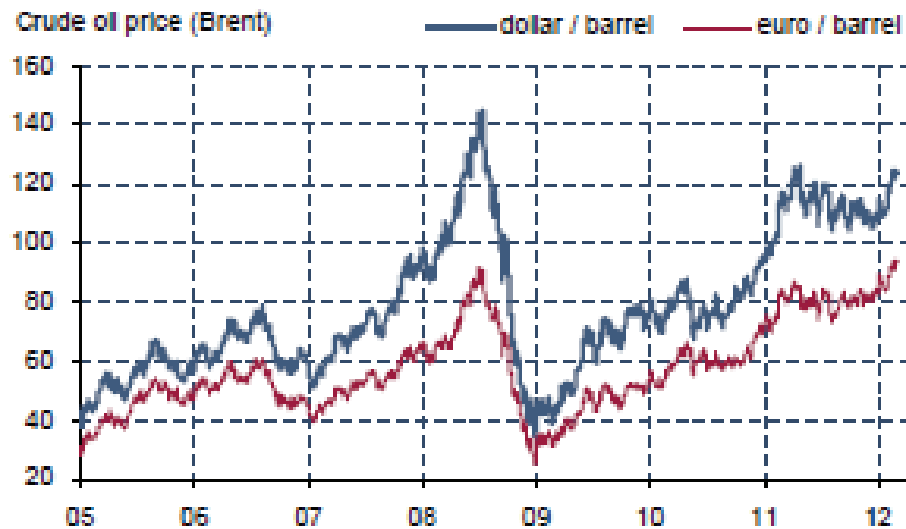
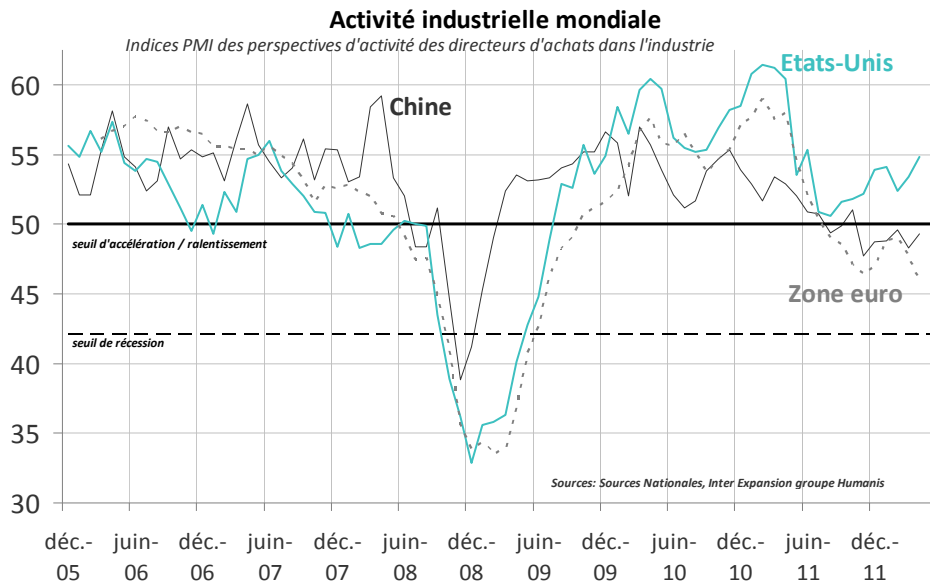


CONJONCTURE ECONOMIQUE ET MARCHES FINANCIERS

Mai 2012

► CROISSANCE MONDIALE MOLLE



■ Révision à la baisse de la croissance mondiale en 2012 à 3,3% (contre +4% estimé en septembre, source FMI)

- **En Europe** : récession se confirmant (baisse de la demande réduisant l'incitation à emprunter, poids des ajustements budgétaires, financement de certains Etats plus assuré dans des conditions normales)
- **Aux Etats-Unis** : amélioration de la situation (fragilités persistantes toutefois pour l'immobilier et l'emploi)
- **Ailleurs** : freinage de la croissance, un peu plus marqué qu'initialement escompté (point bas du cycle chinois qui paraît dépassé)

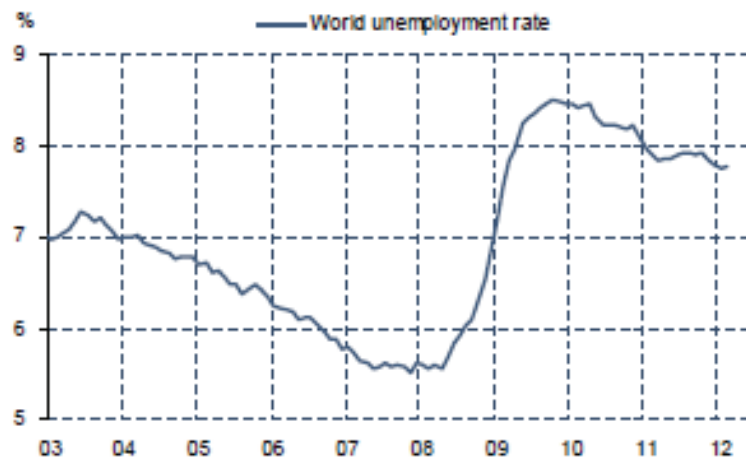
=> **Globalement, objectif majeur : soutenir la croissance plutôt que combattre l'inflation (sauf si le prix du pétrole augmente à nouveau)**

■ Risques liés à l'endettement des économies matures toujours présents :

- **Zone euro**: défaut « organisé » de la Grèce acté mais tensions et risques d'insolvabilité toujours importants au Portugal, en Espagne, en Italie (à moyen terme, l'Italie étant toutefois mieux positionnée que l'Espagne)
- **Etats-Unis**: en 2012, prolongement des mesures de soutien aux ménages. Ensuite, incertitudes politiques quant à la voie fiscale choisie (élections en novembre 2012)

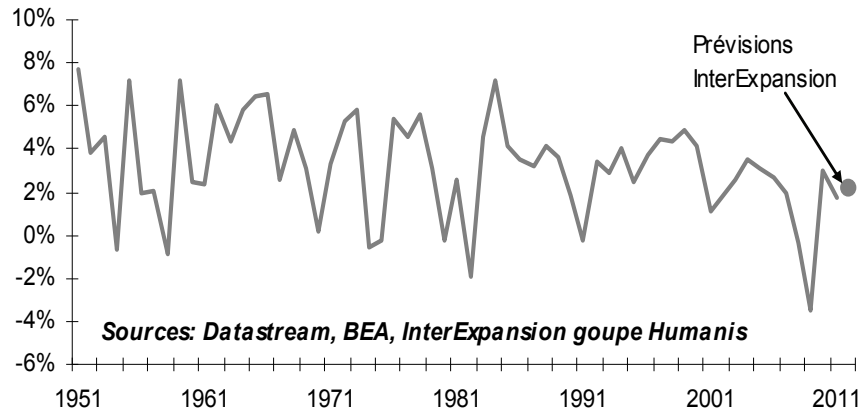
A noter que l'amélioration enregistrée depuis le début de l'année se poursuit aux Etats-Unis, en Allemagne

