

## LES 3 POINTS ESSENTIELS POUR LA SEMAINE DU 8 AU 14 JUIN 2009

- ▶ Aux USA, première estimation de l'indice de confiance des ménages du Michigan pour le mois de juin; Beige book sur l'état de l'économie
- ▶ Indices de production industrielle en Zone Euro, en Allemagne, en France et au Royaume Uni
- ▶ Balance commerciale et taux d'inflation en Chine

## MACROECONOMIE – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 1<sup>ER</sup> AU 7 JUIN 2009

- ▶ L'indicateur ISM du secteur manufacturier qui oriente le profil du cycle s'est encore amélioré en mai. Le point important est que désormais les nouvelles commandes recommencent à croître. C'est la 1<sup>ère</sup> fois depuis novembre 2007. Au regard du comportement d'ajustement des stocks de la part des entreprises, le ratio Nouvelles commandes sur stocks s'est encore amélioré, disposant désormais d'un profil similaire à celui généralement observé dans les sorties de récession. C'est un signal très fort sur le profil du cycle manufacturier qui conditionne le cycle global.
- ▶ On constate également une nette amélioration des commandes à l'exportation. Elles continuent de se réduire mais à un rythme beaucoup plus réduit. Cela indique que très rapidement la dynamique des exportations qui était franchement négative va s'infléchir.
- ▶ L'ISM global, moyenne des 2 ISM, manufacturier et services, continue de progresser donnant un signal haussier sur l'orientation du PIB.
- ▶ Le taux d'épargne des ménages américains continue de progresser s'inscrivant à 5.7 % au mois d'avril contre une moyenne de 0.6 % en 2007 et 1.8 % en 2008.
- ▶ Le nombre de suppression d'emplois s'est franchement réduit aux Etats-Unis au mois de mai. 345 000 emplois ont été détruits en mai après 504 000 en avril et une moyenne de 644 500 sur les 4 premiers mois de l'année. La construction, la distribution, le transport; les services aux entreprises, la santé, l'éducation et les loisirs sont les secteurs pour lesquels le changement est le plus marquant et le plus marqué.
- ▶ Sur les 3 indicateurs de tensions sur le marché du travail on constate que les heures travaillées continuent de s'effriter et que le taux de salaire de référence progresse encore très lentement (+1.97 % sur les 3 derniers mois en rythme annualisé). Il n'y a pas de changement sur ces deux points. En revanche, le travail temporaire change de référence à seulement - 6 500 en mai contre -73 000 en moyenne par mois au cours des 6 derniers mois. C'est un indicateur généralement fiable qui suggère que l'activité est mieux orientée.
- ▶ L'indicateur synthétique pour la zone Euro issu de l'enquête PMI/Markit s'améliore de façon significative pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif en mai. Il s'inscrit à 44.1 contre une moyenne de 37.6 sur l'ensemble du premier trimestre. Les deux composantes, manufacturière et services, progressent très sensiblement. Ces mouvements de rebond sont forts et suggèrent désormais très clairement que le point bas de l'activité est passé. Comme aux Etats-Unis, le changement de tendance sur cet indicateur synthétique est un signal significatif sur une orientation plus favorable du PIB.
- ▶ Très léger rebond des ventes de détail en avril pour l'ensemble de la zone Euro. Les ventes en volume ont augmenté de 0.2 % après 4 mois consécutifs de repli. Sur un an, la baisse est de -2.3 %.

