



Les attentes de la semaine du 27 Août au 2 Septembre

- Enquêtes d'activité en zone Euro avec l'IFO en Allemagne (lundi), l'INSEE pour la France (mercredi) et la Commission Européenne (jeudi) – Inflation en zone Euro et taux de chômage (vendredi)
- Statistiques sur le nombre de chômeurs en France (lundi) et en Allemagne (jeudi)
- Bernanke sera au Symposium des banquiers centraux de Jackson Hole vendredi. Beige book de la Federal Reserve (mercredi) et réunion de la banque centrale du Brésil (mercredi)
- Nouvelle estimation du PIB du T2 (mercredi) aux USA et aussi la consommation et les revenus des ménages en juillet (jeudi), l'indice du prix immobilier Case Shiller (mardi) et la confiance des consommateurs (mardi).
- Japon: Production industrielle, Inflation, Taux de chômage et Dépenses du consommateur (jeudi).
- PIB annuel au Brésil (vendredi)



Les points majeurs à retenir du 27 au 28 Août

- On retiendra d'abord les enquêtes menées au mois d'août en Chine et en zone Euro. L'enquête chinoise (PMI/Markit/HSBC) indique une contraction un peu plus rapide de l'activité en Août. Le repli des Nouvelles Commandes n'indique pas un retournement rapide.
- En zone Euro les indices des enquêtes PMI/Markit se stabilisent à un bas niveau indiquant toujours une contraction de l'activité. Les commandes restent faibles. Dynamique fragile
- Commandes de biens d'équipement en repli aux USA
- Le déficit extérieur japonais reste très élevé car les exportations ne progressent plus
- Le PIB anglais est révisé en hausse à -0.5% (-1.8% en taux annuel). Effet considérable des stocks dont la contribution est de +4.7 % (taux annuel) à comparer à une contraction du PIB de -1.8%



Des choix sur la Grèce et la stratégie de la BCE (page 2)

- Antonis Samaras n'a pas obtenu le délai qu'il souhaitait pour rééquilibrer ses finances publiques. Angela Merkel et François Hollande ont repris la thématique des efforts à mettre en œuvre en Grèce mais en soulignant leur volonté de ne pas voir la Grèce sortir de la zone Euro.
- Ces deux propositions peuvent paraître antinomiques car la possibilité toujours forte de voir la Grèce sortir de la zone Euro altère fortement les comportements tant des grecs que des européens vis-à-vis de la Grèce.
- Des mesures et des décisions doivent être prises. Cela clarifierait la situation en Grèce et probablement réduirait l'incertitude en zone Euro.
- La BCE doit intervenir sur les marchés obligataires. Elle devrait adopter une stratégie de cible de taux d'intérêt ou d'écart de taux d'intérêt implicite pour pouvoir rester flexible.



Les graphes dans le document (pages 5 et 6)

- Evolution sur un an du Commerce Mondial – Dynamique réduite
- Enquête PMI/Markit/HSBC en Chine – Une dynamique qui est toujours fragile
- Enquête PMI/Markit pour la zone Euro – Stabilisation à un bas niveau – L'activité se contracte encore
- Détail par pays de l'enquête PMI/Markit – La France et l'Allemagne ont une activité qui se contracte encore. Un peu moins vite en France qu'au printemps dernier
- Commandes de biens d'équipement aux USA – Repli en Juillet – Fragilise l'investissement
- Commerce extérieur japonais – Un véritable changement de régime depuis 2010
- Détail des chiffres du PIB du 2^{ème} trimestre en Grande Bretagne – Faible dynamique privée
- Détail des chiffres du PIB du 2^{ème} trimestre en Allemagne – Force des exportations mais faiblesse de l'investissement.

Direction de la Recherche Economique

POUR LA GRECE, IL FAUT CHOISIR DESORMAIS

On pouvait espérer que la série de réunions d'Antonis Samaras avec les dirigeants européens lèverait une partie de l'incertitude quant à la situation de la Grèce au sein de la zone Euro. Il ne disposera pas a priori des deux années supplémentaires pour faciliter le rééquilibrage de l'économie grecque. On ne peut pas être totalement rassuré.

La perception que l'on peut percevoir sur la question grecque est finalement assez simple.