► **Situation économique mondiale (indicateurs conjoncturels)**
Pause dans la hausse du climat des affaires – Commerce mondial bien orienté
Chômage élevé (disparités régionales) – Inflation en ralentissement

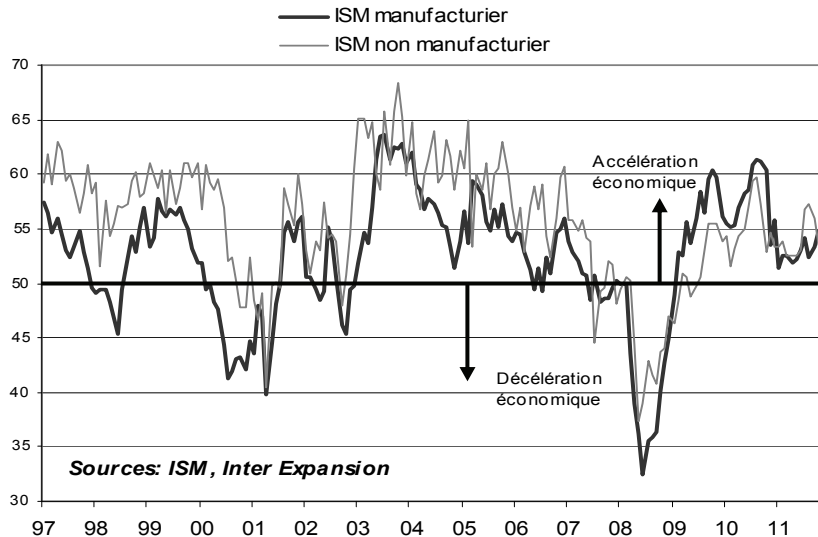


ETATS-UNIS : L'AMELIORATION SE POURSUIT

Etats-Unis: Taux de croissance annuelle du PIB
(en glissement annuel)



Etats-Unis: Indicateurs d'activité



■ **Scénario privilégié: croissance revue à la hausse à +2,2% en 2012 (contre +1,8% en décembre, +1,7% en 2011)**

- **Accélération de la croissance au T1-12** à +2,1% en GA (contre +1,6% au T4-11) (dynamisme de la demande intérieure)

- **Depuis le début de l'année** : maintien de la consommation privée et de l'investissement, rebond de l'ISM manufacturier (54,8 points en avril), créations d'emploi revenant sur des rythmes corrects (mais insuffisant pour faire baisser significativement le chômage), hausse d'indices de confiance

- **Existence de risques baissiers** (marché du travail avec lente baisse du chômage, marché immobilier, pas d'importantes réserves d'épargne des ménages, paralysie budgétaire et détérioration des finances publiques)

■ **La politique monétaire reste accommodante**

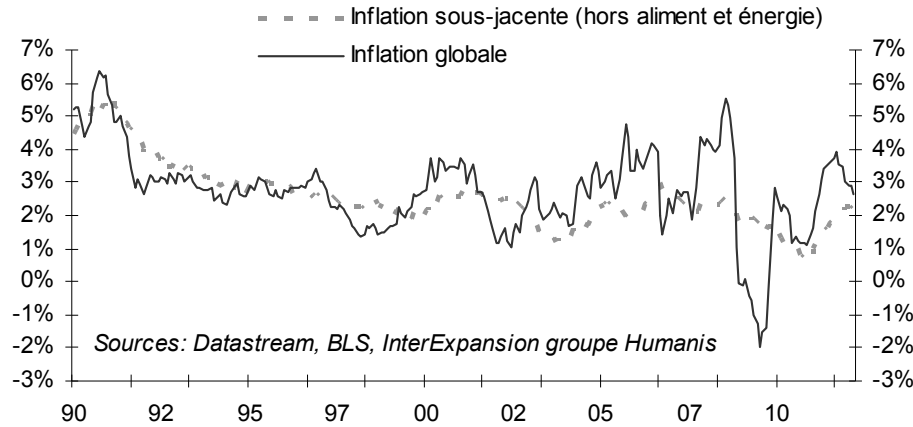
- **Evolution des outils de communication** pour ancrer les anticipations des investisseurs (cibles d'inflation à 2%)

- Confirmation de **taux directeurs bas jusqu'en 2014** (cible de taux Fed Funds comprise entre 0% et 0,25%)

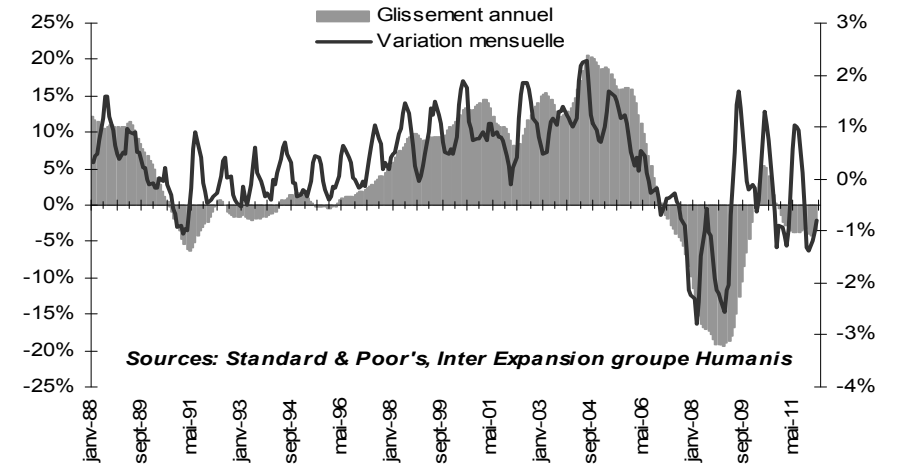
=> La Fed prendra de nouvelles mesures uniquement si l'économie venait à se dégrader à nouveau