## MARCHES FINANCIERS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 1<sup>ER</sup> AU 7 JUIN 2009

- ▶ Le rebond de l'activité américaine a vite été pris en compte sur les marchés financiers. Vendredi après midi après les chiffres sur l'emploi, le taux d'intérêt à 2 ans progressait très rapidement passant à près de 1.30 % contre 0.96 % la veille. Le taux 3 mois aussi progresse sensiblement. D'un seul coup, la situation change de nature. Le rebond des taux d'intérêt de court terme suggère que la politique monétaire de la Fed que l'on croyait, c'est ce que la Fed disait, très accommodante pour un bon moment avec un taux des fed funds compris entre 0 et 0.25 %, est remise en cause.
- ▶ Le taux des contrats futurs sur les fed funds suggère une remontée assez rapide de la politique monétaire de la Fed. Dès décembre 2009 le mouvement haussier est significatif, ce qui est très rapide. Ce point de vue est accentué par les propos de Dennis Lockhart le patron de la Fed d'Atlanta et par Thomas Hoenig le patron de la Fed de Kansas city.
- ▶ Sur cet aspect, la réunion de la Fed à la fin du mois de juin (23, 24) sera intéressante. On sait que dans ses 2 derniers communiqués, la Fed avait indiqué qu'elle maintiendrait son taux bas pendant un "bon moment". Les éventuels changements relatifs à cette phrase seront suivis avec beaucoup d'attention et seront interprétés avec la même vigueur.
- ▶ Le risque aujourd'hui est de voir les marchés se positionner trop rapidement au regard de l'évolution effective des économies qui est beaucoup plus lente à se dessiner. Cela s'observe sur le marché du pétrole qui est déjà très cher. Il serait souhaitable que cela ne soit pas le cas sur les marchés de taux d'intérêt. Cela peut traduire un équilibre dit de point selle avec un sur-ajustement initial des variables financières.
- ▶ Un effet joint est la montée des taux 2 ans en zone Euro. Si aux USA le cycle est suffisamment avancé pour imaginer un changement de la politique monétaire, ce n'est pas encore le cas en Europe. Si l'on pousse le raisonnement, l'amélioration du cycle américain et les anticipations de politique monétaire sur la Fed devraient être un soutien pour le billet vert, ce qui serait une très bonne chose pour l'Europe.
- ▶ La BCE a maintenu son taux refi à 1 % malgré des prévisions catastrophiques sur 2009 et 2010. Selon le scénario de la BCE, le repli de l'activité serait compris entre -5.1 et -4.1 % en 2009 et entre -1 et 0.4 % en 2010. Dans un tel scénario le PIB baisserait au cours de tous les trimestres jusqu'à la fin du premier semestre 2010. Après la situation s'améliore. Mais comme l'a rappelé Jean Claude Trichet, les taux d'intérêt de référence sont à un niveau adéquat. Par ailleurs, il a rappelé que les 60 milliards d'achats de "Covered Bonds" seront stérilisés pour être certains de ne pas accroître la stimulation de l'économie en provenance de la politique monétaire. Le taux de la BCE est à 1 % pour un bon moment. Sur ce point, la BCE risque de prendre le relais de la Fed. Angela Merkel n'aura plus à intervenir.
- ▶ La BoE a maintenu sa politique monétaire à 0.5 % et a réaffirmé son programme de rachat d'actifs pour 125 Mds de Sterling

## MARCHES ÉMERGENTS – CE QU'IL FAUT RETENIR DE LA SEMAINE DU 1<sup>ER</sup> AU 7 JUIN 2009

Les marchés émergents bénéficient toujours de la meilleure orientation de la macroéconomie globale.

- ▶ Sur les marchés actions, l'indice MSCI EM a gagné +1.79% sur la semaine.
- ▶ Sur les marchés obligataires, l'indice EMBIG a gagné + 0.56%, le spread s'est resserré à 418 pb (- 46 pb).
- ▶ Les devises émergentes à hauts rendements se sont consolidées face au dollar : rand sud africain -1.5%, livre turque -0.22% et real brésilien +0.39%.
- ▶ La Russie a baissé de 50 pb son taux directeur à 11.50%, afin de soutenir l'activité économique.
- ▶ En Turquie, l'inflation a décéléré en mai à 5.2% GA (vs 6.1%), soit la plus faible progression depuis juillet 1970, donnant des marges de manœuvre à la politique monétaire pour soutenir l'activité. Le gouvernement a annoncé un nouveau programme de relance économique en vue d'éviter de signer l'accord avec le FMI. Les mesures du plan ont pour but de soutenir l'emploi et l'investissement.
- ▶ Au Mexique, les flux d'argent des travailleurs émigrés aux US ont chuté de -19% GA en avril, soit la plus forte contraction historique.
- ▶ En Equateur, les banques devront dorénavant garder 45% de leurs dépôts à l'intérieur du pays, ce qui permettrait de fournir de la liquidité à l'intérieur du pays.
- ▶ Le Venezuela se prépare à nationaliser les projets pétrochimiques, afin de limiter le secteur privé.

