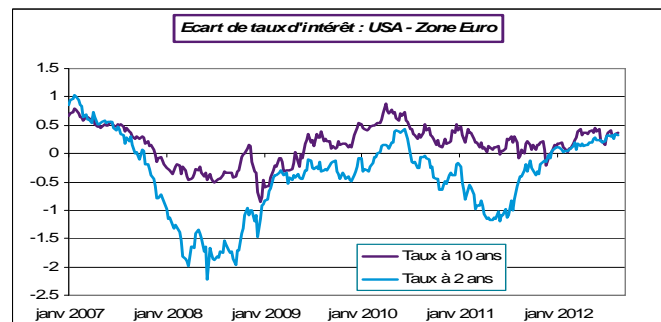
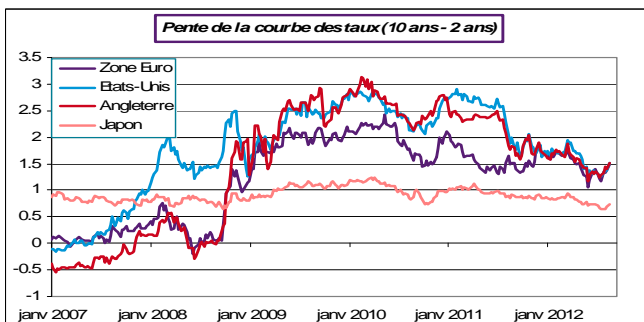
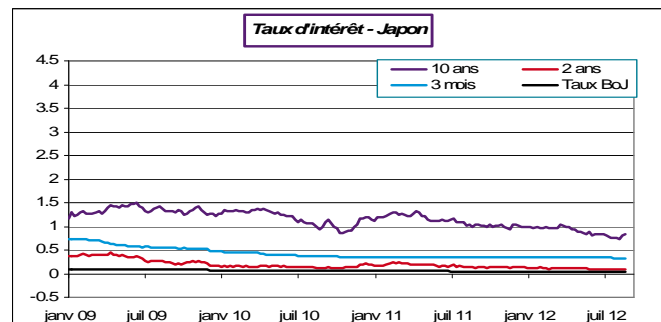
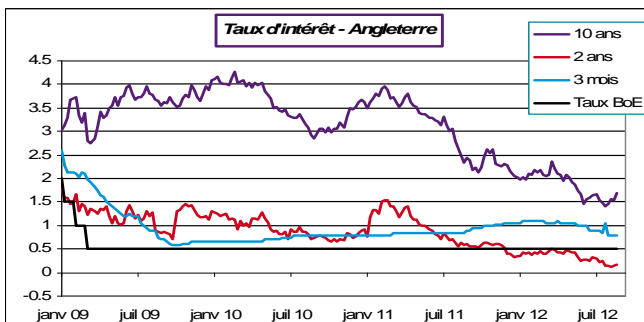
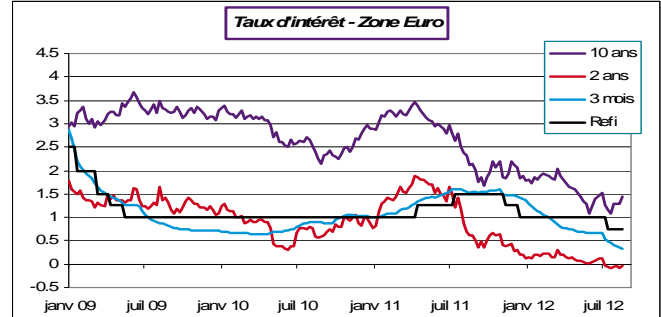
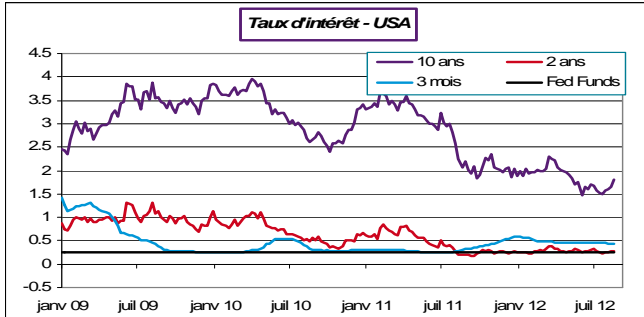
| | Taux d'intérêt au 17 Août 2012 | | | | | | | Taux de référence 31 Décembre 2011 | | | |
|------------------------|--------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|------------------------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|--------|-------|--------|
| | 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 | 0.435 | 0.29 | 1.81 | -0.003 | 0.020 | 0.160 | 0 - 0.25 | 0.58 | 0.25 | 1.89 |
| Zone Euro | 0.75 | 0.334 | -0.051 | 1.435 | -0.019 | 0.028 | 0.136 | 1 | 1.36 | 0.13 | 1.78 |
| UK | 0.5 | 0.8 | 0.171 | 1.674 | 0.000 | 0.038 | 0.132 | 0.5 | 1.05 | 0.34 | 1.98 |
| Japon | 0.1 | 0.328 | 0.095 | 0.833 | 0.000 | -0.005 | 0.038 | 0.1 | 0.34 | 0.12 | 0.99 |
| ECART DE TAUX | | 3 mois* (17/08/12) | 2 ans (17/08/12) | 10 ans (17/08/12) | | 3 mois (31/12/11) | 2 ans (31/12/11) | 10 ans (31/12/11) | | | |
| USA – Zone Euro | | 0.10 (0.08) [§] | 0.34 (0.35) [§] | 0.37 (0.35) [§] | | -0.775 | 0.116 | 0.106 | | | |
| UK – Zone Euro | | 0.47 (0.45) [§] | 0.22 (0.21) [§] | 0.24 (0.24) [§] | | -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 17 AOUT 2012