▶ ETATS-UNIS : REPRISE CONFIRMEE

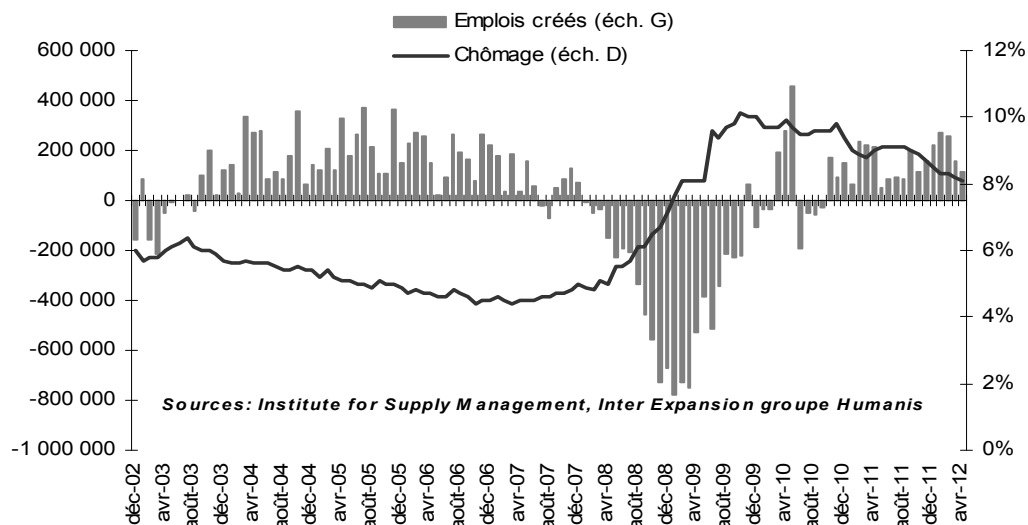
Etats-Unis: Indices des prix à la consommation depuis le début des années 90 (GA)



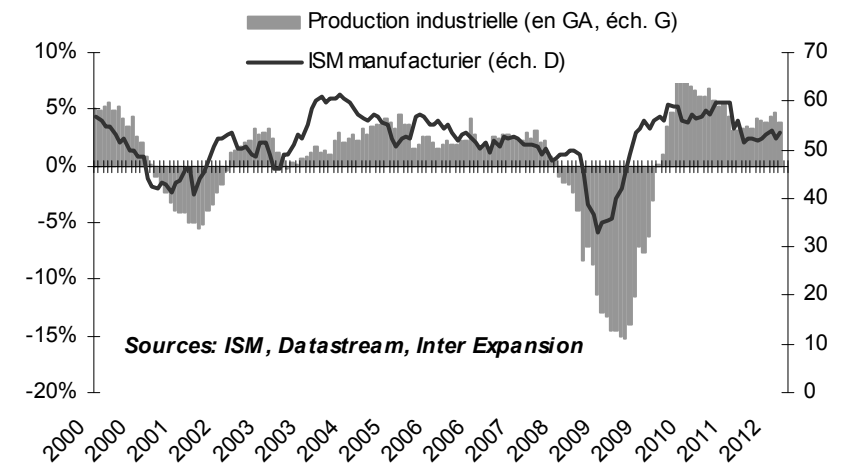
Etats-Unis: Evolution du prix des maisons dans les 10 plus grandes villes



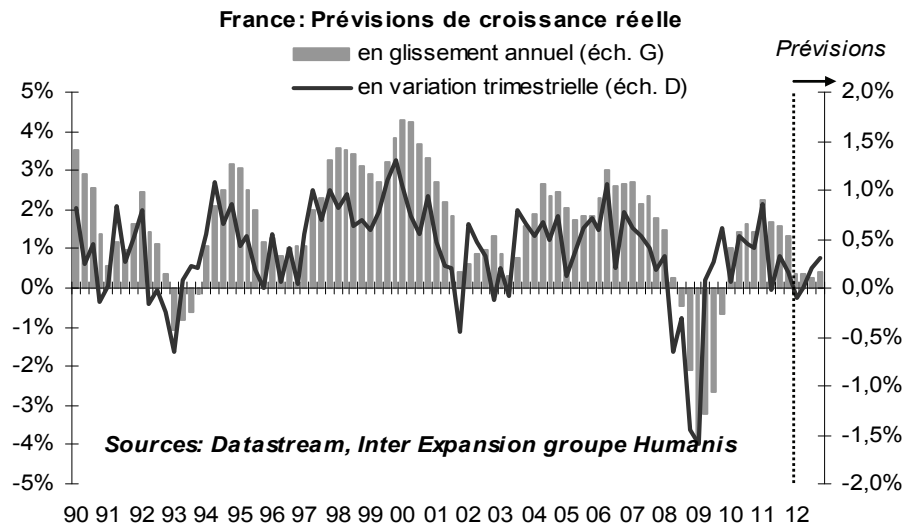
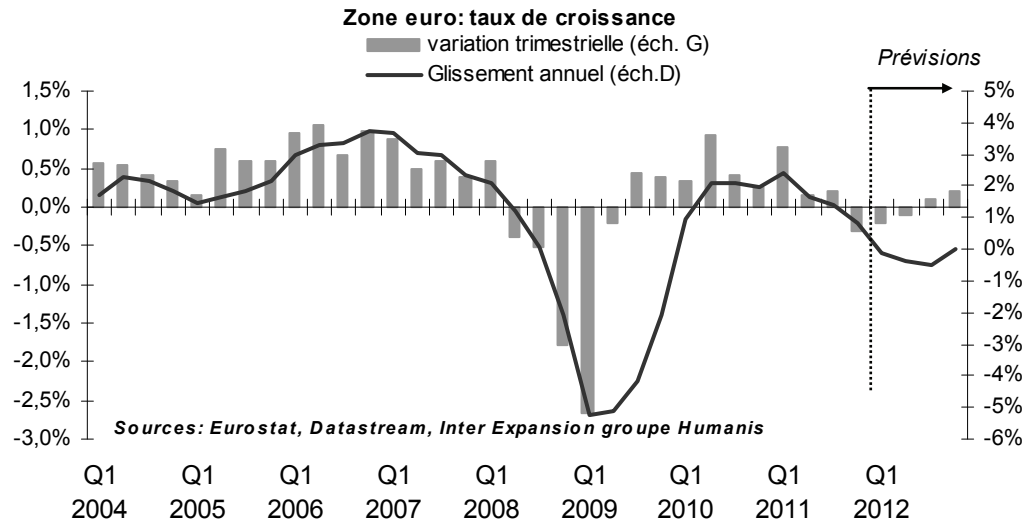
Etats-Unis: Taux de chômage et nouveaux emplois créés



Etats-Unis: Production industrielle et indicateur d'activité manufacturière



► ZONE EURO : LA RECESSION SE CONFIRME



■ **Scénario privilégié: croissance à nouveau révisée à la baisse pour 2012 à -0,3% (contre +0,4% en décembre, +1,6% en 2011)**

- **Impact direct de la crise des dettes souveraines sur l'économie réelle** via le système bancaire (assèchement du crédit), via l'assainissement supplémentaire des finances publiques (« trop d'impôt tue l'impôt »-, résultats d'élections)

A noter que même si l'Allemagne se redresse assez nettement depuis fin 2011, la croissance prévue en 2012 n'est que de 0,3%

→ **Vigilance sur la crise des dettes souveraines toujours d'actualité**

- Malgré un défaut « organisé » de la Grèce, solvabilité à moyen terme difficile à atteindre (plan d'assainissement basé sur une croissance de 2,4% en 2014) => vers un 3^{ème} plan ? Effacement total de la dette ?