Le changement de base de données peut affecter marginalement certaines données

## MARCHE DES ACTIONS AU 5 JUIN 2009

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/08	05/06/09	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3 217.97	3339.05	2519.29	4907.06	-31.95	3.76	1.87			
<b>DAX</b>	4 8010.2	5077.03	3666.41	6941.83	-26.86	5.55	2.76			
<b>EuroStoxx</b>	2 447.62	2503.17	1809.98	3682.83	-32.03	2.27	2.12			
<b>FTSE</b>	4 434.17	4438.56	3512.09	5995.30	-25.97	0.10	0.47	-32.74	10.62	0.80
<b>SNP 500</b>	903.25	940.09	676.53	1404.05	-33.04	4.08	2.28	-25.74	3.28	3.35
<b>Nasdaq</b>	1 577.03	1849.42	1268.64	2549.94	-27.47	17.27	4.23	-19.56	16.37	5.32
<b>Nikkei 225</b>	8 859.56	9768.01	7054.98	14489.44	-31.89	10.25	2.58	-18.19	1.21	0.97
<b>MSCI Emerging USD</b>	564.042	786.96	454.34	1184.50	-33.56	38.78	1.79	-23.96	27.69	1.28
<b>MSCI World USD</b>	920.226	982.29	688.64	1518.64	-35.32	6.74	1.27	-25.21	4.81	0.90

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 5 JUIN 2009

	Taux d'intérêt au 5 Juin 2009							Taux de référence 31 Décembre 2008			
	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				
<b>USA</b>	0 – 0.25	0.633	1.296	3.840	-0.024	0.374	0.379	0 – 0.25	1.425	0.77	2.22
<b>Zone Euro</b>	1.00	1.272	1.730	3.721	0.003	0.311	0.126	2.50	2.892	1.78	2.94
<b>UK</b>	0.5	1.259	1.367	3.919	-0.019	0.298	0.189	2.00	2.77	1.017	3.017
<b>Japon</b>	0.10	0.505	0.355	1.515	-0.015	0.000	0.020	0.10	0.833	0.400	1.175
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (29/05/09)</b>	<b>2 ans (29/05/09)</b>	<b>10 ans (29/05/09)</b>	<b>3 mois (31/12/08)</b>	<b>2 ans (31/12/08)</b>	<b>10 ans (31/12/08)</b>				
<b>USA – Zone Euro</b>		-0.64 (-0.61) <sup>§</sup>	-0.43 (-0.50) <sup>§</sup>	-0.12 (-0.12) <sup>§</sup>	-1.47	-1.01	-0.72				
<b>UK – Zone Euro</b>		-0.01 (0.01) <sup>§</sup>	-0.36 (-0.35) <sup>§</sup>	0.20 (0.15) <sup>§</sup>	-0.12	-0.76	0.07				

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

## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 5 JUIN 2009

	Cours		Variation			
	31/12/2008	05/06/09	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.39005	1.4008	-1.04%	0.77%	-10.7	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	126.008	137.264	1.59%	8.93%	-18.0	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.966823	0.875	-0.33%	-9.51%	10.63	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	90.65	97.98999	2.66%	8.10%	-8.17	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.43775	1.601	-0.71%	11.36%	-19.2	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.823	6.833	0.07%	0.15%	-0.39	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	36.17	67.97	4.28%	87.92%	
	<b>Euro</b>	26.02	48.52	5.37%	86.48%	
<b>Prix de l'Once d'or</b>	<b>Dollar</b>	878.2	979.1	0.01%	11.49%	
	<b>Euro</b>	631.78	698.96	1.06%	10.63%	

## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Travail Temporaire

Au mois de mai le travail temporaire s'est presque stabilisé. Le nombre d'intérimaires a certes baissé de 6 500 en mai mais durant les 12 derniers mois le travail temporaire reculait de 40 à 90 000 par mois. Il y a peut être là un changement de régime.

Cet indicateur indique les tensions sur l'activité. Les chefs d'entreprise utilisent le travail temporaire comme variable d'ajustement. Dès lors une amélioration de cet indicateur peut suggérer un changement de tendance sur l'activité économique.

Les autres indicateurs de tensions comme les heures travaillées et le salaire horaire n'indiquent, eux, toujours pas de retournement du même type. Le changement de tendance, s'il a vraiment lieu, ce que je crois, ne fait que commencer.

#### Taux de Chômage et Stress Tests

Au cours des deux premiers mois de l'année, le taux de chômage constaté a été, en moyenne sur chaque trimestre, supérieur aux taux qui avaient été énoncés dans les 2 scénarii des stress tests bancaires.

De ce fait, il sera intéressant de regarder l'évolution des comptes bancaires.

Rappelons que les scénarii avaient été établis au mois de février et reprenait pour le scénario de référence ce qui était alors le consensus.

Sur un autre aspect, les outils d'investissement pour racheter des actifs toxiques (PPIP) sont repoussés dans le temps pour l'instant. Les banques n'ont plus forcément l'intention de vendre si l'économie va mieux et si le marché immobilier se stabilise.