| | Cours | | Variation | | | |
|---|---------------|----------|-----------|-------|--------|--------|
| | 31/12/2011 | 17/08/12 | 1 Semaine | YTD | 1 an | |
| Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro) | 1.298 | 1.230 | -0.14 | -5.27 | -14.11 | |
| Euro – Yen (var. + hausse de l'euro) | 99.880 | 97.786 | 1.56 | -2.10 | -10.80 | |
| Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro) | 0.835 | 0.785 | -0.12 | -6.00 | -9.82 | |
| Dollar – Yen (var. + hausse du dollar) | 77.740 | 79.350 | 0.94 | 2.07 | 3.47 | |
| Dollar – Sterling (var. + hausse sterling) | 1.554 | 1.568 | -0.09 | 0.87 | -4.78 | |
| Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar) | 6.294 | 6.358 | -0.03 | 1.02 | -0.47 | |
| Prix du baril de Brent | Dollar | 108.28 | 115.99 | 2.85 | 7.12 | 7.63 |
| | Euro | 83.41 | 94.32 | 2.99 | 13.08 | 25.30 |
| Prix de l'Once d'or | Dollar | 1574.57 | 1616.35 | -0.32 | 2.65 | -11.35 |
| | Euro | 1212.94 | 1314.38 | -0.18 | 8.36 | 3.21 |

Indicateurs Financiers au 17 Août 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMÉRICAINE

Premières Enquêtes du mois d'août

Les premières enquêtes relatives à l'économie américaine indiquent une économie toujours hésitante. On observe sur le graphe que l'indice de la Fed de New-York (Empire State) et celui de la Fed de Philadelphie (PhillyFed) Ces deux enquêtes, dont les profils sont bien corrélés avec celui de l'ISM, suggèrent que l'activité s'est encore ralentie au cours de l'été.

Dans les deux enquêtes aussi les indices de commandes sont au dessous de la moyenne suggérant ainsi l'absence de pressions sur l'appareil productif.

L'économie américaine ne donne pas de signaux indiquant un possible rebond rapide et fort de l'activité économique. C'est ce point qui est important parce que dans les autres régions du monde aussi la situation est atone.

Ventes de détail

Les ventes de détail sont reparties à la hausse en juillet après trois mois consécutifs de repli. De la sorte, la variation sur 3 mois est négative à -2.2% en taux annualisé. Hors auto et essence le profil est proche mais moins marqué à la baisse (-0.8% seulement sur 3 mois).