- **Risque de contagion** accrue à d'autres pays (Portugal, Espagne, Italie)

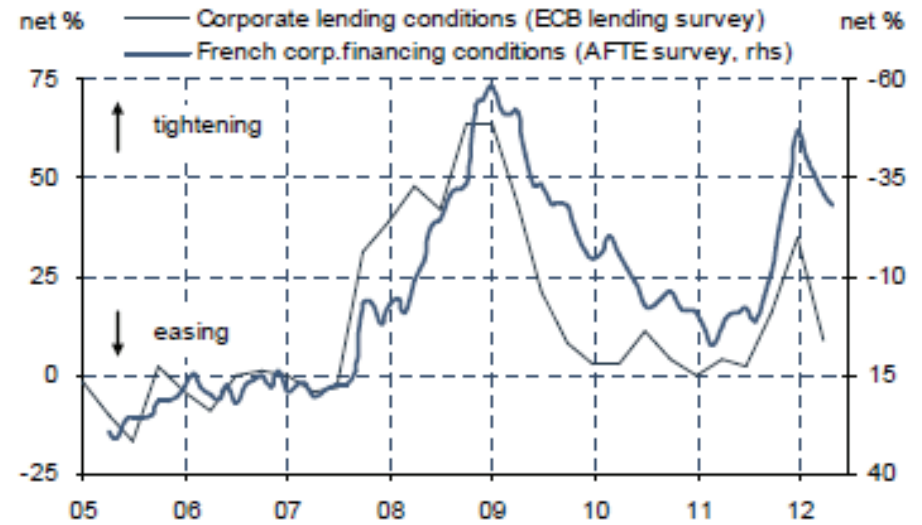
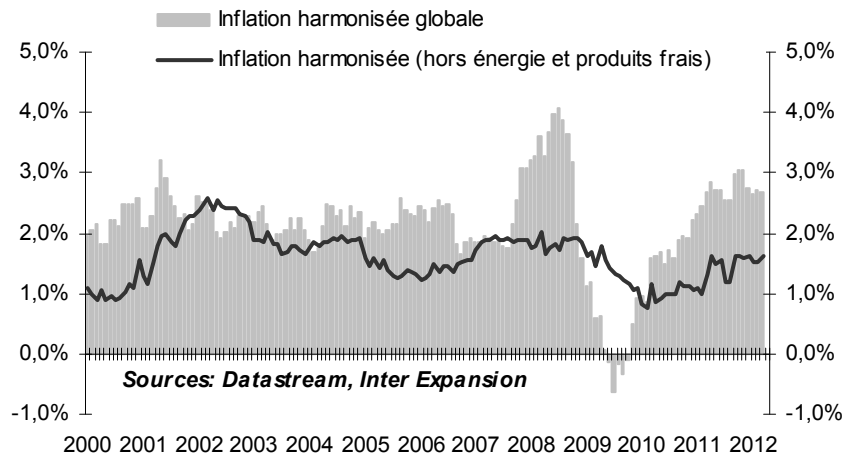
→ **La BCE** est présente pour éviter une crise de liquidité

- **Politique monétaire accommodante** avec des taux directeurs bas à 1%,

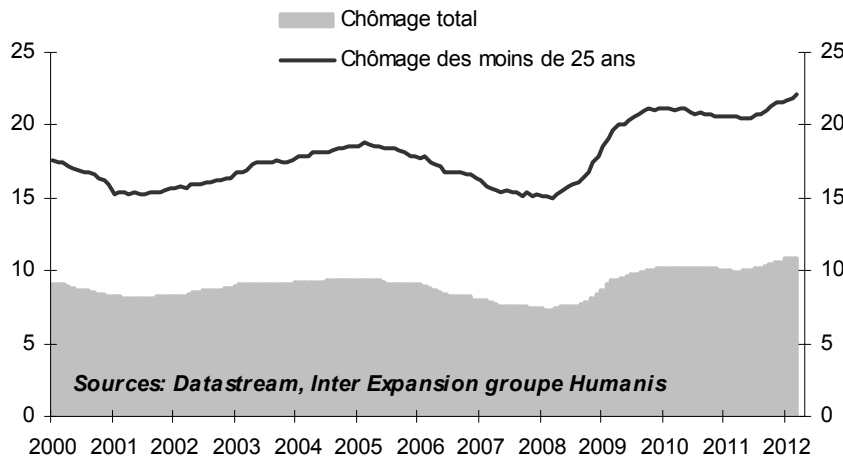
- Deux **refinancements à 3 ans** (LTRO – décembre 2011 et février 2012), actuellement sans effet sur l'économie réelle (crédit)

▶ ZONE EURO : REPLI DE L'ACTIVITE ET RALENTISSEMENT DES CREDITS

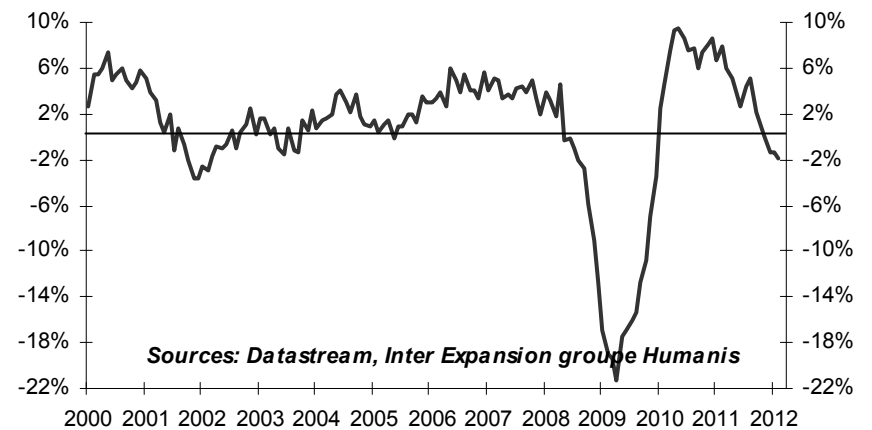
Zone euro: Inflation harmonisée (en glissement annuel)



Zone euro: Chômage (%)