D'un côté il est souhaité que le gouvernement grec fasse les efforts nécessaires pour satisfaire aux engagements pris. De l'autre, la possibilité de sortie de la Grèce de la zone Euro n'est jamais exclue. Cette dialectique fait que cette question est récurrente et apparaît sans issue. En effet la Grèce ne peut pas retrouver une quelconque stabilité si elle reste soumise à ces deux options contradictoires. En outre cette incertitude a un impact sur la dynamique de la zone Euro puisque chacun imagine l'effet de contagion que pourrait avoir une sortie de la Grèce. L'absence de décision claire la concernant engendre une incertitude dont les européens n'ont pas besoin car elle ne permet pas de se projeter et d'imaginer un retour de la croissance et de l'emploi.

Si la probabilité de sortie de la Grèce reste élevée, la question des efforts supplémentaires à faire est posée. D'autant que sur ce point les grecs ont fait des efforts considérables. Les améliorations observées sont importantes et il est excessif de suggérer qu'il ne se passe rien en n'indiquant comme seule possibilité pour la Grèce que celle qui lui permettra de tenir les objectifs fixés.

Le solde primaire (solde budgétaire hors paiement des intérêts sur la dette publique) s'est amélioré de façon significative depuis 2009. Il était à l'époque de 10.6 % du PIB. Il est revenu à 2.4 % en 2011 et les premiers chiffres de 2012 ne montrent pas de divergence marquée par rapport à cette tendance. Pour prendre un exemple simple, la masse salariale du secteur public a baissé de 23 % cette année par rapport à 2009. Si l'effort est maintenu sur les finances publiques, le déficit servira principalement à payer les intérêts sur la dette publique. Or celle-ci est détenue principalement par des gouvernements et des institutions de la zone Euro il s'agit d'une sorte de recyclage.

En outre si la probabilité de sortie est perçue comme forte avec à la clé une dévaluation de la monnaie grecque, cela modifie les comportements de chaque grec sur son épargne. Par ailleurs, cette incertitude empêche tout entrepreneur qui le souhaiterait à aller y investir. Il n'a aucune raison de vouloir prendre un risque qu'il ne maîtrise pas.

De ce fait, la Grèce est aujourd'hui un pays contraint par les engagements pris mais avec une telle incertitude sur son avenir que personne ne souhaite y investir. Ces options européennes vis-à-vis de la Grèce sont déterministes et pénalisent la Grèce en ne permettant pas d'y voir une issue européenne.

Malgré les soutiens répétés des dirigeants européens (Angela Merkel et François Hollande la semaine dernière) la situation ne s'éclaircit pas puisqu'aucune mesure n'est proposée pour clairement indiquer l'engagement des européens sur ce thème. Si la Grèce doit rester dans la zone Euro, il faut rendre son endettement public soutenable avec probablement une opération de restructuration qui affecterait les gouvernements et institutions de la zone Euro qui détiennent sa dette. Un tel engagement permettrait alors de rassurer tant les grecs que les entreprises souhaitant investir en Grèce. Le processus de retour à la stabilisation de l'activité puis à la croissance en serait facilité.

Ces enjeux sont essentiels pour la zone Euro et pour l'Europe. Si la décision est prise d'aider la Grèce alors le risque de contagion d'une éventuelle sortie de celle-ci sur les autres pays de la zone serait très largement atténué.

Une décision est nécessaire et les européens doivent statuer rapidement avant d'être mis devant le fait accompli si les grecs trouvaient la pilule trop amère.

Quelle Stratégie pour la BCE ?

La BCE doit présenter le cadre détaillé de son intervention le 6 septembre prochain. Les grandes lignes avaient été présentées par Mario Draghi lors de sa dernière conférence de presse le 2 août dernier. Le plan de Mario Draghi se fait en 3 temps. Un pays en difficulté doit satisfaire à un certain nombre d'engagements sur le budget, les réformes structurelles et ses institutions pour faire appel au FESF. Après validation par celui-ci la BCE pourrait alors intervenir. On ne connaît pas encore le détail des engagements qui devront être pris et les questions les plus récentes portaient sur l'intervention de la BCE. L'objectif de la BCE est de rendre le niveau des taux soutenable à moyen terme pour permettre aux économies concernées de ne pas être systématiquement sous tensions excessives et retrouver à terme une dynamique de croissance et d'emplois plus consistante.

