

Au sommaire

Grèce, la tentation du pire

Les élections générales en Grèce ont produit ce que l'on pouvait craindre : une montée des extrêmes, un parlement divisé et un blocage politique.

➤ Vue d'ensemble, page 2

La semaine aux Etats-Unis

➤ Page 3

La semaine en zone euro

➤ Page 4

Espagne, l'Etat accroît son soutien aux banques

Le retour de la récession augmente le coût du risque supporté par secteur bancaire espagnol et amène l'Etat à intervenir plus énergiquement.

➤ Focus 1, page 5

Les prêts à 3 ans de la BCE sont-ils efficaces ?

Les opérations récentes de refinancement à long terme de la BCE ont considérablement réduit les risques de liquidité dans la zone euro. Mais les effets sur l'économie réelle se font attendre.

➤ Focus 2, page 7

Revue des indicateurs économiques

➤ Page 10

Revue des marchés

➤ Page 11

A retrouver dans

L'Allemagne bientôt laxiste ?

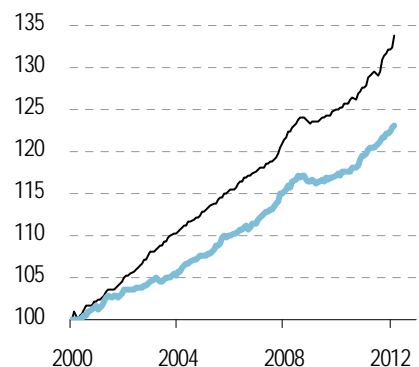
■ La Commission pointe les grands écarts dans l'UEM ■ La Grèce au point de rupture ■ L'Allemagne envisage plus d'inflation

La Commission européenne vient de publier ses prévisions économiques de printemps. Selon elle, le PIB de la zone euro devrait se contracter de 0,3% en 2012, l'activité redémarrant toutefois progressivement au deuxième semestre, pour s'établir à +1% en 2013. Dans ce contexte, la consolidation des finances publiques promet d'être plus lente. Seules Chypre et l'Autriche rejoindraient, en 2013, le club très fermé des pays dont le déficit est inférieur à 3% du PIB. D'après la Commission, la zone euro continuera de faire le grand écart, entre les pays à « spread élargi », supportant des déficits publics et/ou extérieurs élevés et tenus à des réformes structurelles, et les autres (ceux du Nord) priés de ne pas surenchérir dans la rigueur. A cet égard, les officiels allemands adoptent une communication inattendue. La *Bundesbank* estime ainsi que l'Allemagne pourrait, à l'avenir connaître un taux d'inflation supérieur à la moyenne de la zone euro, un vrai changement (graphique). Le ministre des Finances, M. Schauble, estime quant à lui « normale » la plus forte augmentation des salaires actuellement constaté outre-Rhin. L'Allemagne, championne de la maîtrise des coûts, se latiniserait-elle ?

REGIME DISSOCIE

Indices harmonisés des prix à la consommation (2000 = 100)

— Italie ; — Allemagne



Source : Eurostat

L'ESSENTIEL SUR LES MARCHES

Semaine du 7-5-12 au 10-5-12

▼ CAC 40	3 162	▶ 3 130	-1,0 %
▼ S&P 500	1 369	▶ 1 358	-0,8 %
▼ Volatilité (VIX)	19,2	▶ 18,8	-0,3 %
▼ Euribor 3m (%)	0,70	▶ 0,69	-0,7 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	0,47	▶ 0,47	+0,1 pb
▼ OAT 10a (%)	2,85	▶ 2,83	-1,9 pb
▼ Bund 10a (%)	1,51	▶ 1,44	-6,9 pb
▼ US Tr. 10a (%)	1,88	▶ 1,85	-2,9 pb
▼ Euro-dollar	1,31	▶ 1,30	-1,2 %
▼ Or (once, \$)	1 638	▶ 1 594	-2,7 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	112,4	▶ 112,8	+0,4 %

Vue d'ensemble

Grèce, la tentation du pire

Le résultat des élections générales en Grèce a confirmé ce que l'on pouvait craindre : un parlement trop divisé conduisant à un blocage politique. Le scrutin a été marqué par l'effondrement des partis traditionnels, favorables au programme de la Troïka, au profit des partis extrémistes, voire anti-système. La Nouvelle Démocratie (ND), parti conservateur, et le PASOK, socialiste, ont obtenu, à eux deux, 32,1% des suffrages contre près de 77,4% lors des élections de 2009. Les voix perdues par ces deux partis ont profité au vote contestataire et se sont réparties entre les 30 autres candidats en lice. Sept formations politiques siègent désormais à l'Assemblée dont six ont plus de 20 représentants. Le pourcentage de votes « valides » (i.e. qui vont aux partis représentés car récoltant au moins 3% des voix) n'a atteint que 81,1% des suffrages exprimés. Le parti arrivé en tête, la ND, a obtenu 18,9% des votes, ce qui est bien inférieur au taux d'abstention (34,9%). En 2009, 5 partis composaient l'Assemblée dont seuls 3 avec plus de 20 députés. Le pourcentage de votes « valides » avait atteint 90,6%. Le parti en tête, le PASOK, avait récolté, à l'époque, 43,9% des suffrages.

En principe, le mode de scrutin grec facilite l'émergence d'une majorité stable même au sein d'une assemblée fragmentée. Les 300 députés grecs sont élus *via* un mode de scrutin mixte qui attribue 50 sièges au parti arrivant en tête des suffrages tandis que les 250 autres sont répartis à la représentation proportionnelle entre tous les partis ayant obtenu au moins 3% des votes. La prime au premier permet donc à un parti d'avoir une majorité absolue de sièges en obtenant moins de la moitié des suffrages exprimés, à condition toutefois d'en obtenir au moins 39%. Cela n'a pas été le cas en mai 2012. Par ailleurs, l'extrême fragmentation du vote a rendu la formation d'un gouvernement de coalition très difficile. Avec un taux de vote valide de 81,1%, il aurait fallu à la ND (1ère) et au PASOK (3ème) un cumul des voix égal à 32,8% pour former une coalition. Ils n'ont obtenu que 32,1%, ce qui leur donne 149 sièges sur 300 au Parlement. Conformément à la Constitution, le président de la République grecque a donné successivement aux leaders des trois principaux partis un mandat pour rassembler, sous trois jours, une coalition capable de gouverner.

Jusqu'à présent, ni le chef de la ND, ni celui de SYRIZA (gauche radicale), arrivé second, ne sont parvenus à former une alliance. Le chef du PASOK, M. Venizelos, est, au moment d'écrire ces lignes, en train de négocier la formation d'un gouvernement d'unité nationale. Les chances de succès apparaissent minces. A la dispersion des sièges au Parlement s'ajoutent de grandes divisions idéologiques entre les forces politiques en présence. La ND et le PASOK soutiennent le plan de la Troïka mais les 5 autres partis représentés au Parlement le dénoncent. Pour autant, et bien qu'ils cumulent 151 sièges à eux 5, leurs divergences sont bien trop profondes pour imaginer qu'ils s'allient au sein d'un même gouvernement.

Dans ce contexte, de nouvelles élections pourraient être organisées, dès la mi-juin. Une telle éventualité s'accompagnerait inévitablement d'une période de grande incertitude au cours de laquelle les spéculations d'une sortie de la zone euro s'accroîtraient probablement. En effet, en l'état, la Grèce apparaît difficilement réformable et sans progrès dans l'application des mesures¹ du programme, il y a peu de chances que les créanciers officiels acceptent le déblocage de nouvelles tranches d'aide. Depuis l'accord sur le second plan d'aide en mars, les pays de la zone euro, *via* le FESF, et le FMI ont prêté 74,3 milliards d'euros à l'Etat grec², soit une somme presque équivalente aux 75,5 milliards d'euros qui avaient été versés par la Troïka entre mai 2010 et décembre 2011. 59,3 milliards ont été utilisés pour faire face aux coûts de l'échange de dette et à la recapitalisation des banques, et 15 milliards d'euros ont servi à couvrir les besoins de financement de l'Etat. Ce dernier dispose encore d'un matelas de liquidités mais il est très mince. D'après le ministre des Finances, les dépenses publiques ne sont couvertes que jusqu'à fin juin.