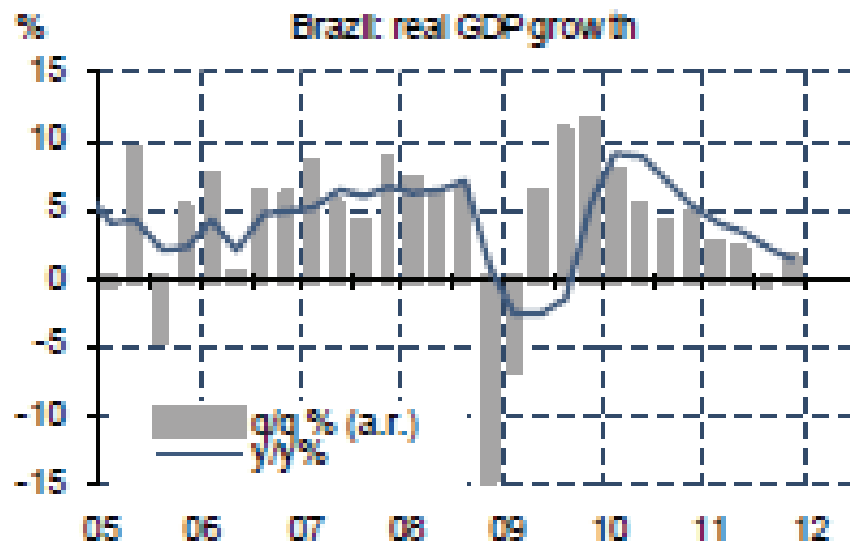
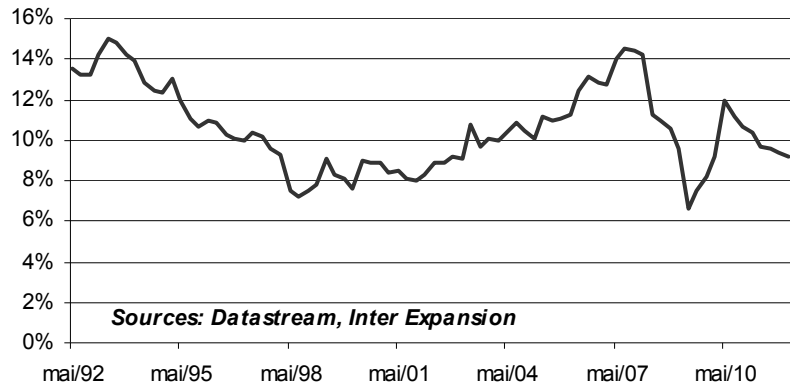


Zone euro: Production industrielle (hors construction, en glissement annuel)



► PAYS EMERGENTS (CHINE, INDE, BRESIL) RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ET CHOC EXTERNE

Chine: Evolution de la croissance réelle
(en glissement annuel)



■ **Chine: toujours le centre de gravité de la croissance mondiale même si dynamique de ralentissement maîtrisée et choc externe**

Ralentissement prévu du PIB en 2012 à 8,6% (contre 9,3% en 2011)

Principaux soutiens à la croissance: l'investissement puis, la consommation privée. Recul des exportations (notamment vers la zone euro)

Nouvel objectif de croissance à moyen terme des autorités : +7,5%

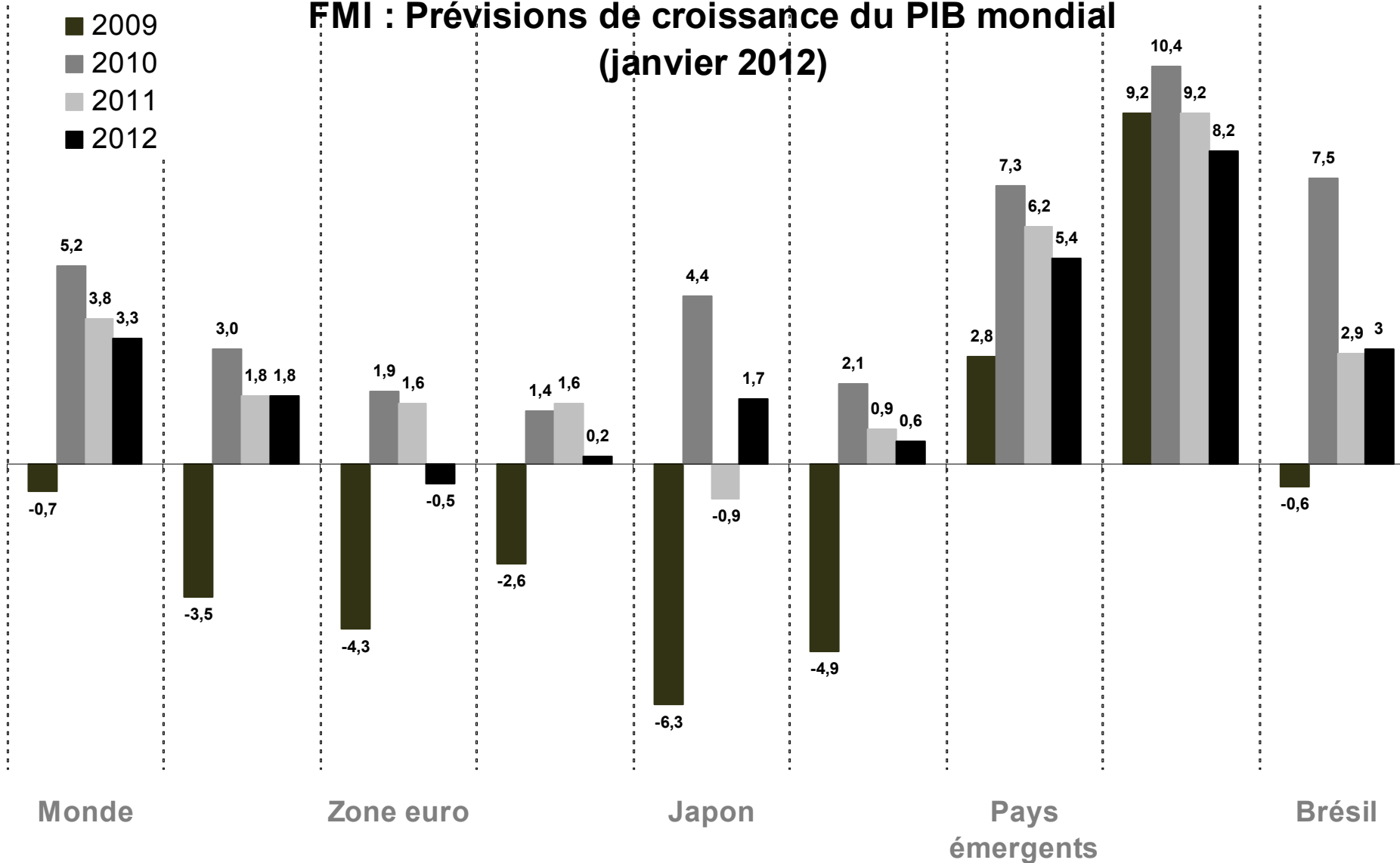
■ **Inde: croissance toujours très dynamique en 2012** (+7,0% en GA contre +7,4% en 2011). Bonne résistance de la croissance du fait de la demande intérieure solide

⇒ **Asie émergente** qui, sans pouvoir s'affranchir du ralentissement mondiale, reste le centre de gravité de la croissance mondiale (+7,3% en 2012 contre +7,9% en 2011)

■ **Brésil : stabilisation de la croissance autour de 3% en 2012**, après un net ralentissement enregistré depuis 2010 (+7,5%). Conforme à la forte contraction du PMI manufacturier initiée en juin 2011.