Mario Draghi avait indiqué que la BCE interviendrait sur la partie courte de la courbe des taux de rendement dans la continuité des actions de politique monétaire (qui intervient sur la partie très courte de la courbe). Ensuite, sur le mode d'intervention, il a été évoqué la possibilité d'un objectif explicite de taux d'intérêt ou d'écart de taux d'intérêt. Ceci ne paraît pas crédible ni souhaitable car cela mettrait potentiellement en difficulté la BCE en raison de l'augmentation de la taille de son bilan.

La stratégie qui se dégage serait celle d'une cible implicite sur la partie courte de la courbe en associant à cela une politique de communication très transparente sur les montants et le type d'actifs achetés. Il faut envoyer des signaux aux investisseurs tout en laissant à la BCE la capacité de s'ajuster.

Le détail de ses opérations seront connus le 6 septembre mais celles-ci ne pourront être mise en application qu'après la décision de la cour constitutionnel de Karlsruhe sur le Mécanisme Européen de Stabilité. Par ailleurs, le comportement et la volonté de Mario Draghi seront importants. En effet, Jens Weidman le président de la Bundesbank (Banque centrale allemande) a réaffirmé le week-end dernier son hostilité à cette stratégie d'achats d'actifs de la part de la BCE. Dans le même temps, Mario Draghi lors de sa conférence du 2 août avait clairement identifié la Bundesbank comme opposée à ce projet. C'est la première fois qu'une telle dissension était évoquée lors d'une conférence de presse. Cela traduit sûrement la volonté de Mario Draghi d'arriver à ses fins sur l'irréversibilité de la zone Euro. C'est essentiel.

ANTICIPATIONS HEBDO

27 Août 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 24 AOUT 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	24/08/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3433.21	2781.68	3594.83	10.07	8.65	-1.58			
DAX	5898.35	6971.07	5072.33	7157.82	24.84	18.19	-0.99			
EuroStoxx	2316.55	2434.23	1995.01	2608.42	9.81	5.08	-1.51			
FTSE	5572.28	5776.60	4944.44	5965.58	12.58	3.67	-1.30	25.50	9.41	-2.17
SNP 500	1257.60	1411.13	1099.23	1419.04	21.73	12.21	-0.50	39.58	16.38	-2.24
Nasdaq	2605.15	3069.79	2335.83	3122.57	26.87	17.84	-0.22	45.48	22.21	-1.97
Nikkei 225	8455.35	9070.76	8160.01	10255.15	3.40	7.28	-1.00	16.76	8.84	-1.66
MSCI Emerging	916.39	965.47	831.22	1079.94	-0.78	5.36	-0.58	13.77	9.27	-2.31
MSCI World USD	1182.60	1285.84	1074.50	1325.65	11.36	8.73	-0.34	27.70	12.77	-2.08

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 24 AOUT 2012

	Taux d'intérêt au 24 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	0.425	0.28	1.68	-0.01	-0.01	-0.13	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	0.75	0.295	-0.023	1.304	-0.04	0.03	-0.13	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.73	0.152	1.571	-0.07	-0.02	-0.10	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.328	0.095	0.810	0.00	0.00	-0.02	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (24/08/12)	2 ans (24/08/12)	10 ans (24/08/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		0.13 (0.10) [§]	0.30 (0.34) [§]	0.38 (0.37) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.43 (0.47) [§]	0.18 (0.22) [§]	0.27 (0.24) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