Que reste-t-il donc comme motifs d'espoir ? D'abord une très grande majorité de Grecs (entre 70% et 75%) est favorable au maintien de leur pays dans la zone euro, même si le vote du 6 mai peut être interprété comme l'expression du contraire. Il semble, en apparence, que le lien entre la conservation de l'euro et l'application des mesures du plan de la Troïka n'ait pas été clairement établi. Gageons que s'il devait y avoir une deuxième élection, les responsables politiques pro-européen, sous la pression de leurs partenaires de la zone euro, lieront ces deux aspects pour en faire la ligne de clivage d'un scrutin aux allures de référendum. De plus, s'il advenait que l'Etat grec, à court de liquidités, soit contraint de stopper les versements à son économie (salaires des fonctionnaires, pensions, transferts sociaux), le sentiment d'urgence suscité pourrait être le moteur d'un vote « utile », bénéfique aux partis traditionnels. Avec 35% d'abstentionnistes et 19% d'électeurs ayant donné leur voix à des partis non représentés (récoltant moins de 3% des suffrages), l'issue d'un nouveau scrutin pourrait alors être très différente.

Reste la question fondamentale : comment, dans les démocraties européennes, conserver la confiance des créanciers et celle des électeurs afin d'éviter que la crise économique ne se mue en une crise politique profonde ? Evidemment, la croissance aiderait. Mais elle ne se décrète pas.

¹ Le Parlement grec doit adopter des mesures d'austérité équivalentes à 11,5 milliards d'euros (5,5% du PIB) en plus de la poursuite des 77 mesures structurelles d'ici à la fin du deuxième trimestre.

² 4,2 milliards d'euros ont été accordés ce mercredi sur les 5,3 milliards d'euros prévus pour mai. Ils permettront notamment de rembourser les 3,3 milliards d'euros d'obligations détenues par la BCE qui arrivent à échéance la semaine prochaine. Le solde ne sera déblocqué que lorsque la Grèce sera dotée d'un gouvernement stable.

La semaine aux Etats-Unis Ni pour ni contre (bien au contraire)

La semaine prochaine sera plus riche en événements que celle qui s'achève, seules les données du commerce extérieur publiées pour le mois de mars ayant présenté un intérêt. Comme prévu, le déficit commercial des Etats-Unis, après un recul marqué en février, probablement lié au Nouvel An Chinois, a retrouvé son niveau de janvier. Au T1 2012, il s'élevait à USD 773 mds (données annualisées), soit 5% du PIB. Les détails soulignent le dynamisme, aussi bien des exportations (d'automobiles et de biens d'équipement, en particulier) que des importations (généralisée, à l'exception des biens de consommation hors automobile et des biens alimentaires).

Les prochaines données à paraître permettront de se faire une meilleure idée des dépenses des ménages (ventes au détail d'avril, publiées mardi), de l'inflation (prix à la consommation d'avril, publiés mardi), de l'activité manufacturière (production industrielle d'avril et enquête de mai de la Fed de New York publiées mardi, et enquête de la Fed de Philadelphie publiée jeudi), mais l'intérêt se focalisera certainement sur les minutes de la réunion d'avril du FOMC (publiées mercredi). Il y a un peu de suspense à ce sujet, les nouvelles prévisions des membres du FOMC ayant été publiées à l'issue de la réunion, le 25 avril. En ligne avec l'optimisme du dernier Beige Book - notre indice A2F, un solde des références aux «faiblesses» et «forces», a atteint son plus haut depuis novembre 2005 - les membres du FOMC ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2012 et 2013, mais plus fondamentalement, ont abaissé leurs projections pour le taux de chômage. Comme illustré par les graphiques 1 et 2, les prévisions de croissance pour 2012 ont été marginalement modifiées entre les réunions de mars et d'avril, alors que les prévisions (médiane) pour le taux de chômage ont été revues en baisse marquée : de 8,6% en novembre 2011, elles ont été abaissées à 8,5% en mars 2012, et à 7,9% en avril, signe que les membres du FOMC reconnaissent que la croissance américaine, même trop faible pour susciter la satisfaction, est suffisamment dynamique pour créer des emplois... voire pour abaisser le taux de chômage.

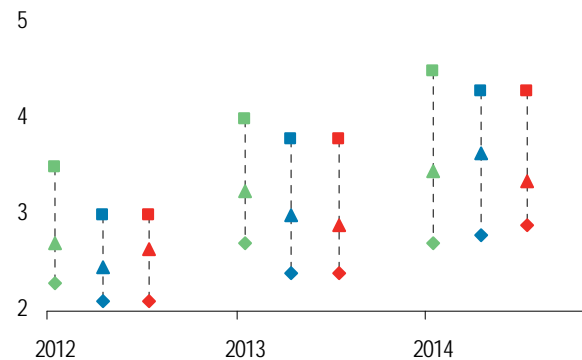
Il y a en effet deux façons d'interpréter le recul d'un point du taux de chômage depuis août dernier : signe du dynamisme de l'emploi ou signe du nombre croissant de chercheurs d'emplois découragés. La vérité se trouve quelque part entre les deux interprétations. Entre août et avril, et selon des données de l'enquête menée auprès des ménages, 2,1 millions d'emplois ont été créés. Le dynamisme est incontestable. Dans le même temps, le taux d'activité a reculé de 64,1% à 63,6%. S'il était resté inchangé, la chute du nombre de chômeurs aurait été plus modeste, et le recul du taux de chômage plus faible : il serait de 8,8% et non de 8,1%. Les chiffres sont éloquentes.

Les dernières données relatives au marché du travail n'ont pas aidé à trancher le débat. En mars et avril, les créations d'emplois ont nettement ralenti, passant d'une moyenne mensuelle de 252k entre

Un peu plus de croissance attendue...

Projections des membres du FOMC, croissance du PIB, %

Prévision ◆ basse ▲ haute et ■ médiane, en *Novembre 2011, Janvier 2012 et Avril 2012*



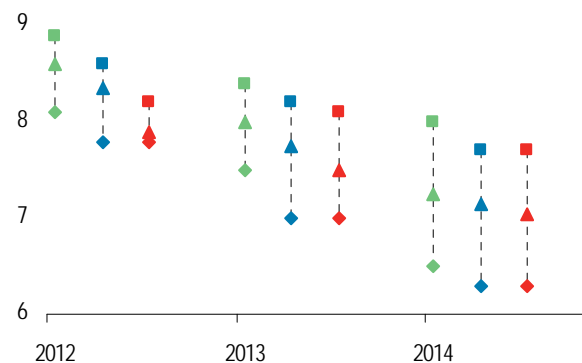
Graph.1

Source : FOMC

... et nettement moins de chômage

Projections des membres du FOMC, taux de chômage, %

Prévision ◆ basse ▲ haute et ■ médiane, en *Novembre 2011, Janvier 2012 et Avril 2012*



Graph.2

Source : FOMC

décembre et février, à seulement 135k. Les pessimistes analysent ceci comme le signe que le dynamisme de fin 2011 et début 2012 était anormal, reflétant en partie les effets d'un climat plus clément qu'à l'accoutumée.

Mais pourquoi ne parierions-nous pas sur l'anormalité des données de mars et avril ? Il y a en effet plusieurs raisons d'être optimistes quant aux perspectives américaines. Il en va ainsi du dynamisme de la consommation privée et des exportations ou de la multiplication des signes que le secteur du logement a touché un point bas, alors que la baisse récente des prix du pétrole soutiendra le revenu disponible réel des ménages dans les mois à venir.