→ **Politiques monétaires** : tendance à la baisse des taux directeurs

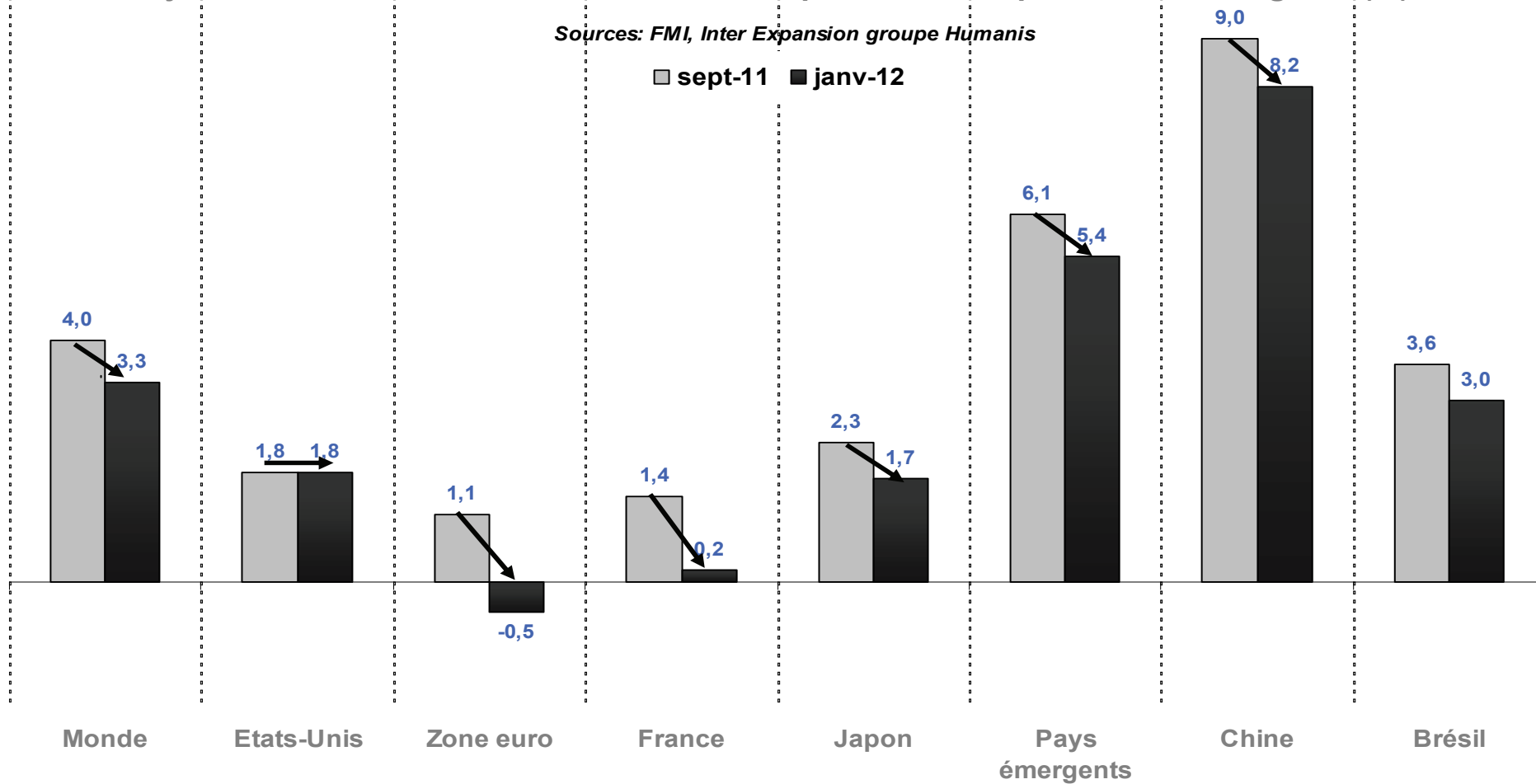
FMI : Prévisions de croissance du PIB mondial (janvier 2012)



Prévisions de croissance 2012 du FMI: Des révisions baissières entre septembre 2011 et janvier 2012, notamment en zone euro et, par contrecoup, dans les émergents: (%)

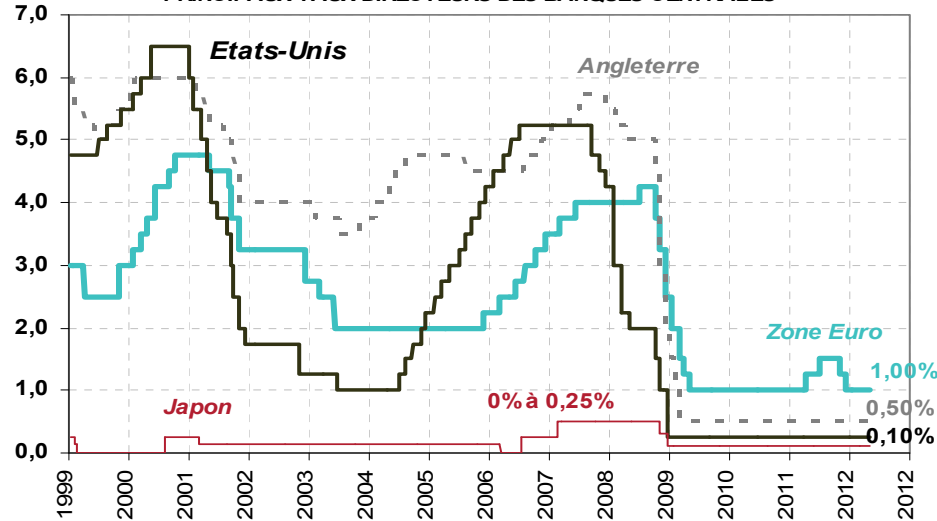
Sources: FMI, Inter Expansion groupe Humanis

■ sept-11 ■ janv-12

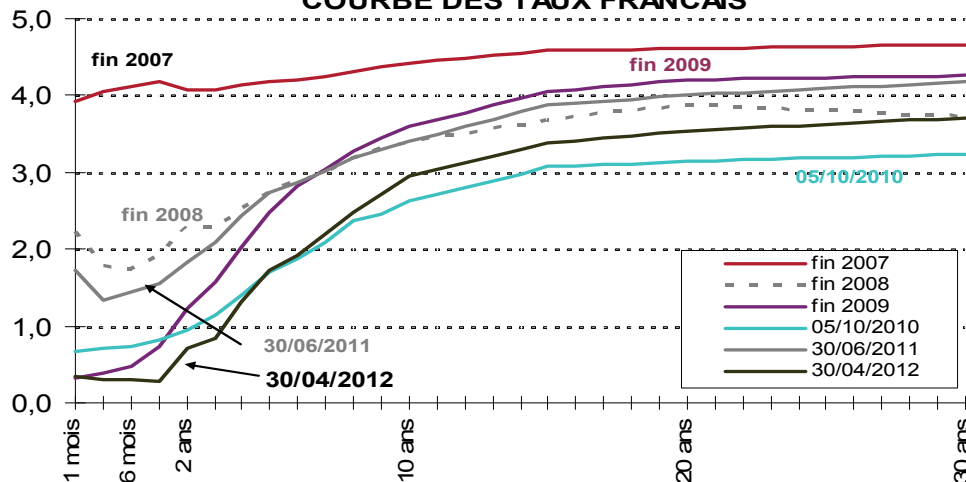


▶ TAUX MONÉTAIRES : LES MARCHÉS SONT INONDÉS DE LIQUIDITÉS ET LES TAUX DES BANQUES CENTRALES RESTERONT BAS « LONGTEMPS »... QUE DEMANDER DE PLUS ?