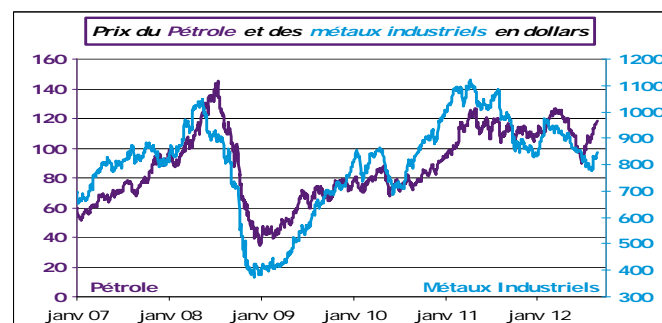
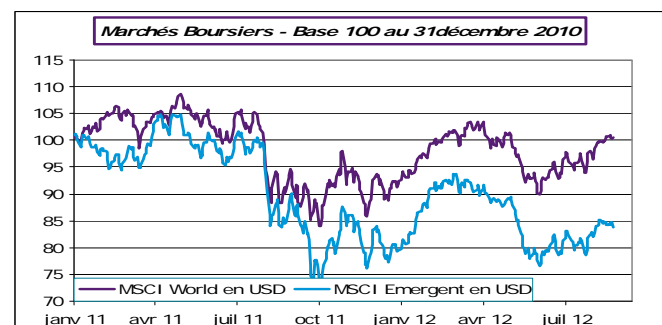
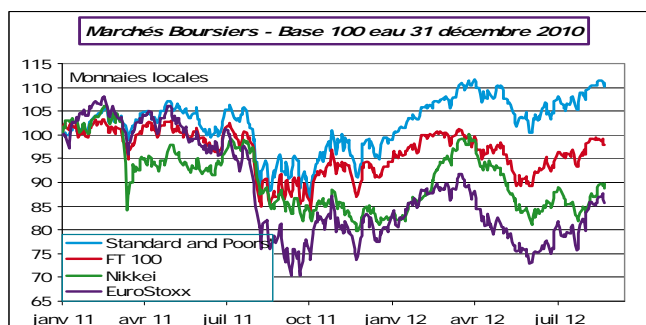
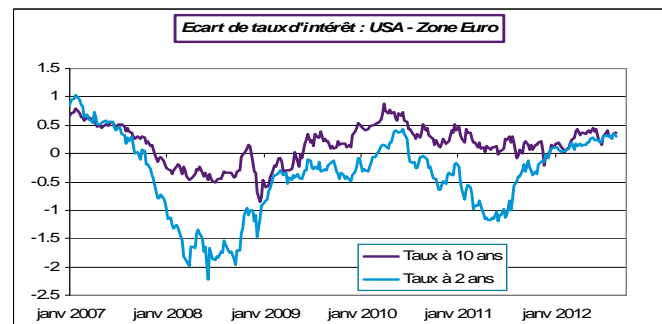
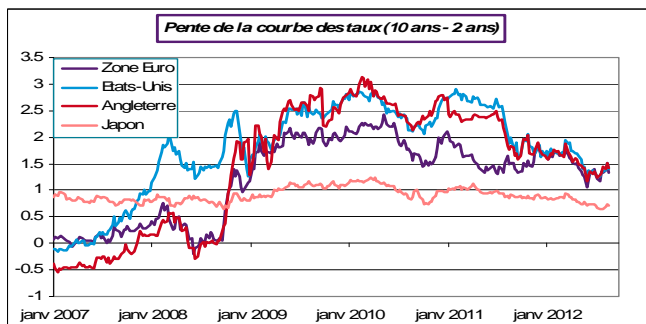
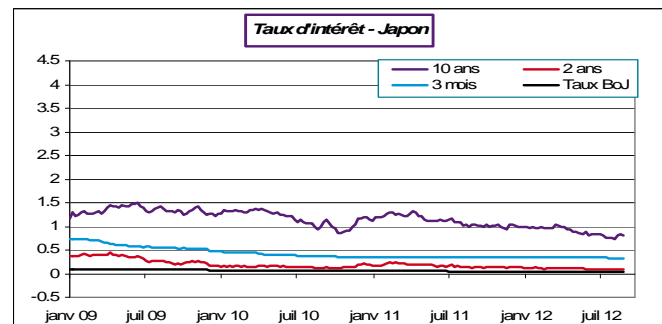
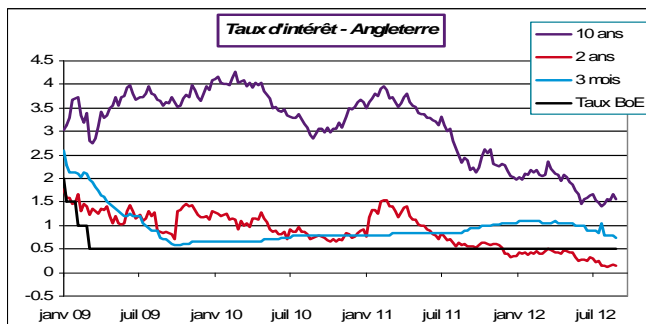
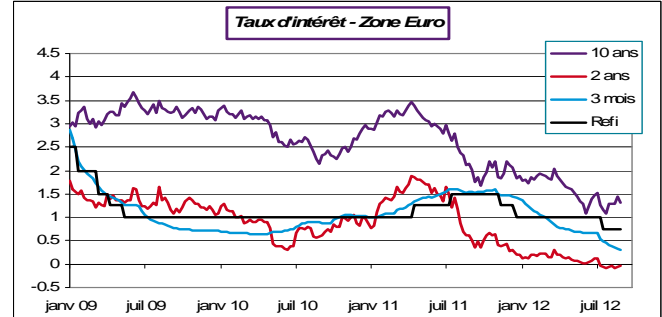
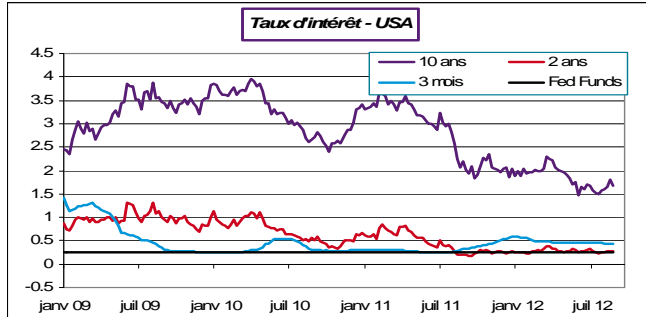
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 24 AOUT 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	24/08/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.252	1.79	-3.58	-12.79	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	98.446	0.68	-1.44	-11.43	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.790	0.57	-5.47	-10.39	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	78.570	-0.98	1.07	2.09	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.581	0.88	1.76	-2.78	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.355	-0.06	0.97	-0.56	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	118.09	1.92	9.06	6.61
	Euro	83.41	94.35	0.13	13.11	22.24
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1669.2	3.27	6.01	-4.17
	Euro	1212.94	1333.61	1.46	9.95	9.88