La semaine dans la zone euro

Soubresaut de l'activité manufacturière

Légère embellie en Allemagne

La production industrielle, apathique depuis la fin de l'été, a sensiblement progressé en mars (+2,8% m/m). Le rebond sensible de l'activité dans le secteur de la construction (+30,7% m/m, après -16,9% m/m en février), lequel a bénéficié de températures clémentes, a favorisé cette embellie. De même, l'activité manufacturière, en hausse de 1,4% m/m, particulièrement la production de biens d'équipement (+2% m/m), a alimenté ce rebond. Cette hausse, ainsi que la révision des chiffres de la production de février (+0,3% m/m, au lieu de -0,3% m/m), permettent à l'activité manufacturière d'enregistrer une très légère progression au premier trimestre (+0,2% t/t). Celle-ci reste modeste au regard du dynamisme de l'activité manufacturière entre l'automne 2009 et l'été 2011, mais elle intervient après une contraction de l'activité de 2% t/t au dernier trimestre 2011. Elle est, en outre, compatible avec une légère augmentation du PIB au premier trimestre (autour de +0,2% t/t selon nos estimations).

L'évolution récente des commandes manufacturières annonce, toutefois, une expansion modérée de l'activité au cours des prochains mois. La demande intérieure et celle en provenance des économies extérieures à la zone euro continueront vraisemblablement à alimenter la croissance au cours des prochains mois. Le rebond des commandes manufacturières en mars (+2,2% m/m) est d'ailleurs largement imputable à l'augmentation des commandes intérieures (+1,3% m/m en mars) et de celles en provenance d'économies extérieures à la zone euro (+4,8% m/m, après +4,9% m/m en février). Toutefois, la bonne tenue de la demande des pays extérieurs à la zone euro parvient difficilement à pallier la faiblesse de la demande européenne, les commandes étrangères ayant reculé de 0,8% t/t au premier trimestre (après -1,4% t/t au T4 2011). Les exportations de marchandises, en hausse de 0,9% m/m en mars et de 2,7% t/t au premier trimestre (après -1,2% t/t au T4 2011), devraient ainsi pâtir, au cours des prochains mois, de la contraction de l'activité au sein de la zone euro, laquelle absorbe près de 40% des exportations allemandes de marchandises. A l'inverse, les principaux partenaires commerciaux, à l'instar de la France, devraient continuer à bénéficier de la bonne tenue de la demande intérieure et des importations allemandes, en hausse de 2,4% t/t au premier trimestre (après -2% t/t au T4 2011).

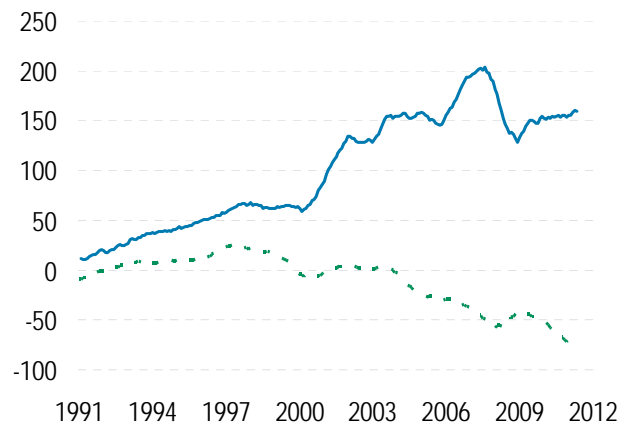
France : éclaircie entre deux passages nuageux

La production industrielle a reculé de 0,9% en mars, un contre-coup attendu après l'effet positif du froid sur le chiffre de février (revu en hausse à +0,9%). Hors industrie, l'activité dans la construction a, elle, enregistré un vif rebond, profitant du redoux. Le chiffre à retenir est la forte augmentation de la production manufacturière (+1,4%), qui permet de ramener de -3,2% à -0,3%

L'écart se creuse

Balance commerciale (cumul sur 12 mois) (en milliards d'euros)

— Allemagne ; - - - France



Graphique

Sources : Bundesbank, Douanes françaises

son rythme de baisse sur un an. Ce rebond fait plus que corriger son repli marqué en février (-0,9%) et il est solide, soutenu par la progression de l'activité dans tous les secteurs au niveau agrégé. Sur l'ensemble du premier trimestre, la production industrielle est à peine en recul (-0,1%) et en net progrès par rapport à sa baisse de 1% au quatrième trimestre 2011. Ces évolutions favorables ne doivent cependant pas faire oublier que les dernières enquêtes sur le climat des affaires préfigurent, elles, une rechute de l'activité manufacturière. Et, contrairement au quatrième trimestre, cette baisse de la production au premier trimestre devrait se retrouver dans les chiffres du PIB (attendu en recul de 0,2%).

Les chiffres de mars du commerce extérieur sont mitigés. Les exportations de marchandises ont reculé de 1,5% mais les importations ont baissé de près du double, d'où la légère réduction du déficit (de EUR 6,3 milliards à EUR 5,7 milliards). Sur l'ensemble du premier trimestre, le déficit s'est néanmoins creusé par rapport au trimestre précédent (de EUR 2 milliards, à EUR 17,4 milliards), après trois trimestres consécutifs d'amélioration équivalant à presque un point de PIB (-3,9% au premier trimestre 2011, -3,1% au quatrième). Cette détérioration résulte d'une progression plus vive des importations que des exportations (en termes nominaux), qui n'est pas forcément mauvais signe si elle traduit une bonne tenue de la demande intérieure. Côté exportations, on notera la légère accélération de celles vers la zone euro (+1% après +0,5%), tirées par l'Allemagne et l'Espagne (mais freinées par un deuxième repli sévère vers l'Italie), et la décélération des exportations en dehors de l'UEM (+1,6% après +2,6%). Les rythmes de progression restent, toutefois, très modestes et la lisibilité des chiffres réduite par leur volatilité.

Focus 1

Espagne, l'Etat accroît son soutien aux banques

■ Récession oblige, le peaufinage de la réforme des règles de provisionnement pour le secteur bancaire entraîne un renforcement des provisions plus important que ce qu'impliquaient les mesures annoncées en février.

■ Simultanément, les banques sont encouragées à créer leurs propres véhicules de liquidation de leurs actifs immobiliers dépréciés.

■ Demeure la question du financement du besoin de recapitalisation éventuel de certaines banques. La réticence à ne pas vouloir faire jouer les mécanismes européens de sauvetage financier reviendra à déplacer le problème bancaire vers la sphère souveraine, ce qui entretiendra la défiance des marchés.

Des risques qui s'accroissent avec la récession

Le bout du tunnel est encore loin alors que les difficultés vont s'amplifiant depuis 2008 (la nationalisation de Bankia constitue le dernier événement en date), sans que l'on distingue le moment où elles commenceront à perdre en intensité.¹ Principale cause du déraillement d'un processus de restructuration bancaire jusque là exemplaire dans ses objectifs et son exécution, la récession, de retour cette année (-1,9%), devrait se poursuivre en 2013 (-0,4%), marquée par l'austérité budgétaire. Le taux de chômage devrait grimper à 25,4% en 2013. L'encours des prêts au secteur non financier a reculé de 3% sur un an en février 2012. La dette privée rapportée au PIB reste parmi les plus élevées en zone euro et la contraction du crédit sur le marché domestique va se poursuivre. Le regain de tensions sur les taux des emprunts d'Etat à long terme ne permet pas aux banques de se financer aisément sur les marchés, comme le suggère le large usage par les établissements hispaniques du refinancement BCE depuis ses deux opérations de refinancement à trois ans en décembre 2011 et février dernier.