L'évolution du prix de l'essence explique une partie de ces fluctuations. La baisse du printemps a engendré une contribution négative aux dépenses. La hausse du mois de juillet, en phase avec la hausse du prix du pétrole, a tiré les dépenses vers le haut. Indépendamment de cela, les ménages se sont rattrapés en juillet. Tous les postes sont orientés à la hausse. L'ensemble (mais aussi la mesure hors pétrole et auto) n'a pas retrouvé le niveau des dépenses de mars. Parmi les secteurs les plus affectés il y a le bricolage et les dépenses dans les grands magasins.

La situation reste fragile même si l'indice de confiance de l'Université du Michigan s'est stabilisé en Août.

Immobilier

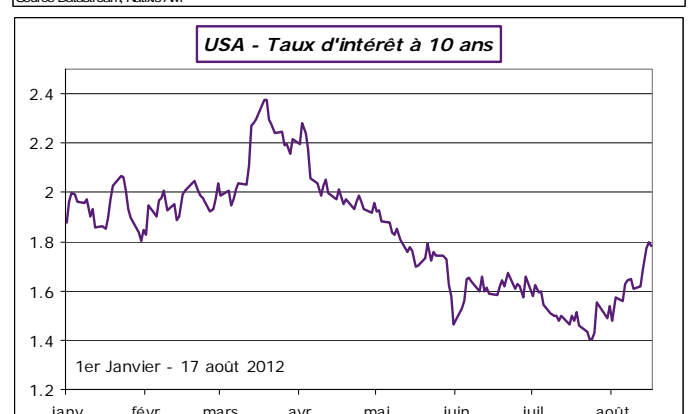
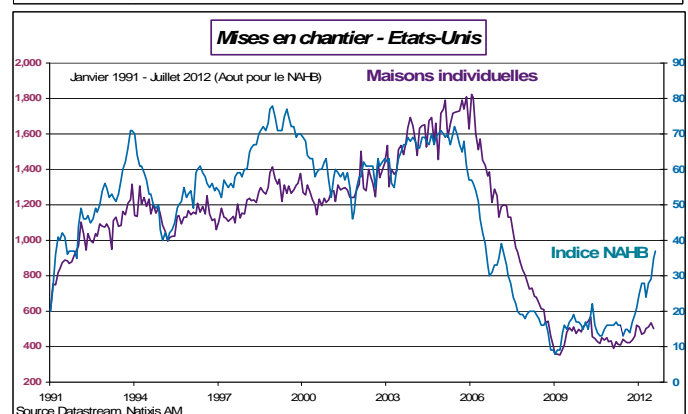
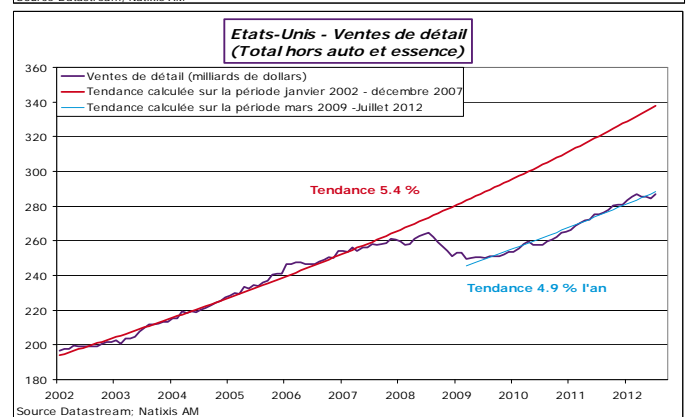
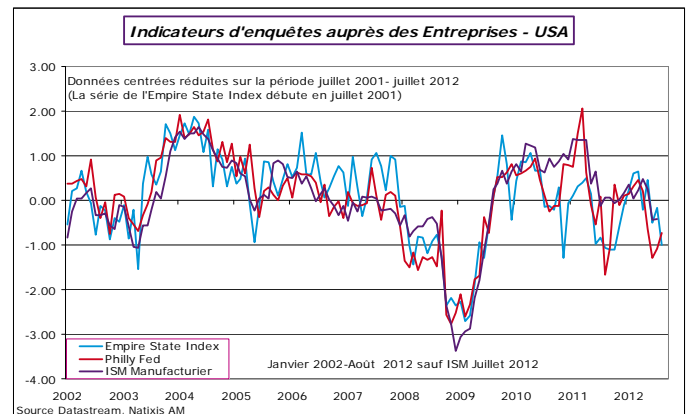
Le redressement de l'indice NAHB s'est accentué en Août. On observe sur le graphique cette remontée rapide. La cohérence avec les mises en chantier de maisons individuelles suggèrent que ce dernier indicateur devrait s'améliorer rapidement. Une des raisons qui laisse espérer la reprise du marché immobilier est la comparaison entre le faible niveau de la construction alors que la population continue de croître. Le ratio s'est redressé depuis une période stable démarrant à la fin de l'hiver 2009 et qui s'est achevée en février 2011. Au rythme actuel de progression du rapport, la moyenne sera atteinte en Mai 2019 pour les permis de construire et février 2020 pour les mises en chantier.