ANTICIPATIONS HEBDO

27 Août 2012

Indicateurs Financiers au 24 Août 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Dynamique du Commerce Mondial

Le graphe représente l'évolution annuelle du commerce mondial en volume. De 1991 à 2007 sa croissance moyenne était de 7%. Sur le graphe figure cette moyenne plus ou moins un écart type (soit une bande de 3 à 11%). Les chocs négatifs tirent les échanges vers le bas puis un effet d'exagération emporte l'indicateur au-delà de la bande figurant sur le graphe. 2008/2009 puis 2010 n'échappent pas à cette logique. Depuis Novembre 2011, les échanges sont au dessous de cette bande. Le chiffre de juin est en bordure à 3.3%.

Cette faible dynamique des échanges reflètent les contraintes auxquelles chaque économie a à faire face. Aucune région n'alimente la dynamique du commerce mondial. Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise en Juillet et les premières disponibles pour le mois d'août sont sur le même tempo.

ECONOMIE CHINOISE

Enquête PMI/Markit/HSBC

L'enquête publiée pour le mois d'août montre un repli supplémentaire de l'économie chinoise. L'indice violet sur le graphe (47.8) s'est inscrit nettement au dessous du seuil de 50 qui sépare la zone d'amélioration et de détérioration de l'activité. L'aspect préoccupant est le repli rapide du ratio Nouvelles Commandes sur Stocks (voir le graphe) ainsi que le repli de l'indice des Nouvelles Commandes à l'exportation (44.7 au plus bas depuis mars 2009)

L'impact sera négatif sur l'Asie. Cela avait déjà été observé depuis la fin du printemps sur les indicateurs de Corée du sud, de Taiwan ou encore du Japon ou du Vietnam. En outre en raison de l'importance de l'Asie dans la dynamique mondiale, on ne peut pas s'attendre à ce que cela crée une impulsion nouvelle pour le commerce mondial.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Enquête PMI/Markit du mois d'Août