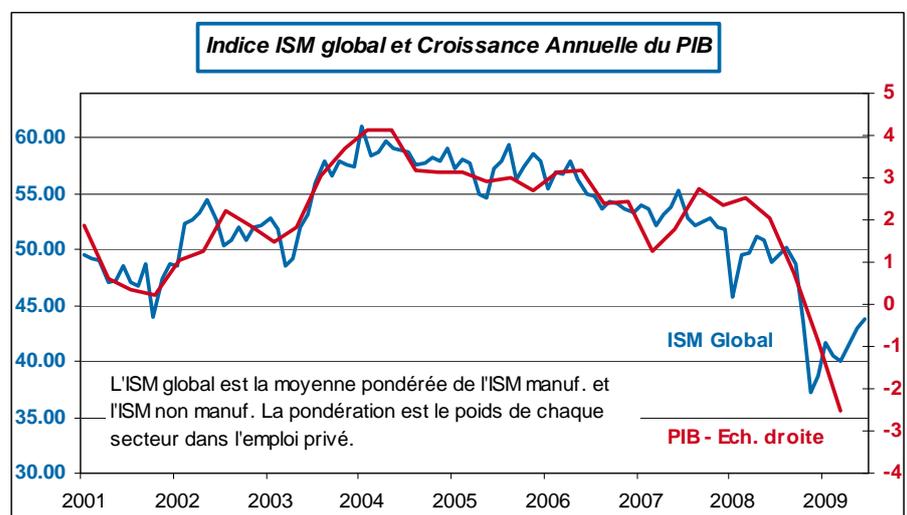
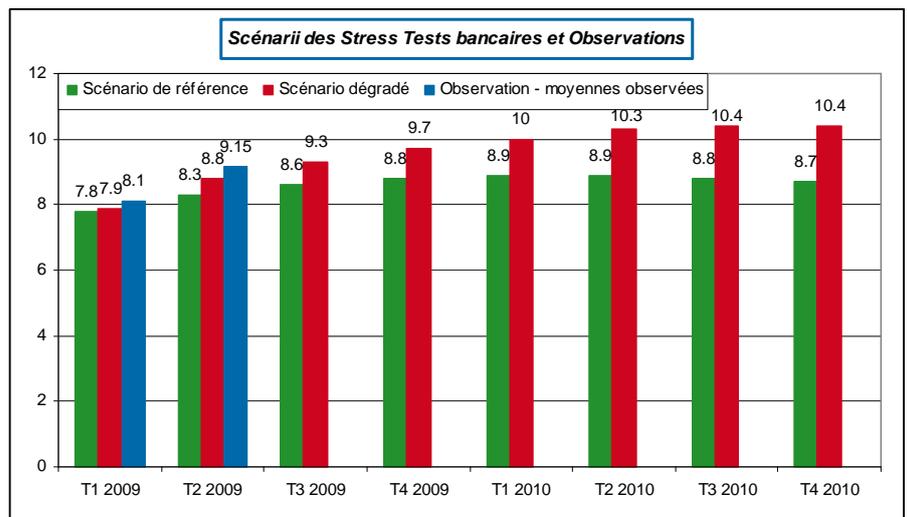
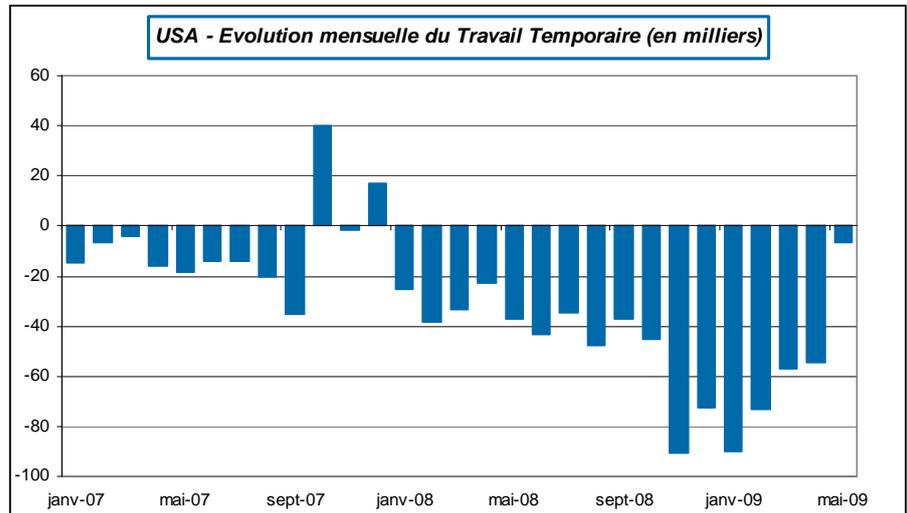
#### ISM Global

Les indices ISM ont clairement changé de tendance depuis 3 mois. En général, le profil du PIB en variation annuelle est cohérent avec l'évolution de l'indice ISM global.

Ce changement de tendance est important à deux titres

1 – Il signale que l'économie américaine est en train de sortir de la récession profonde qu'elle connaît depuis 2008.

2 – Ce changement de tendance est désormais acté par les marchés. Cela se traduit en conséquence par des tensions beaucoup plus fortes sur les taux d'intérêt, y compris sur la partie courte (2 ans). Les intervenants de marchés attendent désormais une normalisation de la politique monétaire de la Fed. C'est peut être excessif.



## Graphiques d'illustration

### BANQUE CENTRALE EUROPEENNE

#### Prévisions de croissance

La BCE a publié ses nouvelles prévisions pour les années 2009 et 2010.

Sur l'activité, le profil se dégrade de façon beaucoup plus marquée avec un repli de l'activité compris en -5.1 % et -4.1 % en 2009. Lors des prévisions précédentes, la fourchette attendue était de -3.2 et -2.2 %.

Pour 2010, les bornes sont -1 % et +0.4 % soit un milieu de fourchette à -0.3 %.

Le profil 2009 – 2010 suggère ainsi une activité négative à chaque trimestre de 2009 et sur les 2 premiers trimestres de 2010.