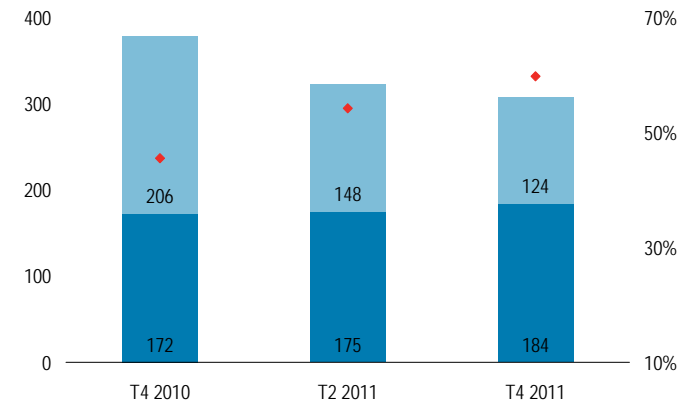
Le secteur bancaire est confronté à un risque de crédit en constante détérioration, alors que les prix de l'immobilier continuent de baisser depuis le point haut de 2007. La correction s'établit déjà à 27% (source banque centrale), et l'abondance des stocks de logements résidentiels invendus aux mains des banques suggère un ajustement bien plus sévère à venir. Les prêts douteux (avec impayés constatés à plus de 90 jours) sont en croissance rapide, et leur poids dans l'ensemble des crédits au secteur non financier s'est alourdi à 8,16% (EUR144 mds) en février. La dégradation est toujours plus sensible sur les

¹ Cf Conjoncture n°7-8 de juillet-août 2011, « Banques espagnoles, attention travaux ».

Contagion

Détérioration de la qualité de l'exposition à l'immobilier (EUR mds)

■ Exposition à risque ; ■ Expo.saine ; ◆ Expo.à risque / expo.totale (é.d.)



Graph.1

Source : Banque d'Espagne

segments liés à la construction et à la promotion immobilière. Pour une appréhension exhaustive du problème de la détérioration de la qualité des actifs immobiliers, la Banque d'Espagne prend en compte non seulement les créances douteuses aux constructeurs et promoteurs, mais aussi les prêts sous surveillance (sans incident de paiement mais présentant un risque significatif de non remboursement à court terme) sur ces mêmes segments, ainsi que l'ensemble des actifs réels, résultant de saisies, inscrits aux bilans (logements terminés, en construction et terrains à bâtir). En décembre 2011, sur une exposition totale à l'immobilier ainsi définie de EUR308 mds, l'exposition problématique s'élevait à EUR184 mds (5% des actifs), soit 60% du portefeuille total. Un an plus tôt, ces actifs à risque totalisaient EUR172 mds pour une exposition totale de EUR378 mds, soit un ratio de 46% (graph 1).

Bankia, une nationalisation qui marque les limites de la stratégie de fusions...

La nationalisation partielle de Bankia (à hauteur de 45,4% du capital), devenue troisième acteur du secteur derrière Santander et BBVA à l'issue de la fusion de sept caisses d'épargne début 2011, n'a rien de surprenant compte tenu de sa faiblesse originelle, un portefeuille d'actifs immobiliers à risque particulièrement lourd, hérité des caisses qui l'ont formée. Des rumeurs courraient depuis le début de l'année sur le devenir du groupe, le gouvernement n'ayant pas caché son souhait de le voir fusionner avec une entité plus saine. La voie finalement choisie illustre les limites du processus de fusions jusqu'ici largement favorisé par les autorités pour réduire les capacités et tenter d'assainir le secteur. Les bénéfices mutuels pouvant être tirés de

ces opérations pour les banques parties prenantes apparaissent, en effet, de plus en plus hypothétiques à mesure que les expositions problématiques gonflent dans les bilans sous l'effet du *deleveraging* de l'économie. En outre, si synergies il y a, ce n'est qu'à moyen terme qu'elles se concrétisent.

Déconsolidation des actifs immobiliers

C'est dans ce contexte que doivent être replacées et comprises les nouvelles mesures qui ont été annoncées ce jour par le gouvernement. Premièrement, les règles de provisionnement sont légèrement durcies afin de mieux couvrir *ex ante* les expositions à l'immobilier encore saines (cf. ci-dessous). Deuxièmement, tirant les enseignements de l'expérience de Bankia, l'Etat a fait avancer sa réflexion quant à la création de structures de liquidation des actifs immobiliers toxiques. Début 2012, le gouvernement avait écarté le modèle de *bad bank* irlandais, d'un coût trop élevé pour les finances publiques.² Il s'est finalement plus inspiré du modèle pluriel allemand, rendant obligatoire pour chaque banque espagnole la séparation des actifs immobiliers du reste de leur bilan. Cette formule réconciliera grandes et petites banques. Santander et BBVA avaient toujours manifesté leur réticence à mutualiser les pertes et souhaité continuer à gérer elles-mêmes leurs actifs problématiques, moins conséquents que ceux des anciennes caisses. Comme l'exige la Commission Européenne, deux sociétés d'audit indépendantes seront mandatées pour évaluer le prix des actifs immobiliers. Le cantonnement des actifs réels vise à améliorer la perception générale du risque espagnol.

Provisions : le gouvernement revoit sa copie

Le décret-loi de février dernier avait dévoilé les premières grandes mesures du gouvernement Rajoy qui venait de prendre la suite du processus d'assainissement du secteur bancaire. En substance, après les fusions entre caisses d'épargne et le renforcement de leurs fonds propres, les efforts devaient dès lors porter sur l'amélioration du provisionnement des actifs problématiques, en particulier sur ceux dont la valorisation est la plus délicate (terrains à bâtir et programmes en construction) dans un contexte de marché gelé. La banque centrale a ainsi estimé un montant de provisions supplémentaires de près de EUR54 mds (5% du PIB) à l'échelle du secteur, à satisfaire d'ici la fin 2012. Ce montant résulte, d'une part, d'une contribution des provisions générales constituées au titre des expositions saines, mais surtout, d'autre part, de l'augmentation des provisions spécifiques sur les expositions problématiques via un durcissement des taux de couverture, accompagné parfois d'un allongement de la période obligatoire de provisionnement, pour chaque type d'actif. De plus, une surcharge de provisions a été imposée pour les terrains et les constructions en cours, calculée sur la base de ratios de couverture encore plus exigeants. Compte tenu du fait que le secteur bancaire espagnol a déjà

provisionné environ EUR105 mds depuis 2008, cette réforme hissera l'encours des provisions à hauteur de 15% du PIB fin 2012.

Toutefois, ces mesures avaient peine à rassurer les marchés. Elles n'évacuaient pas définitivement le risque immobilier des bilans et l'incidence de l'environnement récessif semblait insuffisamment pris en compte, à deux niveaux. A l'intérieur du périmètre de l'exposition liée à l'immobilier, le ratio de couverture de la partie saine du portefeuille (EUR124 mds) reste limité à 7%, alors que le risque de migration vers la partie problématique aurait pu être évalué comme plus sérieux. A l'extérieur de ce périmètre, la banque centrale n'a pas non plus jugé utile d'envisager une détérioration plus prononcée de la qualité du portefeuille de crédits aux ménages et aux entreprises, qui représentent des montants considérables par rapport aux expositions à l'immobilier (prêts aux ménages: EUR841 mds dont EUR645 mds de prêts hypothécaires ; sociétés non financières: EUR839 mds, chiffres de février 2012). Certains prêts restructurés ne sont pas comptabilisés en créances douteuses, mais pourraient le devenir sous l'effet de la conjoncture. Néanmoins, les pertes attendues sur ces portefeuilles resteraient moins importantes que celles sur les actifs liés à l'immobilier. Les ratios de créances douteuses sur le segment ménages et entreprises hors secteur de l'immobilier sont encore à des niveaux modestes à ce stade du cycle, et ne devraient augmenter que modérément.

Les nouvelles annonces viennent combler les faiblesses de la réforme de février sur le premier point évoqué ci-dessus via une majoration des provisions sur la partie encore saine du portefeuille d'actifs liés à l'immobilier. Les exigences de couverture passent de 7% à 30%, entraînant une augmentation des dotations de EUR30 mds, en sus des EUR54 mds déjà demandés en février. Les banques dans l'incapacité de constituer ces provisions pourront solliciter l'aide du FROB sous forme d'obligations convertibles devant servir un taux élevé de 10%. La puissance d'intervention du FROB est toutefois singulièrement restreinte. Sur un montant de EUR42 mds, EUR27 mds sont encore disponibles cette année. Dans l'hypothèse où le fonds aurait à couvrir une part importante des besoins de provisionnement, il faudrait que le gouvernement l'autorise dès cette année à lever de la dette. Son levier financier peut être augmenté à 6 fois son capital, qui devrait prochainement être porté de EUR9 mds à EUR15 mds.