Impact sur les taux d'intérêt

L'inquiétude provoquée par ces statistiques sur les taux d'intérêt est excessive. On perçoit bien la mécanique cependant. Si le marché immobilier retrouve une allure plus robuste, la nécessité de voir la Fed mettre en place des mesures spécifiques et supplémentaires touchant directement ce marché est non avenue.

Avant cela la remontée constatée fin juillet correspond à l'intervention de Mario Draghi à Londres sur l'irréversibilité de l'euro. Par ce propos il a pu réduire l'aversion au risque et faire remonter les taux d'intérêt.

La remontée des taux d'intérêt est excessive sur les données immobilières mais il serait bien que la Fed se prononce pour modifier les anticipations des investisseurs.



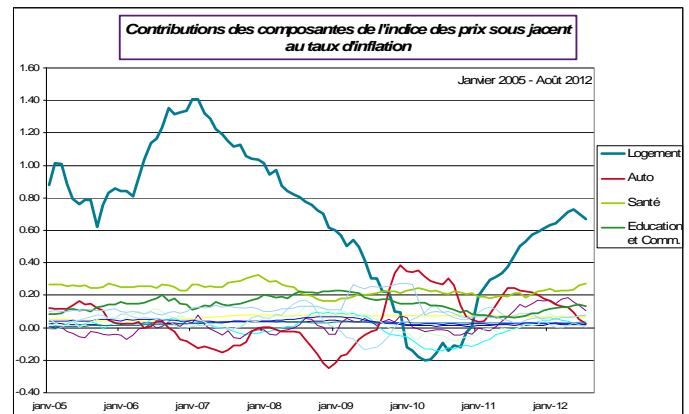
Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Evolution des composantes de l'inflation

Le taux d'inflation s'est établi à 1.4% au mois de juillet. Les contributions des matières premières, énergie et alimentaire, ont nettement ralenti. La contribution de l'énergie s'est inscrite à -0.5% (-0.4% en juin) et celle de l'alimentaire à 0.3% (0.4% en juin).

Le point marquant est le début du retournement constaté sur l'indice sous jacent. Son taux est passé de 2.2% à 2.1% et sa contribution n'est plus que de 1.6%. Le détail dans le graphe ci contre indique un changement de tendance sur le prix du logement. Cette composante est majeure dans la dynamique de l'indice sous jacent, son retournement, cohérent avec du retard avec les prix de l'immobilier, devrait s'accroître et tirer l'indice sous jacent plus bas qu'aujourd'hui. Cela pourra compenser la remontée des composantes liées aux matières premières en raison des hausses récentes constatées sur ces marchés

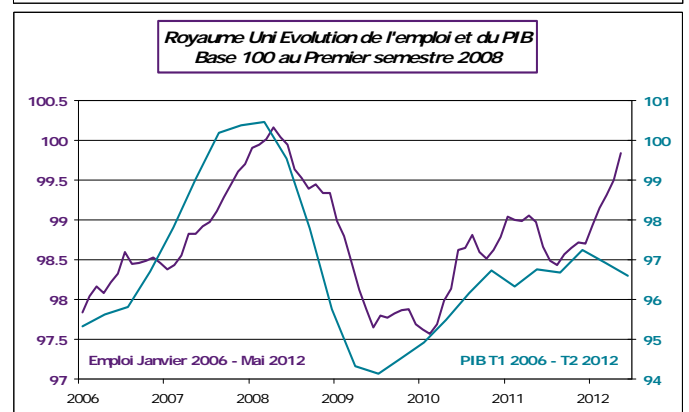


ECONOMIE DU ROYAUME UNI

Emploi et Activité

Le graphe ci contre montre l'évolution comparée de l'emploi et de l'activité mesurée par le PIB. On constate un retournement de l'emploi plus tardif en 2008 puis un rattrapage en 2010 et 2011 en dépit de la faible progression de l'activité. Le point surprenant est l'accélération à la hausse de l'emploi dans les statistiques publiées jusqu'à mai alors que l'économie britannique est en récession depuis 3 trimestres.