PRINCIPAUX TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES



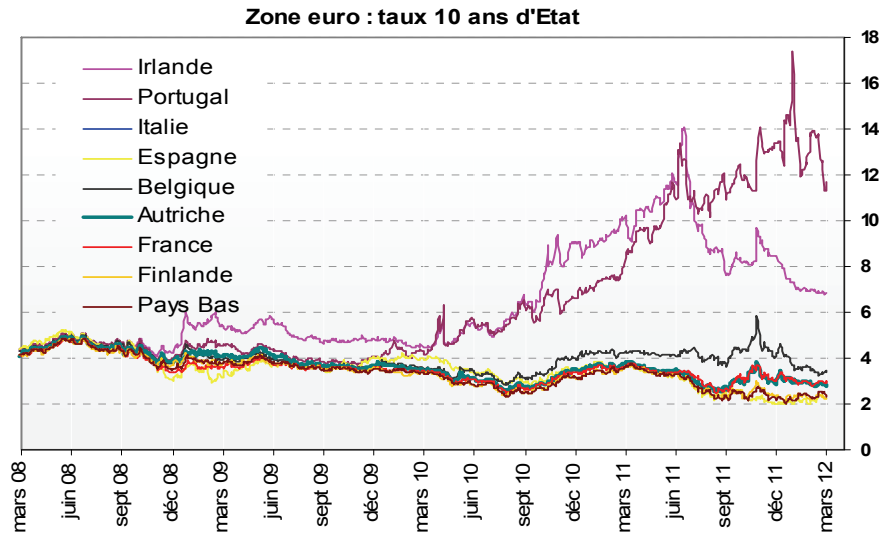
COURBE DES TAUX FRANÇAIS



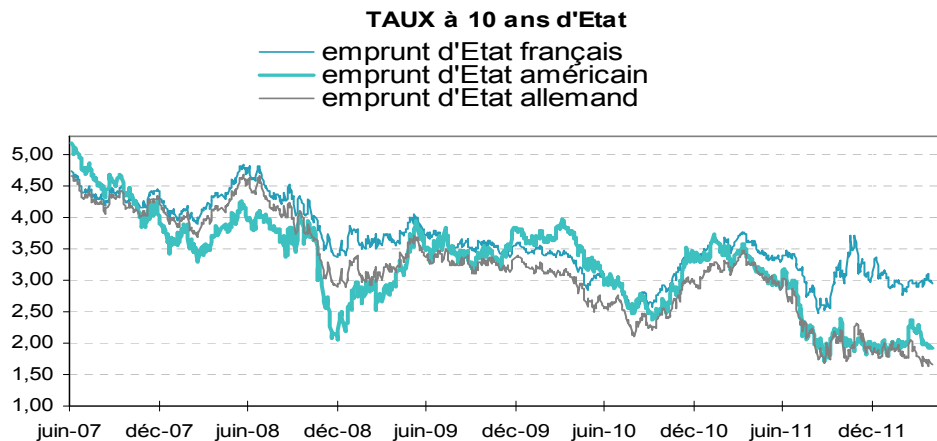
- Avec ses deux opérations de refinancement à 3 ans (LTRO de 489 mds d'euros le 20 décembre 2011 et 529,5 mds le 29 février 2012), la BCE garantit des liquidités « suffisantes » aux banques commerciales jusqu'en 2015 ! Même si une partie de ses liquidités est placée en dépôt à la BCE, elles devraient favoriser le financement des Etats et de l'économie.
- La BCE cesse « discrètement » ses achats directs d'emprunts d'Etat
- La BCE pourrait, dans un geste ultime, baisser ses taux directeurs : l'effet en serait surtout symbolique.
- Les risques inflationnistes n'inquiètent pas les banques centrales des pays développés qui ont donné du temps et des liquidités. Celles des pays émergents commencent aussi à assouplir leurs politiques monétaires

| Prévisions | EURIBOR 3m | EONIA |
|----------------|-------------|-------------|
| 30 avril 2012 | 0,71 | 0,35 |
| juin 2012 (p) | 0,60%-0,90% | 0,25%-0,50% |
| sept. 2012 (p) | 0,60%-0,90% | 0,30%-0,60% |

► TAUX LONGS : REAPPARITION DU RISQUE SOUVERAIN EN DEPIT D'UN TROP PLEIN DE LIQUIDITES



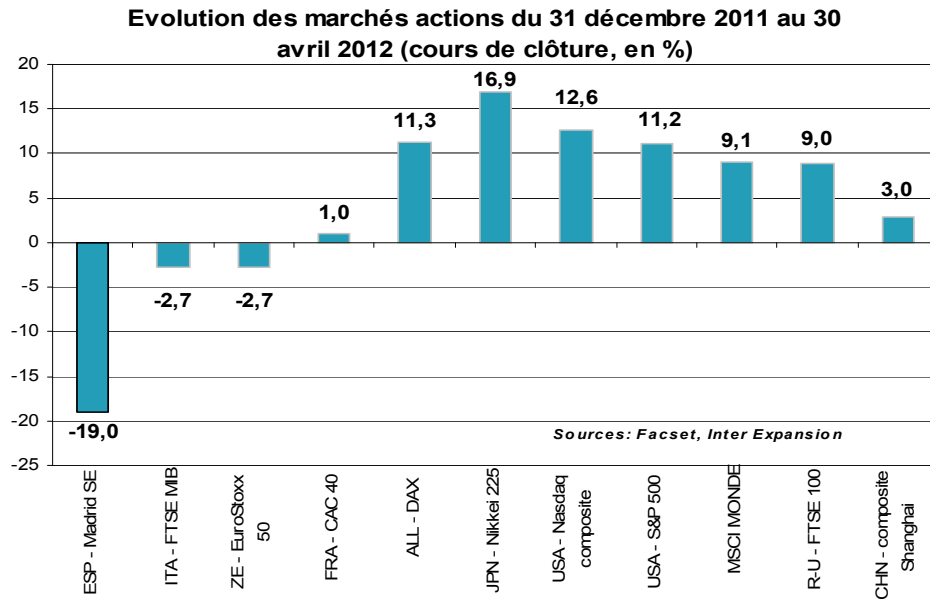
- Les dettes souveraines européennes profitent beaucoup des LTRO 3 ans de la BCE et des débuts de fédéralisme européen du suivi et contrôle budgétaire
- Les emprunts d'Etat allemands restent l'ultime valeur refuge avec des rendements historiquement très bas (10 ans à 1,66% et 2 ans à 0,15%). Les autres pays restent vulnérables à la mise en œuvre de leur plan d'austérité avec des périodes de correction comme pour l'Espagne en avril
- Les européens pourront-ils retrouver le chemin de la croissance et supporter les mesures d'austérité ? Ou bien encore, aller plus loin dans le fédéralisme par la force des choses et une nouvelle menace de crise financière ? Rien n'est encore certain pour les marchés
- Aux Etats-Unis, au-delà du plafond de la dette sans cesse repoussé, la croissance semble redevenir possible et confirme que le plus bas des taux a été atteint dans ce cas