Le taux d'inflation attendu évolue peu par rapport aux prévisions de mars. Pour 2009, la fourchette est [0.1; 0.5] contre [0.1; 0.7] en mars. En 2010, la fourchette reste à [0.6; 1.4].

En dépit de cette situation historiquement dégradée, la BCE ne veut pas baisser davantage ses taux d'intérêt ni mettre en place du quantitative easing.

### ECONOMIE FRANÇAISE

#### Taux de chômage

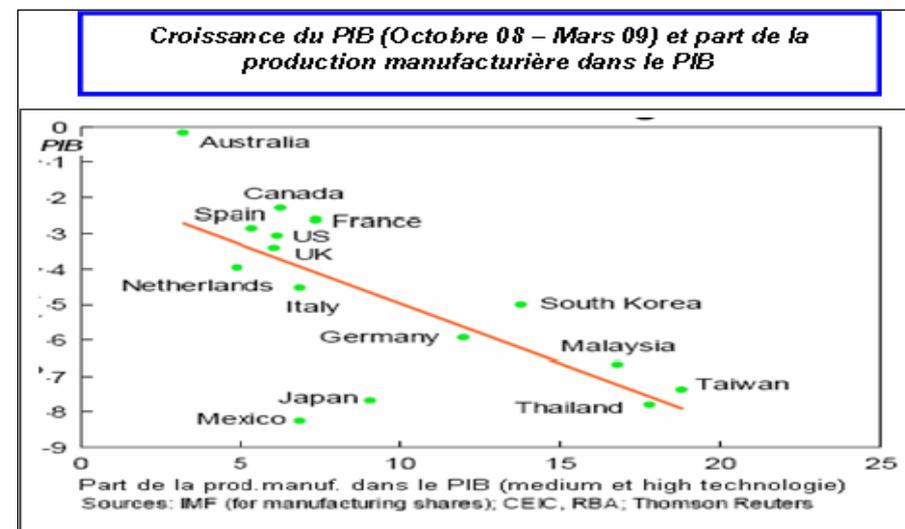
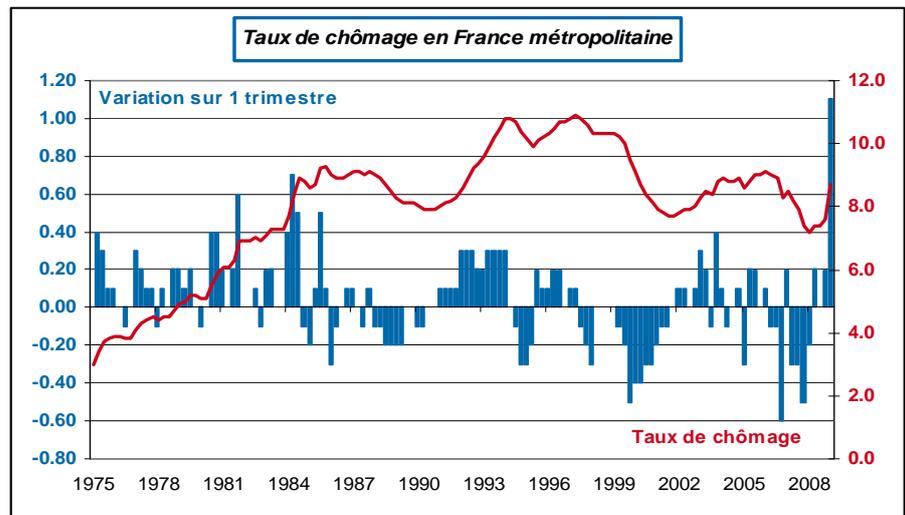
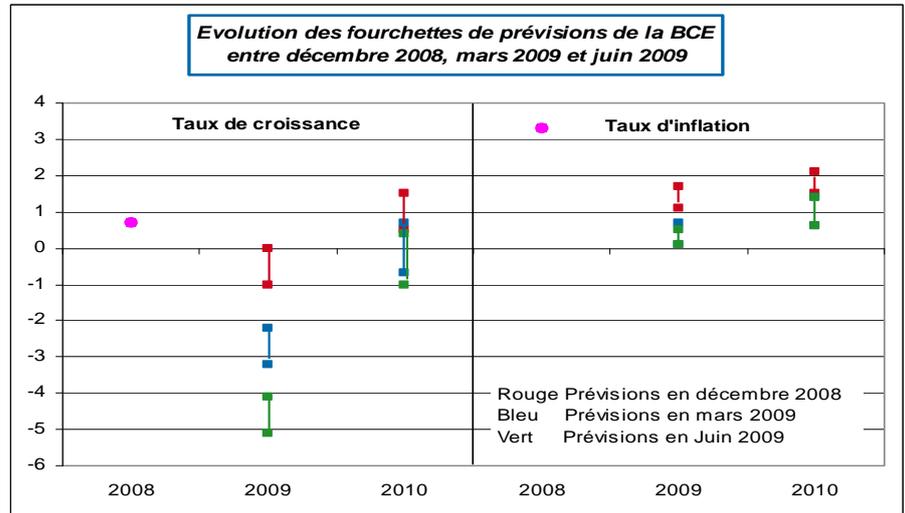
Le taux de chômage en France repart nettement à la hausse avec un mouvement historiquement fort sur le trimestre.