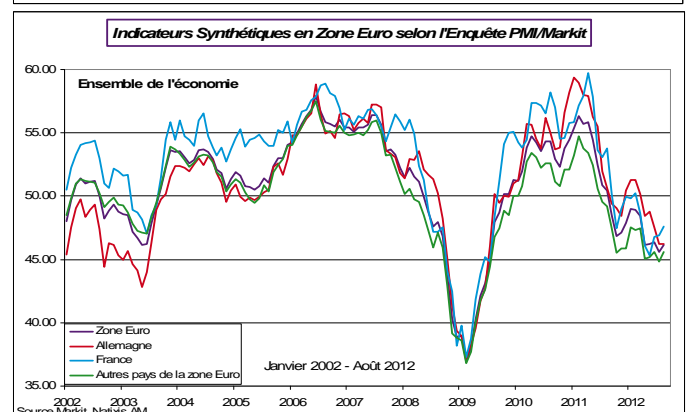
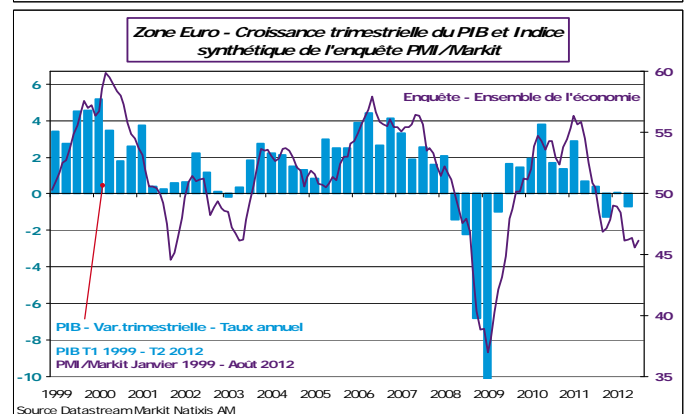
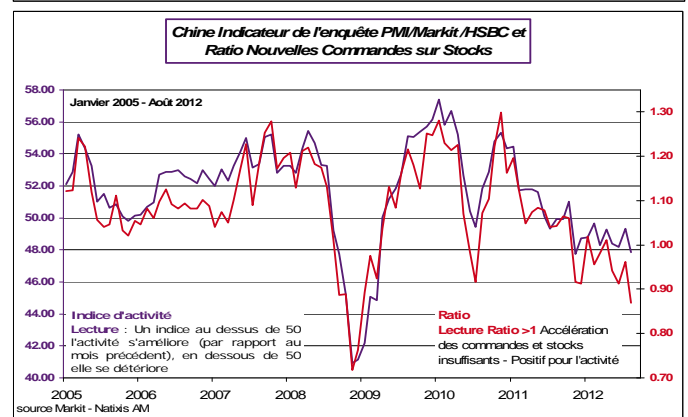
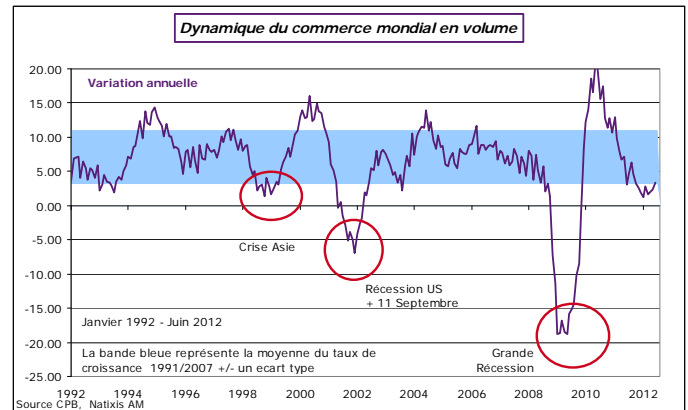
L'indice synthétique de l'enquête PMI/Markit s'est stabilisé en Août s'inscrivant à 46.2 contre 45.6 en Juillet. Sur le trimestre l'indice s'établit à 45.9 contre 46.2 au 2^{ème}. En moyenne l'activité continue de se contracter en zone Euro et à un rythme un peu plus rapide qu'au printemps. Les indices sectoriels s'améliorent par rapport à Juillet mais les indices moyens pour les 2 premiers mois de l'été sont toujours inférieurs aux moyennes du printemps. Le changement de tendance est long à se dessiner. Dans le secteur manufacturier les nouvelles commandes continuent de se contracter à un rythme rapide. Le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks indique toujours une contraction de la production industrielle au cours de l'été. Cela devrait être associé à un repli du PIB.

