



Les attentes de la semaine du 13 au 19 Août

- Premier grand rendez vous, mardi, avec les chiffres d'évolution du PIB en Zone Euro, en France et en Allemagne pour le 2^{ème} trimestre. On dispose déjà des chiffres italien (-2.9% taux annualisé) et espagnol (-1.6%). Lundi, ceux de la Grèce
- Premiers indicateurs du mois d'août avec le ZEW en Allemagne (mardi), l'Empire State Index (mercredi) et le PhillyFed (jeudi) aux USA
- Indicateurs de ventes de détail aux USA et au Royaume Uni pour le mois de juillet
- Taux d'inflation en zone Euro (détails, une première estimation a été faite à 2.4%), aux USA, en France et en Italie
- Production industrielle de juillet aux USA et indice des constructeurs de maison (NAHB)



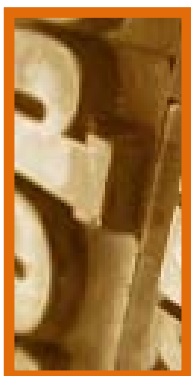
Les points majeurs à retenir du 6 au 12 Août

- En Chine, les indicateurs du mois de juillet suggèrent que l'activité va rester faible et qu'il est donc nécessaire de réviser à la baisse les prévisions de croissance pour 2012. Cela sera plus proche de 7.5% que de 8%. Ralentissement de l'inflation à 1.8% (voir page 5)
- Inflexion toujours des indicateurs d'activité en Europe. Les chiffres de la production industrielle en Allemagne, en Italie ou encore en Grande Bretagne se replient rapidement. En T2, cet indicateur se replie dans tous les grands pays d'Europe (voir page 6 avec en outre des indications sur le PIB italien et les commandes en Allemagne)
- Inflation en ralentissement en Allemagne
- Baisse de l'emploi en Grèce en Mai. Sur un an il s'est replié de 8%. Depuis le point haut (oct.08) il a reculé de 16.6 % soit près de 760 000 emplois en moins
- Hausse modérée des couts salariaux unitaires aux USA – Pas d'inquiétude pour l'inflation (p6)



La croissance en Zone Euro et en France (page 2 et 3)

- L'activité au sein de la zone Euro s'est contractée au cours du 2^{ème} trimestre. Depuis le 3^{ème} trimestre 2011, la tendance du PIB est négative. Il n'y a pas de rattrapage par rapport à la tendance qui était observée avant la crise de 2008
- En France, le PIB est stable pour le 3^{ème} trimestre consécutif. La demande privée (consommation des ménages et investissement privée) a une contribution très faible (moins de 0.1% en moyenne depuis début 2011). C'est cette dynamique qu'il faut relancer pour donner un socle à la croissance. Cela peut-il se faire uniquement par des mesures conjoncturelles ? On peut en douter.
- En Allemagne l'activité a continué de progresser au 2^{ème} trimestre. L'économie est revenue sur sa tendance d'avant crise. La croissance de celle-ci était de 1.2%. Cela limite les effets d'entraînement sur le reste de la zone Euro



Les graphes dans le document

- Chine Taux d'inflation à 1.8 % en juillet
- Chine Stabilisation de l'investissement à un bas niveau en juillet. Problématique pour la conjoncture immédiate
- Chine Ralentissement à 1% sur un an des exportations en juillet
- USA Les exportations suivent une dynamique limitée
- USA Au regard des créations d'emplois, les tensions sur les prix devraient restées modérées
- Europe : Le profil des indices de production industrielle en Europe reste inquiétant
- Italie Profil dramatique du PIB au 2^{ème} trimestre
- Allemagne Les commandes à l'industrie reflètent une fragilité de l'économie

Direction de la Recherche Economique

CROISSANCE EN ZONE EURO

LA CROISSANCE FRANÇAISE

Au cours du deuxième trimestre, l'activité mesurée par le PIB est restée très proche du niveau observé au cours du premier trimestre. Dans le détail, l'activité s'est repliée de -0.19% en taux annualisé (soit -0.05% en taux non annualisé). Le premier graphique montre très clairement que depuis le 2^{ème} trimestre de 2011 l'activité économique française est quasiment stable. L'allure de l'activité est très différenciée de celle qui était observée par le passé. Ce changement de régime est préoccupant.