Les banques ont une quinzaine de jours pour réviser et présenter leurs plans de provisionnement à la banque centrale. Si la réforme échouait à convaincre de la résistance accrue des banques au risque immobilier, il ne fait guère de doute que le coût de financement de l'Etat en pâtirait.

² Cf. *EcoWeek* 12-03 du 20/01/2012, « Espagne : un secteur bancaire remodelé de fond en comble ».

Focus

Les prêts à 3 ans de la BCE sont-ils efficaces ?

- Les opérations récentes de refinancement à long terme (ORLT) de la BCE ont considérablement réduit les risques de liquidité dans la zone euro.
- Si la situation sur le marché monétaire s'est améliorée, l'impact sur les marchés de la dette a aussi été significatif au premier trimestre 2012.
- Mais les effets sur l'économie réelle se font attendre. Persistante, la faiblesse du crédit ne reflète pas tant la restriction de l'offre que de la pusillanimité des emprunteurs.
- Dans un contexte d'excédent considérable de liquidités et de taux d'intérêt extrêmement bas, de nouvelles mesures de la part de la BCE ne pourront avoir qu'un effet marginal.
- En revanche, une action de plus grande envergure peut et doit être engagée au niveau des Etats et de l'UE.

A la fin de l'année 2011, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de procéder à deux opérations de refinancement à long terme (ORLT) d'une échéance de trois ans. La BCE a lancé ces deux opérations exceptionnelles en réponse à l'aggravation, dans les derniers mois de 2011, des tensions sur le financement des banques, notamment au sud de la zone euro. Les échéances du premier trimestre 2012 (tombées de dette...), particulièrement importantes, ont ainsi pu être honorées sans encombre. Compte tenu du poids des banques dans le financement de l'économie européenne (75% contre seulement 25% aux Etats-Unis), la BCE aura ainsi très largement œuvré contre le risque d'asphyxie.

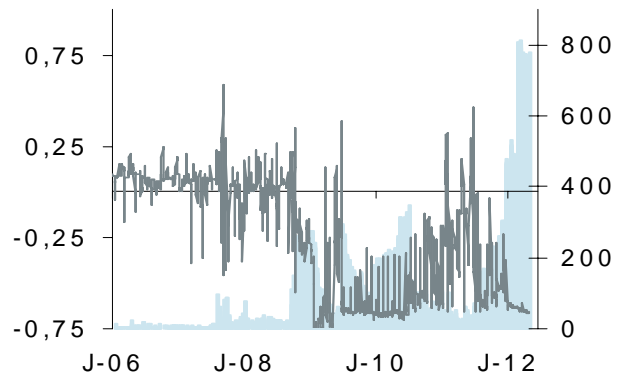
De l'oxygène pour les institutions financières...

En deux opérations, la BCE a prêté près de 1000 MdEUR à trois ans, accroissant sensiblement la taille de son bilan. Ces injections, ainsi que l'abaissement du coefficient des réserves obligatoires, ont considérablement accru l'excédent de liquidité des banques¹ et contribué à faire reculer les tensions qui s'exerçaient sur leur financement. Le risque perçu par le marché a reflué tout au long du premier trimestre 2012, comme en témoigne le repli des CDS. Les spreads BOR-OIS, qui sont un indicateur des tensions sur le marché monétaire, ont reflué ; ils demeurent néanmoins au-dessus de leurs niveaux du premier semestre 2011. Le taux Eonia, est faible, très proche du taux de la facilité de dépôt (0,25%), alors qu'en temps normal il fluctue autour du taux *refi* (graphique 1).

¹ Liquidité injectée dans le cadre des opérations d'open mark - réserves obligatoires + facteurs autonomes.

Liquidité vs eonia

■ Excédent de liquidité ; — ■ Ecart Eonia-Refi

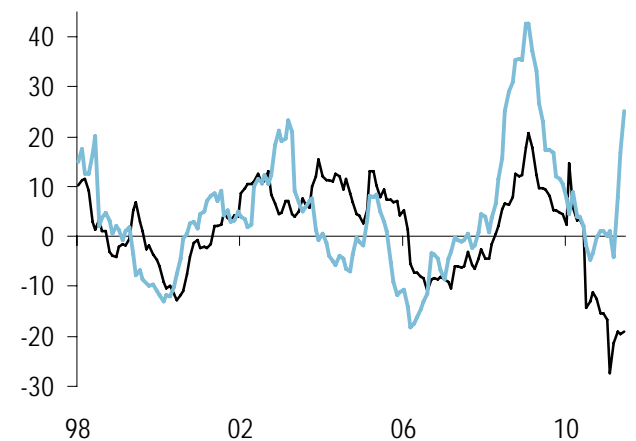


Graphique 1

Sources : BCE, Reuters

Hausse des achats de titres d'Etat

Portefeuille de dettes souveraines détenues par les IMF, variation %
; — Pays du « centre » de l'UEM ; — Pays de la périphérie de l'UEM



Graphique 2

Source : BCE

... et pour les Etats

Les prêts de la BCE ont répondu aux besoins de financement bancaires mais pas seulement. Ils ont aussi créé une forte incitation à réinvestir la dette des Etats, du moins ceux à « spread élargi ». En effet, les taux d'intérêt de plusieurs titres de la dette souveraine, de la dette bancaire senior et de certaines obligations d'entreprise sont nettement supérieurs au taux attendu sur les ORLT à 3 ans. Ce taux est calculé sur la base du taux de soumission minimum moyen (ou taux « refi ») des opérations principales de refinancement sur la durée de vie de l'opération concernée. Même en supposant que la BCE maintienne son taux

directeur inchangé jusqu'à la fin de 2014 et qu'elle augmente ensuite progressivement le *refi* de 25 pb tous les trimestres, le taux réel de la LTRO à 3 ans dépasserait à peine 1,25 %. Ces avantages seraient encore plus importants si la BCE décidait de consentir un nouveau geste sur les taux dans un contexte de détérioration sensible de la situation économique.

Les rendements des obligations souveraines périphériques ont baissé au cours du T1 2012. La BCE publie des données sur les achats, par des institutions monétaires et financières (IMF), de titres de la dette souveraine émis dans la zone euro. Ces données ne sont pas ventilées par Etat émetteur, mais plusieurs études montrent que ces IMF privilégient la dette émise par leur propre pays. Depuis la fin de l'année dernière, les IMF des pays périphériques ont considérablement augmenté leurs avoirs en titres de la dette souveraine, tandis que leur détention par les IMF des pays du noyau dur a sensiblement reculé (voir graphique 2).