Cette dégradation rapide reflète le repli rapide de l'activité économique autour de la fin d'année. Ce mouvement ne va pas s'arrêter spontanément en raison de la baisse toujours marquée de l'activité.

### ECONOMIE GLOBALE

#### PIB et Technologie

Dans une intervention publique, le gouverneur de la Banque d'Australie confirme par un graphique (ci contre) l'évolution différenciée des pays en fonction du poids de l'industrie dans le PIB. Pour un grand nombre de pays asiatiques mais aussi pour l'Allemagne et le Japon, la baisse des échanges et de la demande (notamment l'investissement) ont eu un effet brutal sur le profil de l'activité. Pour des pays comme la France, l'Espagne ou les Etats-Unis, la base industrielle (en % du PIB) est plus réduite et l'effet sur la dynamique du PIB a été plus limité. Une partie de l'effet négatif sur le profil du PIB pour les pays ayant une base industrielle large vient de l'ajustement des stocks qui a accentué les effets liés à l'inflexion de la demande.



## Les Statistiques de la Semaine à Venir

### Etats-Unis

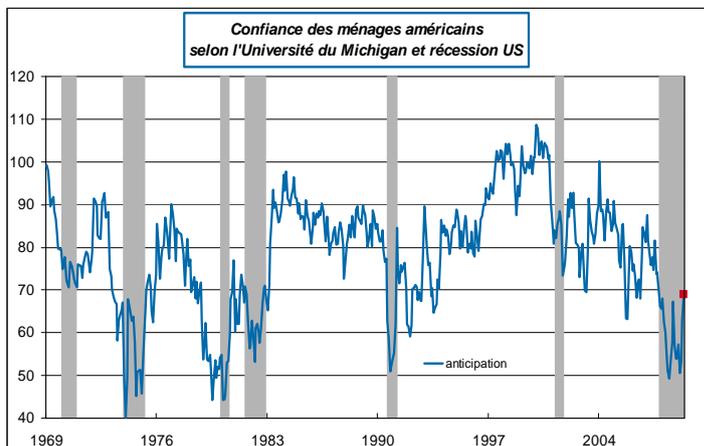
► **Publication d'indicateurs relatifs aux ménages américains**

La solidité de la consommation des ménages au deuxième trimestre devrait se confirmer au travers de la publication des deux statistiques ci-dessous cette semaine.