Sur un an, le PIB n'a progressé que de 0.26%. L'acquis pour 2012 à la fin du 2^{ème} trimestre est de 0.15% (croissance moyenne en 2012/2011 si le niveau de l'activité restait identique à celui du T2 au cours des 3^{ème} et 4^{ème} trimestres)

Source de l'activité

Le 2^{ème} graphe montre la contribution de chaque composante à l'évolution du PIB pour chaque trimestre depuis 2010. On observe, notamment depuis le début de 2011 que la demande interne privée (consommation des ménages et investissement des entreprises et des ménages) a une contribution réduite. De 2003 à 2007 la contribution moyenne de cette composante était de 1.95%, de 2010 à T2 2012 de 0.8% et depuis T1 2011 elle n'est plus que de 0.06%. Quel socle de croissance cela peut-il engendrer?

Cela implique que la conjoncture immédiate est ballotée par le commerce mondial avec un ajustement parfois très marqué sur les stocks si la conjoncture globale est moins porteuse.

Changement de Régime ?

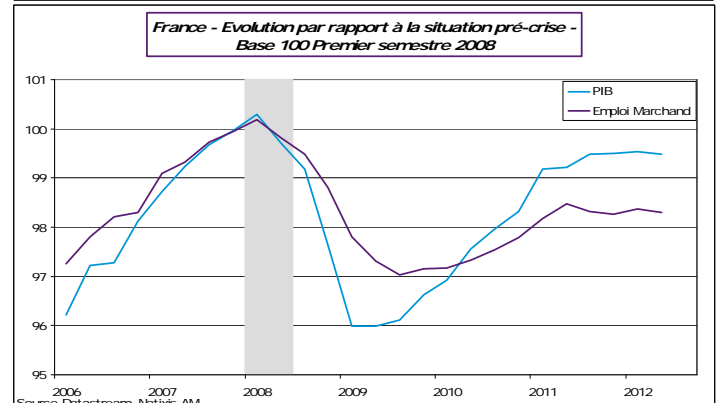
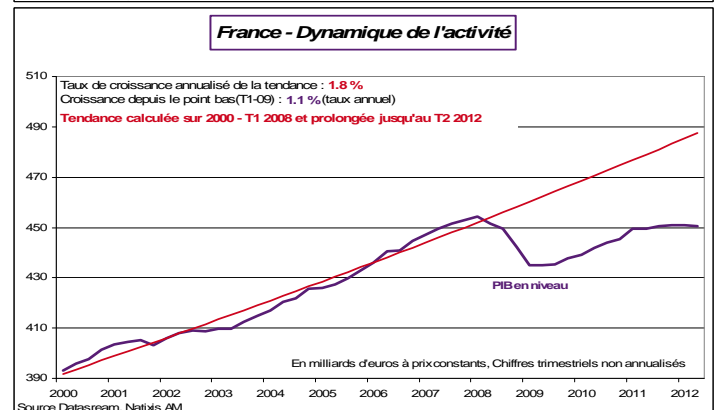
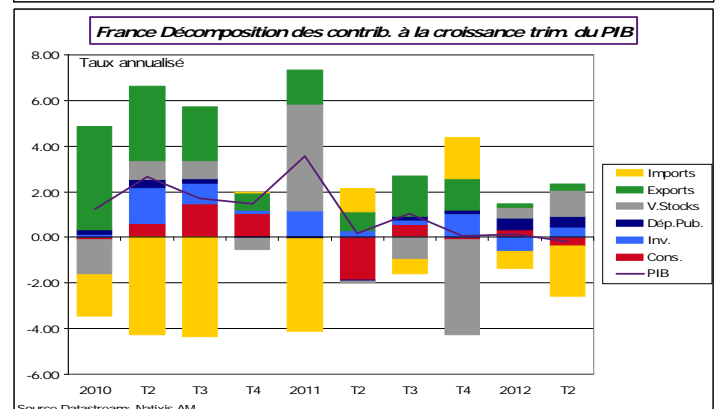
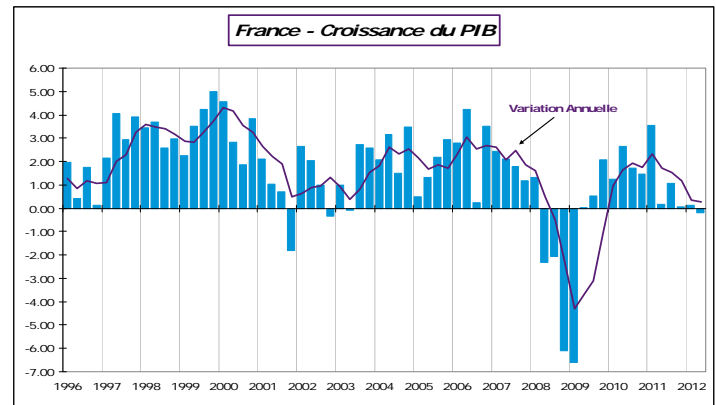
Le 3^{ème} graphique montre bien le changement d'allure de la croissance française. Après le rattrapage consécutif à la récession de 2008 (après la faillite de Lehmann Brothers) il y a une rupture très nette. Le profil du PIB n'est plus parallèle à la tendance d'avant crise mais s'en éloigne rapidement.