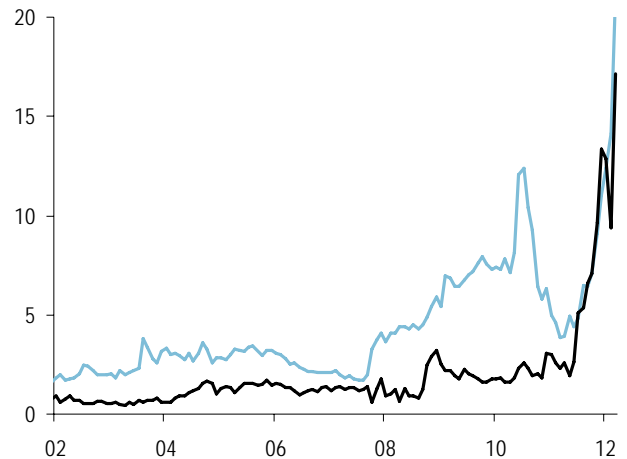
Comme on pouvait s'y attendre, les flux de liquidités de la banque centrale en direction des pays périphériques ont nettement augmenté. Jusqu'à la fin du T3 2011, les établissements bancaires portugais, irlandais et grecs étaient les principaux demandeurs de liquidité BCE. Cependant, depuis la fin de l'année dernière, la demande des banques italiennes et espagnoles est également en progression. Avant la crise, la liquidité allouée dans ces deux pays par la BCE représentait de 1 à 2 % du PIB. En mars 2012 (derniers chiffres disponibles), ce pourcentage est passé à 16 % du PIB en Italie et autour de 20 % en Espagne (voir graphique 3). Comme nous l'avons souligné plus haut, les deux LTRO ont manifestement représenté une bonne opportunité. Entre novembre 2011 et février 2012, le stock de titres de dette souveraine détenu par les IMF italiennes et espagnoles a augmenté, respectivement, de 54 MdEUR et de 68 MdEUR, soit une hausse de 22 % dans le premier cas et de 38 % dans le second. Le portefeuille de titres souverains détenu par les IMF de l'ensemble de la zone euro a augmenté de 115 MdEUR sur la même période, soit 22 % de l'accroissement net de liquidités permis par les deux LTRO². Par conséquent, les mesures exceptionnelles prises par la BCE ont eu des effets similaires aux opérations de détente quantitative adoptées par la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale.

Cependant, une demande soutenue de liquidités BCE peut également être le signe de la difficulté des banques à accéder au marché interbancaire. En mars, la demande de liquidité par les pays périphériques représentait plus de 70 % du montant total demandé par la zone euro dans son ensemble, un niveau extrêmement élevé sachant que ces économies ne pèsent pas

² L'augmentation nette des liquidités au titre des deux opérations à 3 ans (liquidité injectée moins montants arrivés à échéance) est de l'ordre de 520 MdEUR. En supposant que 115 MdEUR ont été affectés à l'achat de titres de la dette souveraine, ces opérations de refinancement exceptionnelles couvrent plus de 60 % de la dette bancaire arrivant à échéance en 2012 (environ 630 MdEUR selon le FMI).

■ L'Italie et l'Espagne au guichet

Liquidité BCE en % du PIB
— Italie ; — Espagne



Graphique 3 Sources Banques centrales nationales, Eurostat

plus de 32 % du PIB de la zone. De toute évidence, l'exposition accrue des IMF des pays périphériques à la dette souveraine de leur Etat risque fort de les fragiliser encore plus.

Crédit : des effets plus long à venir

En dépit de ces effets secondaires, la BCE a probablement évité une crise du crédit. Les conditions de financement du secteur bancaire se sont améliorées. Toutefois, les effets sur l'économie réelle tardent à se faire sentir. Compte tenu de l'évolution récente de la politique monétaire, le taux de croissance annuel de M3, deuxième pilier de la politique monétaire de la BCE, était de 3,2 % en mars, au plus haut depuis juin 2009. Une bonne nouvelle *a priori* qui traduit un resserrement moins marqué des conditions monétaires. Cependant, l'analyse des contreparties de M3 est moins encourageante. En effet, les prêts aux ménages comme aux sociétés non financières (SNF) ont poursuivi leur repli. Le taux de croissance annuel du crédit au secteur privé est tombé à 0,6 % en mars 2012, au plus bas depuis juin 2010. En revanche, le financement des administrations publiques s'est renforcé. Il était en hausse de 7,3 % g.a. en mars contre 5,6 % et 4,5 % au cours des deux mois précédents, essentiellement via l'augmentation des achats des titres émis par les administrations publiques de la zone, ce qui n'a rien de surprenant compte tenu de l'analyse ci-dessus.

Comme le montre la répartition par pays, le crédit se situe à des niveaux extrêmement bas dans les pays périphériques, où il ne cesse de reculer. En revanche, la situation est bien meilleure dans les pays du noyau dur. On retrouve cette même hétérogénéité concernant les taux d'intérêt des nouveaux prêts accordés aux SNF, qui sont bien plus élevés dans les pays périphériques que dans ceux du noyau dur (voir graphique 4).

Il est assez difficile de faire la part des choses entre les facteurs liés à l'offre ou à la demande, pour expliquer le ralentissement du

crédit et la divergence des taux d'intérêt des prêts au secteur privé. Les mesures d'austérité vont, sans aucun doute, freiner la demande intérieure dans plusieurs pays, réduisant de ce fait la demande de crédit. Dans ce contexte, les écarts de taux d'intérêt s'expliquent par des primes de risque plus élevées demandées par les établissements pour compenser l'augmentation du risque de défaut. Toutefois, la faiblesse structurelle de certains de ces établissements pourrait aussi engendrer un certain type de restriction du crédit.

L'enquête de la BCE relative à la distribution du crédit bancaire montre que le resserrement des conditions du crédit s'est nettement atténué au T1 2012 selon les banques, qui s'attendent à un nouvel assouplissement au T2. Elles indiquent par ailleurs que leur accès au marché et leur position de liquidité se sont considérablement améliorés. Face aux progrès enregistrés sur le plan de l'offre, les banques restent confrontées à de sérieux problèmes du côté de la demande. Les demandes de prêt se situaient à un niveau extrêmement bas au T1 2012, principalement en raison du repli des besoins en vue de financer des investissements. Malgré un léger mieux, la situation devrait rester difficile au second trimestre selon l'enquête.

Action politique exigée

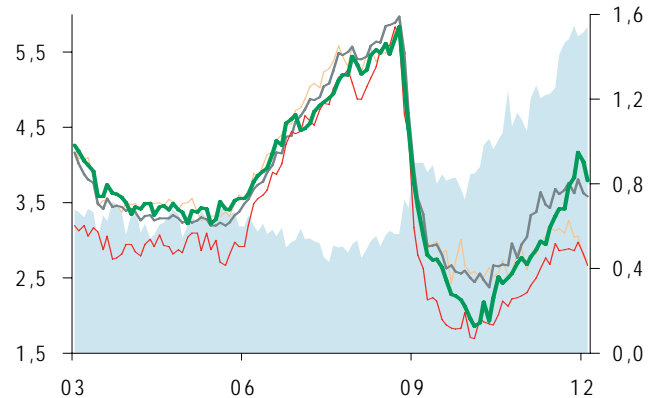
Au final, l'analyse des données ne permet pas de conclure que la pénurie de liquidités soit la cause du ralentissement de la croissance du crédit dans la zone euro. Si celle-ci était certainement un problème à la fin de l'année dernière, la situation à cet égard s'est sensiblement améliorée. Dans ces conditions, de nouvelles injections de liquidités et baisses des taux n'auront qu'un impact marginal. Il reste peu de marges de manœuvre du côté de la politique monétaire, même si un engagement de la Banque centrale à ne pas modifier les taux d'intérêt et à maintenir l'offre de liquidité aux banques dans le cadre actuel (taux fixe, allocation complète, probablement sur des échéances éloignées) pourrait contribuer à alléger les tensions. Cependant, des mesures visant à restaurer la confiance des entreprises et des ménages et à renforcer, si besoin est, le secteur bancaire ont plus de chances de porter leurs fruits.

A ce jour, les réponses des dirigeants de l'UE à la crise n'ont pas été aussi promptes ni aussi radicales que la situation l'exigeait. La zone euro est à présent dotée, il est vrai, d'un mécanisme de stabilisation pour faire face à ce type de crise. Toutefois, des doutes persistent concernant la taille du dispositif et la portée de sa mise en œuvre. L'évolution récente montre bien que les tensions sur les marchés de la dette sont loin d'être apaisées. Il faut dire que l'absence de vision claire concernant une solution à long terme pour la zone euro (comme la transformation de l'UEM en union budgétaire) n'arrange pas les choses, même si certaines mesures ont été prises sur ce plan. En effet, il ne peut y avoir de mutualisation au sein de l'UEM sans confiance mutuelle. Le pacte budgétaire va dans ce sens, mais les chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE sont encore loin de parvenir à un accord sur une intégration plus étroite.