Analyse par pays

La contraction de l'activité reflétant le faible niveau de l'indice se retrouve aussi dans la dynamique du marché du travail. Celui-ci devrait continuer de se dégrader. On ne note pas de pressions particulières sur les prix en dépit des hausses constatés.

L'Allemagne a un indice global qui se stabilise à un bas niveau alors que l'indice français prolonge son rebond notamment dans les services. Pour ces deux pays les commandes continuent de se contracter avec notamment en Allemagne un signal très négatif sur les nouvelles commandes à l'exportation.

Pour les autres pays on peut déduire des données de la zone Euro, de l'Allemagne et de la France une relative stabilité en Août à un niveau très déprimé. Pas de retournement.



Graphiques d'illustration

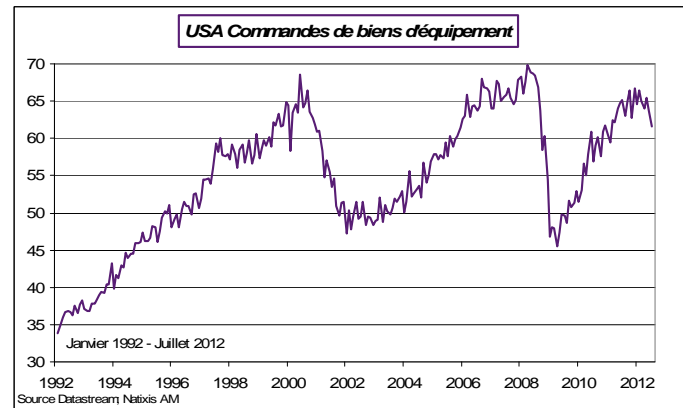
ECONOMIE AMERICAINE

Commandes de biens d'équipement en Juillet

Dans la conjoncture américaine, l'investissement a un rôle majeur. On observe à chaque sortie de récession une accélération significative de celui-ci. Cela modèle le profil du cycle économique. Tout indicateur renseignant sur le profil de l'investissement est important.

Parmi les données regardées, les commandes de biens d'équipement (sous secteur des commandes de biens durables) sont une information précieuse car son profil est bien corrélé à celui de l'investissement productif.

C'est pour cela que le retournement constaté est préoccupant. La série est assez volatile d'un mois sur l'autre donc le mouvement de court terme est peut être excessif. Il n'empêche que le retournement est bien perceptible. C'est une source d'inquiétude et d'incertitude sur l'économie américaine. Un prolongement supplémentaire de ce mouvement serait très problématique.

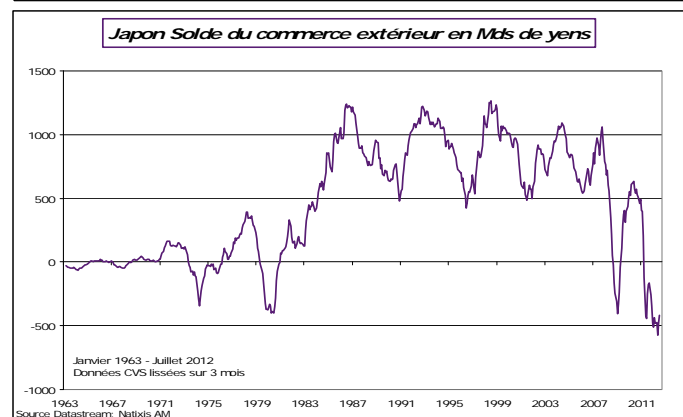


ECONOMIE DU JAPON

Solde du commerce extérieur de Juillet

Le déficit du commerce extérieur a été de 325Mds de yens en juillet (le chiffre généralement annoncé de 517 est non désaisonnalisé). Le Japon change de régime depuis la récession de 2008. Son commerce extérieur ne retrouve pas la dynamique qui générerait un excédent chronique. Ses exportations en volume stagnent depuis juin 2010 alors que ses importations continuent de progresser. Le Japon n'a plus le rôle de leader qui était le sien depuis la fin des années 70. Il faut y voir les conséquences d'un yen cher et d'une concurrence qui s'est exacerbée en Asie.