- **Indice préliminaire de confiance des ménages de l'Université du Michigan de juin, le vendredi 12 juin à 16h** (juin 68.7, consensus 69.5)
- **Publication des ventes au détail pour le mois de mai, le jeudi 11 juin à 14h30** (avril -0.4% en variation mensuelle, consensus 0.5 %)

► **Publication du Beige Book de la réserve fédérale américaine – mercredi 10 juin à 20h**

► **Balance commerciale pour avril, le mercredi 10 juin à 14h30** (mars 27.6 milliards de dollars de déficit, consensus 29).



### Zone Euro

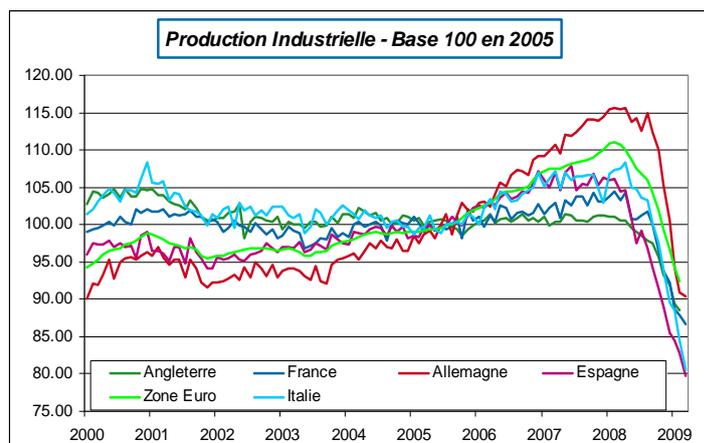
► **Publication de la production industrielle d'avril, le vendredi 12 juin à 8h45** (mars -2 % en variation mensuelle, consensus -0.4 %)

### Allemagne

► **Publication des commandes industrielles du mois d'avril, le lundi 8 juin à 12h** (mars 3.3 % en variation mensuelle, consensus 0 %) **[Publication 0 %]**

► **Parution de la production industrielle d'avril, le mardi 9 juin à 12h** (mars 0 % en variation mensuelle, consensus 0.3 %).

► **Balance commerciale d'avril – mardi 9 juin à 8h** (mars 11.3 milliards d'euros, consensus 9.3).



### France

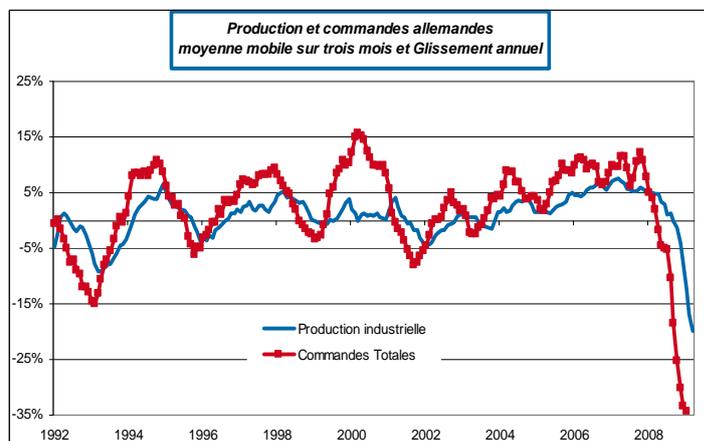
► **Publication de la production industrielle d'avril, le mercredi 10 juin à 8h45** (mars -1.4 % en variation mensuelle, consensus 0.1 %)

► **Parution de l'indice des prix à la consommation de mai, le vendredi 12 à 8h45** (avril 0.1 % en glissement annuel, consensus 0.2 %).

► **Balance commerciale d'avril – mardi 9 juin à 8h45** (mars -4.9 milliards d'euros, consensus -4.5).

### Royaume-Uni

► **Publication de l'indice de la production industrielle d'avril, le mercredi 10 juin à 10h30** (mars -0.6 % en variation mensuelle, consensus -0.1 %).



### Chine

► **Publication de la balance commerciale de mai – jeudi 11 juin**