■ Crédit moins facile à la périphérie

Taux d'intérêt sur les nouveaux prêts aux SNF

■ Ecart-type (rhs) ; — Allemagne ; — France ; — Italie ; — Espagne



Graphique 4

Sources : BCE, BNPP


Les autorités nationales ont pris des mesures pour assainir la situation sur le plan budgétaire (condition préalable à la croissance) et stimuler la croissance à long terme par le biais de réformes structurelles. Ces mesures ne produiront d'effets qu'à moyen terme. Sur le court terme, toutefois, les plans d'austérité risquent d'aggraver le problème du ralentissement de la demande. Les investissements en infrastructures ou en éducation pourraient être soutenus par une meilleure utilisation des Fonds structurels européens ou des financements de la Banque européenne d'investissement. Compte tenu de la morosité de la demande intérieure, tout investissement susceptible d'éliminer certains goulets d'étranglement au sein de l'économie sera le bienvenu. Une plus grande flexibilité sur le plan budgétaire pourrait aussi être nécessaire. En effet, la récession risque d'être bien plus sévère que prévu et les gouvernements, malgré les mesures prises pour réduire leurs déficits, auront du mal à atteindre leurs objectifs budgétaires.

Dans ces conditions, l'adoption de nouveaux plans d'austérité pour atteindre les objectifs de réduction de la dette ne peut qu'aggraver les choses. La Commission européenne et les responsables de l'UE devraient reconnaître les efforts consentis par les autorités nationales dans un environnement économique difficile au lieu d'exiger de nouvelles mesures. Cela permettrait d'apaiser quelque peu les marchés financiers qui, chaque fois qu'un pays ne tient pas ses objectifs, deviennent extrêmement nerveux. Malheureusement, dans la période actuelle, les autorités nationales doivent prendre des décisions douloureuses pour remédier à leurs déséquilibres budgétaires et stimuler la croissance à long terme, sans obtenir aucun effet positif, dont le premier devrait être une réduction draconienne des taux d'intérêt. La balle est désormais dans le camp des responsables de l'UE.

A suivre du 14 au 18 Mai 2012


Lundi 14 Mai 2012

ZONE EURO : Production industrielle (mars)


 En février, la production industrielle avait augmenté de 0,8% m/m. La production pourrait avoir, à nouveau, progressé en mars, à un rythme, toutefois, plus modéré.

Mardi 15 Mai 2012

ETATS-UNIS : IPC (avril)

 Grâce au recul des prix du pétrole l'IPC est probablement resté inchangé en avril, ramenant le taux d'inflation de 2,6% à 2,3%. Avec une hausse mensuelle des prix hors énergie et alimentaire limitée à 0,2%, le glissement annuel devrait être resté stable, à 2,3%.


ETATS-UNIS : Ventes de détail (avril)

 Baisse des prix du pétrole, faibles ventes automobiles, contre-coup d'un mois de mars plus chaud qu'à l'accoutumée seront les raisons d'un résultat négatif pour les ventes de détail en avril, performance qui ne manquera pas d'être corrigée aussi tôt qu'en mai.


ZONE EURO : Estimation flash du PIB T1 2012

 Le PIB s'est contracté de 0,3% t/t au T4 2011. Les enquêtes conjoncturelles signalent une nouvelle baisse d'environ 0,2% t/t du PIB au T1 2012.


ALLEMAGNE : PIB (T1 2012)

 Le PIB, en repli de 0,2% t/t au dernier trimestre 2011, a vraisemblablement renoué avec une orientation positive au premier trimestre 2012. La croissance, proche de 0,2% t/t, reste néanmoins modeste.

FRANCE : PIB (T1 2012)


 Le PIB est attendu en recul de 0,2% au premier trimestre. Après avoir surpris à la hausse au quatrième trimestre, le PIB ne devrait, en effet, pas résister une nouvelle fois à la détérioration des enquêtes de confiance et à la baisse de la production.

FRANCE : IPC (avril)


 L'inflation devrait se modérer en avril, la totale (+0,1% sur le mois, +2,1% en glissement annuel) comme la sous-jacente (+0,1% sur le mois, +1,5% sur 1 an) à la faveur d'une augmentation moins rapide des prix de l'énergie et des produits manufacturés.

Mercredi 16 Mai 2012

JAPON : Commandes de machines (mars)

 Les commandes privées de machines (hors éléments volatils) devraient avoir diminué de 3,5% m/m en mars après des gains importants les mois précédents. Les commandes ont été soutenues par les dépenses en infrastructures.

JAPON : Indice tertiaire (mars)


 L'indice tertiaire pourrait augmenter de 0,2% m/m en mars, les ventes au détail rebondissant après leur forte baisse (- 1,4%) du mois précédent.

ZONE EURO : Inflation (estimation finale, avril)

 L'estimation finale de l'inflation du mois d'avril devrait confirmer la première estimation (2,6%). L'inflation sous-jacente devrait avoir légèrement augmenté, tandis que les prix énergétiques se sont probablement modérés.

Jeudi 17 Mai 2012

JAPON: PIB (T1)

 Le PIB pourrait avoir augmenté de 0,9% t/t au T1, stimulé par des facteurs temporaires (année bissextile et rétablissement des subventions sur les voitures écologiques).

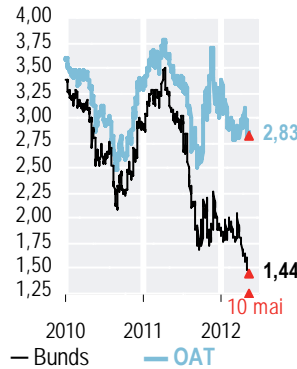
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 7-5-12 au 10-5-12

➤ CAC 40	3 162	▶ 3 130	-1,0 %
➤ S&P 500	1 369	▶ 1 358	-0,8 %
➤ Volatilité (VIX)	19,2	▶ 18,8	-0,3 %
➤ Euribor 3m (%)	0,70	▶ 0,69	-0,7 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	0,47	▶ 0,47	+0,1 pb
➤ OAT 10a (%)	2,85	▶ 2,83	-1,9 pb
➤ Bund 10a (%)	1,51	▶ 1,44	-6,9 pb
➤ US Tr. 10a (%)	1,88	▶ 1,85	-2,9 pb
➤ Euro-dollar	1,31	▶ 1,30	-1,2 %
➤ Or (once, \$)	1 638	▶ 1 594	-2,7 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	112,4	▶ 112,8	+0,4 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 12	+bas 12	Rendements (%)	+haut 12	+bas 12
€ BCE	1,00	1,00 le 02/01	1,00	le 02/01	
Eonia	0,35	0,40 le 03/01	0,34	le 25/04	
Euribor 3m	0,69	1,34 le 02/01	0,69	le 10/05	
Euribor 12m	1,28	1,94 le 02/01	1,28	le 10/05	
\$ FED	0,25	0,25 le 02/01	0,25	le 02/01	
Libor 3m	0,47	0,58 le 03/01	0,47	le 16/04	
Libor 12m	1,05	1,13 le 04/01	1,05	le 18/04	
£ Bque Angl	0,50	0,50 le 02/01	0,50	le 02/01	
Libor 3m	1,01	1,09 le 12/01	1,01	le 10/05	
Libor 12m	1,86	1,90 le 25/01	1,86	le 11/04	

Au 10-5-12

€ Moy. 5-7a	2,82	3,67 le 09/01	2,65	le 13/03
Bund 2a	0,08	0,33 le 20/03	0,08	le 09/05
Bund 10a	1,44	2,04 le 20/03	1,44	le 09/05
OAT 10a	2,83	3,37 le 06/01	2,79	le 01/03
Corp. BBB	4,53	6,25 le 02/01	4,47	le 02/04
\$ Treas. 2a	0,27	0,39 le 20/03	0,21	le 26/01
Treas. 10a	1,85	2,38 le 19/03	1,80	le 31/01
Corp. BBB	3,79	4,30 le 03/01	3,75	le 08/05
£ Treas. 2a	0,43	0,54 le 14/03	0,35	le 31/01
Treas. 10a	1,90	2,36 le 16/03	1,82	le 09/05