A court terme, la moindre activité en Chine, en Asie et en Europe ont contribué à déprimer les exportations nippones.

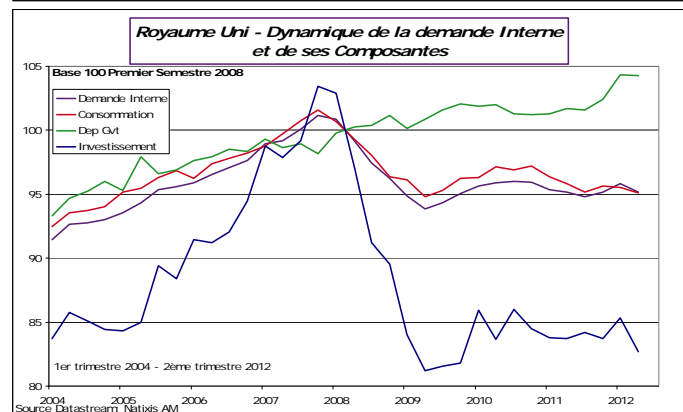


ECONOMIE BRITANNIQUE

Chiffres du PIB du 2^{ème} trimestre (détails)

Le chiffre de l'activité au Royaume Uni a été revu à la hausse. L'activité ne s'est contractée que de -0.5% (-1.8 % en taux annualisé) au lieu de -0.7% (-2.7% annualisé). Sur un an le PIB recule de -0.5% et l'acquis de croissance pour 2012 est de -0.7%.

Le détail des composantes de la demande interne présenté dans le graphique à droite montre que la demande privée n'a pas rebondi du tout depuis la fin de la récession. C'est cette situation qui est dramatique. La consommation des ménages a chuté de 5% en 2008/2009 et s'est stabilisée à ce faible niveau depuis. L'investissement a reculé de plus de 15% sans qu'il y ait de rebond. L'incidence du repli de l'investissement immobilier est forte mais l'investissement productif est aussi en repli (-12% par rapport au 1^{er} semestre 2008)



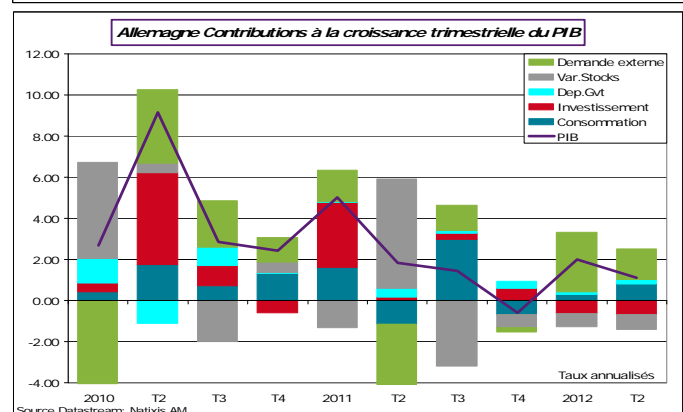
ECONOMIE ALLEMANDE

Chiffres du PIB du 2^{ème} trimestre (détails)

La croissance du PIB est confirmée à 0.3% (1.1% annualisé), à 1% sur un an et un acquis de 0.9% pour 2012.

On observe sur le graphe l'importance une nouvelle fois du commerce extérieur avec une hausse significative des exportations. Ce mouvement pourrait être fragilisé au regard de l'environnement qui se traduit par une contraction rapide des commandes à l'exportation dans l'enquête PMI/Markit d'août.

La consommation progresse avec une contribution de 0.8%. Le point qui reste préoccupant est le repli de l'investissement, notamment de l'investissement productif. C'est une source de fragilité du cycle conjoncturel allemand.



ANTICIPATIONS HEBDO

27 Août 2012