L'accélération des emplois à temps partiels semble être l'explication indiquant qu'il y aura correction. Toutes les données au Royaume Uni pointent vers le bas sauf l'emploi. Une explication souvent avancée est la faible progression des salaires. Pas suffisant pour expliquer le mouvement haussier.

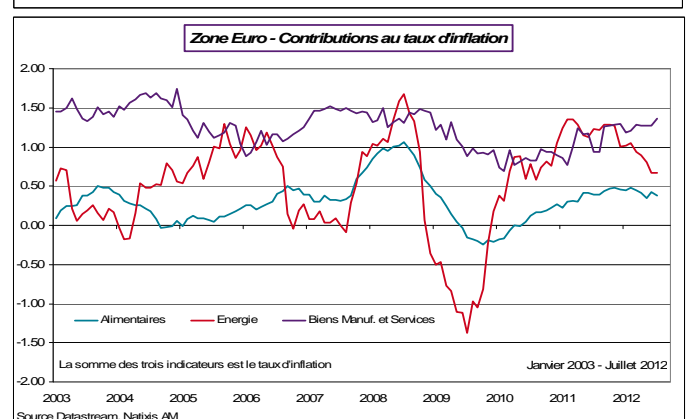


ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Inflation du mois de Juillet

L'inflation est stable à 2.4%. La contribution de l'indice sous jacent est en hausse reflétant la hausse des contributions des vêtements et de la santé sur un an. Cette composante va être affectée dans les prochaines semaines par la hausse de la TVA en Espagne et peut être au Pays Bas (cela dépendra du résultat des élections du 12 septembre). La récession européenne limitera néanmoins la hausse sur l'indice sous jacent (absence de pressions sur les prix en raison de la conjoncture)

La contribution de l'énergie est stable sur un an à 0.7%. Ce chiffre est très différent de celui observé aux USA (négatif cf plus haut). La contribution des prix alimentaires est quasi stable. Le point majeur sera l'impact des hausses récentes du prix de ces matières premières sur l'inflation. Les contributions des deux composantes devraient repartir à la hausse et tirer avec elles le taux d'inflation.



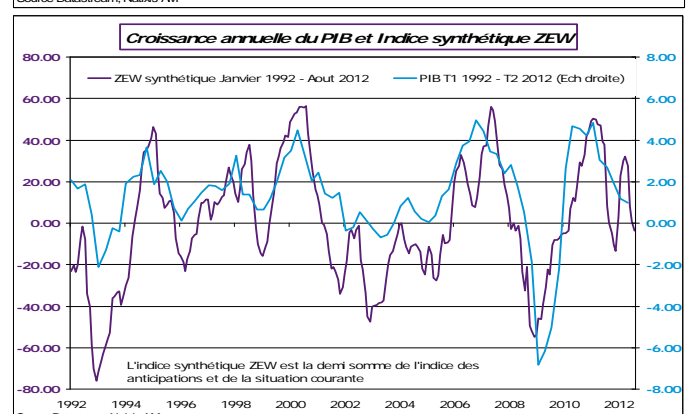
ECONOMIE ALLEMANDE

Indice ZEW du mois d'août

L'indice ZEW a continué de glisser au mois d'août. Depuis le point haut du mois d'avril l'indice se replie de façon continue et est passé sous sa moyenne historique (0.3 pour l'indice synthétique prenant en compte les deux composantes).

Sur le mois les deux composantes (situation actuelle et anticipations) sont en recul.

Ce n'est pas encore préoccupant pour l'économie allemande mais cela signifie quand même qu'elle dispose aujourd'hui de moins de degrés de liberté pour s'ajuster et que son effet "locomotive" sur l'Europe sera moins marqué



ANTICIPATIONS HEBDO

20 Août 2012