Au 10-5-12

Rendements 10a € et spreads

23,96%	Grèce	2251 pb
11,09%	Portugal	964 pb
6,92%	Irlande	547 pb
6,01%	Espagne	456 pb
5,52%	Italie	408 pb
3,33%	Belgique	188 pb
2,83%	France	138 pb
2,48%	Autriche	103 pb
2,09%	P-Bas	65 pb
1,90%	Finlande	45 pb
1,44%	Allemagne	

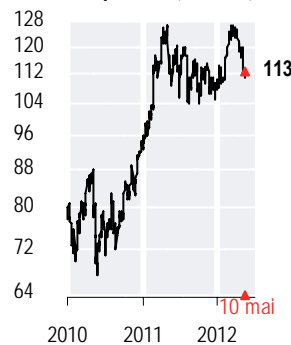
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 12	2012(€)	Variations
Pétrole, Brent	113	108 le 02/01	+4,4%
Or (once)	1 594	1 575 le 02/01	+1,4%
Métaux, LME	3 448	3 297 le 05/01	+4,5%
Cuivre (tonne)	8 207	7 488 le 09/01	+8,3%
CRB Aliments	418	418 le 09/05	-3,9%
Blé (tonne)	227	223 le 18/01	-2,4%
Mais (tonne)	243	231 le 18/01	-4,6%

Au 10-5-12

Variations

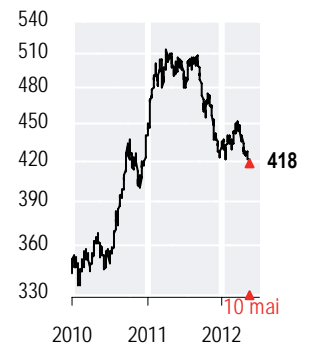
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 12	+bas 12	2012	Variations
USD	1,30	1,35 le 24/02	1,27 le 13/01	-0,2%
GBP	0,80	0,85 le 24/02	0,80 le 10/05	-4,0%
CHF	1,20	1,22 le 04/01	1,20 le 27/04	-1,0%
JPY	103,62	110,76 le 27/03	97,21 le 16/01	+3,7%
AUD	1,28	1,29 le 09/05	1,22 le 16/02	+1,2%
CNY	8,18	8,48 le 24/02	7,99 le 13/01	+0,2%
BRL	2,53	2,53 le 03/05	2,24 le 06/02	+4,6%
RUB	39,04	41,70 le 02/01	38,40 le 15/03	-6,4%
INR	69,19	70,29 le 03/05	63,89 le 03/02	+0,4%

Au 10-5-12

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 12	+bas 12	2012	2012(€)	Variations
CAC 40	3 130	3 595 le 16/03	3 098 le 23/04	-0,9%	-0,9%	
S&P500	1 358	1 419 le 02/04	1 258 le 02/01	+8,0%	+8,2%	
DAX	6 518	7 158 le 16/03	6 017 le 09/01	+10,5%	+10,5%	
Nikkei	9 010	10 255 le 27/03	8 378 le 16/01	+6,6%	+2,7%	
Chine*	57	62 le 29/02	53 le 02/01	+7,5%	+7,8%	
Inde*	370	454 le 21/02	348 le 02/01	+7,2%	+6,9%	
Bésil*	2 775	3 487 le 02/03	2 765 le 09/05	+2,9%	-1,7%	
Russie*	790	940 le 16/03	737 le 02/01	+1,4%	+7,3%	

Au 10-5-12

Variations

(1) Informations, renseignements : Tarik Rharrab (2) 95.56 ; Veary Bou (2) 05.27 ; Patrick Capellere (2) 95.57

* Indices MCSI

Nos articles les plus récents

MAI	4 mai	12-18	Vue d'ensemble	Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre sur le fil du rasoir La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro Quinze jours en France
			Focus	Pays-Bas : un pas de plus vers l'austérité
AVRIL	27 avril	12-17	Vue d'ensemble	France, les disparus de l'entre-deux tours La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
			Focus	Allemagne, frémissement immobilier
	20 avril	12-16	Vue d'ensemble	J-2 La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
			Focus	Pays-Bas : la fragilité du marché immobilier pèse sur l'économie
	13 avril	12-15	Vue d'ensemble	890 jours La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
	6 avril	12-14	Vue d'ensemble	Grippe espagnole La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
			Focus	France : un déficit budgétaire bien ciblé
MARS	30 mars	12-13	Vue d'ensemble	Espagne : plus dur que prévu La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro Quinze jours en France
			Focus	Suisse, vague à l'âme passager
	23 mars	12-12	Vue d'ensemble	Gouvernance européenne : l'histoire sans fin ? La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
			Focus 1 Focus 2	Royaume-Uni : un budget conservateur Stress test bancaires à l'américaine
	16 mars	12-11	Vue d'ensemble	BCE, quels sont les risques liés au surpoids ? La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro Quinze jours en France
	9 mars	12-10	Vue d'ensemble	Rigueur ne va pas sans croissance La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
	2 mars	12-09	Vue d'ensemble	Shopping à la BCE La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro Quinze jours en France
			Focus	PSI grec : à défaut du défaut
FEVRIER	24 février	12-08	Vue d'ensemble	La Grèce parée pour un nouveau départ La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro
	18 février	12-07	Vue d'ensemble	Ecart Nord-Sud La semaine aux Etats-Unis La semaine en zone euro Quinze jours en France
			Focus	Le président Obama trop optimiste ?

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	33.1.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
ECONOMIES OCDE		
Jean-Luc PROUTAT Responsable	33.1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Adjointe – Mondialisation, Etats-Unis, Canada	33.1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
▶ France, Belgique, Luxembourg Hélène BAUDCHON	33.1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
▶ Finances publiques, institutions européennes Frédérique CERISIER	33.1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
▶ Zone euro, Italie – Questions monétaires, modélisation Clemente De LUCIA	33.1.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
▶ Espagne, Portugal, Grèce Thibault MERCIER	33.1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
▶ Royaume-Uni, Irlande, Pays nordiques - Supervision des publications Caroline NEWHOUSE	33.1.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
▶ Allemagne, Autriche, Suisse Catherine STEPHAN	33.1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
▶ Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement - Retraites Raymond VAN DER PUTTEN	33.1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Laurent QUIGNON Responsable	33.1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Delphine CAVALIER	33.1.43.16.95.41	delphine.cavaliere@bnpparibas.com
Céline CHOLET	33.1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Laurent NAHMIA	33.1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com
ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS		
François FAURE Responsable	33.1.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe – Méthodologie, Chine, Vietnam	33.1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
▶ Afrique francophone Stéphane ALBY	33.1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
▶ Amérique latine, Turquie - Méthodologie Sylvain BELLEFONTAINE	33.1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
▶ Moyen Orient - Scoring (CRISTAL) Pascal DEVAUX	33.1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
▶ Russie et autres pays de la CEI – Matières premières Anna DORBEC	33.1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
▶ Asie Hélène DROUOT	33.1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
▶ Afrique anglophone et lusophone Jean-Loïc GUIEZE	33.1.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
▶ Asie – Flux de capitaux Johanna MELKA	33.1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
▶ Amérique latine Valérie PERRACINO-GUERIN	33.1.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
▶ Europe centrale et orientale Alexandre VINCENT	33.1.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com

Nos publications

- Conjoncture traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- Conjoncture Taux Change assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- EcoWeek étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- EcoFlash est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- EcoTV, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.
- EcoTV Week, le rendez-vous hebdomadaire des économistes de BNP Paribas. Dans un format court, de deux minutes, le programme, présenté par un(e) économiste du groupe, passe en revue les événements de la semaine passée à venir. Ces vidéos sont disponibles sur notre site internet, en français et en anglais.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmis à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2012). Tous droits réservés