Prévisions pour l'OAT à 10 ans

| | |
|-----------------------|----------------------|
| 30 avril 2012 | 2,96% |
| juin 2012 (p) | 3,00% - 3,50% |
| sept. 2012 (p) | 3,00%-3,50% |

► DES CRAINTES PLUS MARQUEES EN ZONE EURO



Faiblesse des marchés, impactés par la dégradation d'indicateurs économiques
Nouvelles craintes quant à la capacité de l'Europe de relancer sa croissance et sur sa discipline budgétaire

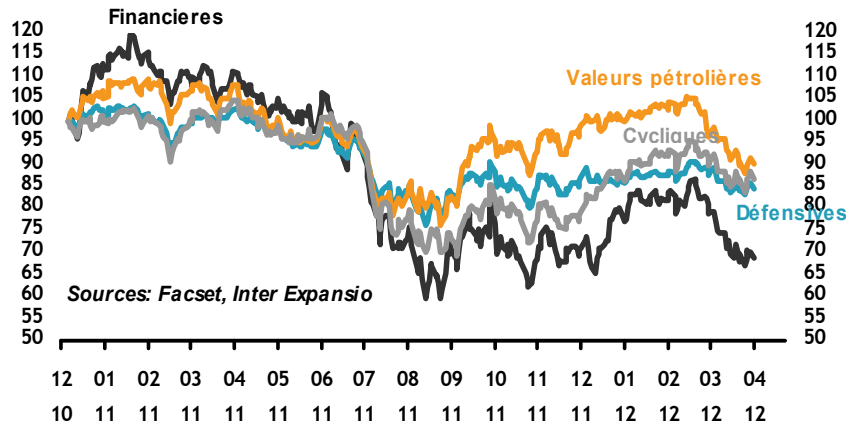
- Inquiétude sur la croissance en Europe (Espagne et Italie en récession ; pacte de croissance évoqué en complément du pacte budgétaire)
- Incertitudes politiques et risque de défaut en Grèce
- Inquiétude sur la reprise de la croissance mondiale : apparition de fortes disparités régionales (Etats-Unis, zone euro, Pays émergents)

A court terme : volatilité des marchés déclenchée par des statistiques économiques mitigées aux Etats-Unis et en Chine et des craintes de récession prolongée en zone euro

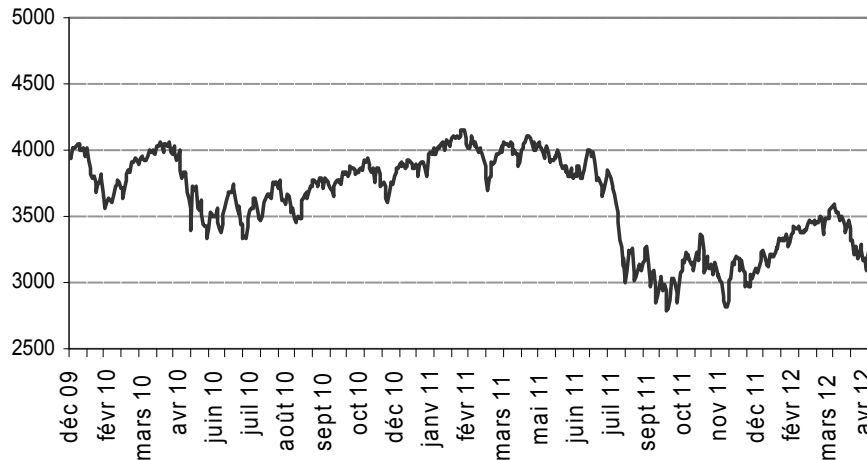
A moyen terme : reprise des marchés conditionnée à la sortie de la crise en zone euro et à la reprise de la croissance économique

▶ EN ZONE EURO

Euro Stoxx 50: Performance des catégories d'actions depuis début 2011 (base 100 au 3 janvier)

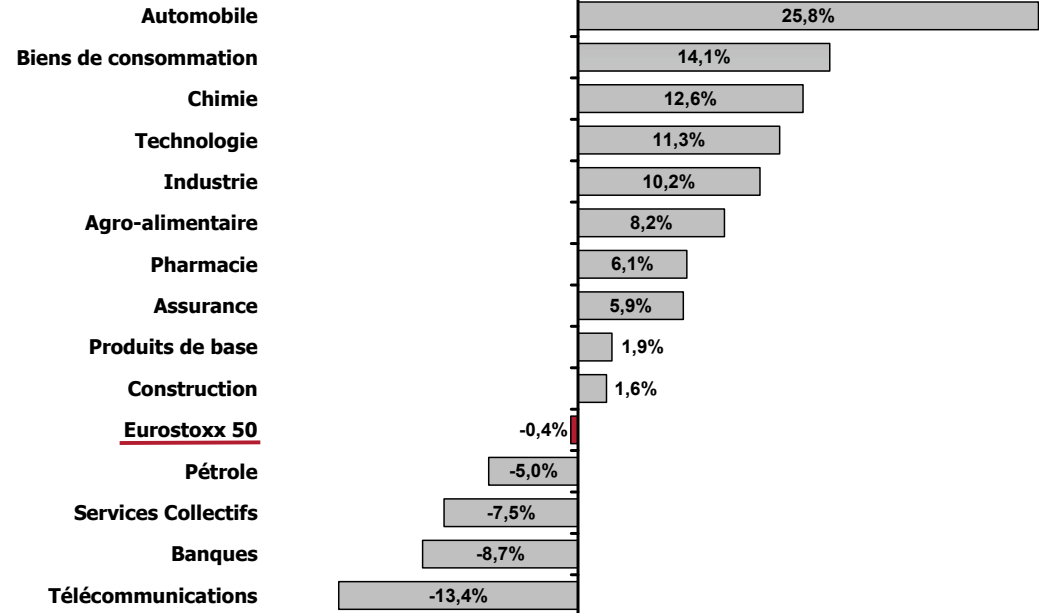


Evolution du CAC 40 depuis 2010



Performances sectorielles :

année 2012 (au 30 avril)



Situation des entreprises

- Résultats plutôt encourageants au 1^{er} trimestre mais perspectives 2012 prudentes
- Réduction de dividendes (notamment dans les secteurs services financiers, services collectifs et télécoms)
- Affaiblissement durable du secteur bancaire (importantes provisions sur l'immobilier notamment en Espagne)