L'impact est très perceptible sur le 4^{ème} graphique. Le changement de profil sur l'activité se traduit par une rupture sur la dynamique de l'emploi. Tant que les perspectives d'activité ne seront pas meilleures il n'y aura pas d'évolution positive de l'emploi.

Est-ce que des mesures conjoncturelles seront suffisantes pour relancer la croissance? Est-ce que la prime de rentrée et la hausse du SMIC seront suffisantes pour changer de perspectives surtout si dans le même temps un budget d'austérité est adopté? J'ai du mal à y croire.

La demande interne n'est plus depuis plus d'un an le cœur de la croissance française. Il faudra que la France entre dans des réformes structurelles pour améliorer ses perspectives de productivité et de croissance.

Aujourd'hui la croissance est voisine de 0%. Elle était en tendance de 2% depuis le milieu des années 70. Cette rupture est profonde au regard de l'effondrement de la demande privée. Vouloir se limiter à des mesures conjoncturelles est probablement se tromper de diagnostic et ne permettra pas de retrouver une croissance capable de dynamiser l'emploi. Il faut mettre en place des changements pour améliorer l'efficacité de l'économie française.



Direction de la Recherche Economique

LA CROISSANCE EN ZONE EURO

Au sein de la zone Euro, le PIB s'est contracté de -0.7% en taux annualisé après 0% en T1 et un repli de -1.3% sur les 3 derniers mois de 2011. Sur un an, l'activité de la zone Euro a reculé de -0.4%. L'acquis est de -0.3% pour 2012 à la fin du 2^{ème} trimestre.

Sur le premier graphique on constate effectivement que depuis le 3^{ème} trimestre de 2011, le PIB se contracte. Le parallèle avec le rythme d'avant crise est rompu et la divergence est marquée.

Cette tendance négative reflète la contraction de l'activité en Espagne et en Italie notamment.

Croissance en Allemagne

Le 2^{ème} graphe présente l'activité en Allemagne. La croissance est ressortie à 1.1% au 2^{ème} trimestre (taux annualisé) et à 1% sur un an. L'acquis est de 0.9% à la fin du 2^{ème} trimestre pour 2012. On voit que la croissance allemande est revenue sur sa tendance passée. Observons que le rythme de progression de la tendance n'est que de 1.2%. N'espérons plus des chiffres de 3 à 4% constatés en 2010 et 2011. Ils reflétaient alors le rattrapage des exportations allemandes après la rupture de 2008. Un tel scénario n'est pas envisageable aujourd'hui. Cela veut dire que l'effet "locomotive" de l'Allemagne ne sera pas spectaculaire.

Pour l'ensemble de la zone Euro

Le 3^{ème} graphique reprend l'évolution du PIB en prenant comme base de référence la période d'avant crise (100 au premier semestre 2008)

Peu de pays ont réussi à retrouver le niveau d'avant crise. C'est le cas de l'Allemagne, de l'Autriche et de la Belgique.

Pour tous les autres, y compris la France, le niveau de l'activité est encore inférieur à celui de 2008.

Dans le détail, les situations de l'Italie, de l'Espagne ou encore du Portugal sont dramatiques. Leur activité chute rapidement et chacun de ces pays cherche à être le plus rigoureux possible, déprimant encore davantage la demande interne (consommation et investissement).

C'est un écueil que la France doit éviter à tout prix

Pour les mois qui viennent

1 - L'environnement zone Euro et hors zone Euro n'est pas porteur. Les chiffres récents sur la Chine (Investissement, exportations, prod. industrielle) ont incité à revoir à la baisse les prévisions de croissance pour l'Empire du Milieu.

La Chine et l'Asie ont été au cœur de la dynamique de reprise depuis 2009. Ces révisions sur la Chine ne permettent pas d'imaginer une reprise rapide du commerce mondial. En d'autres termes, n'attendons pas des échanges extérieurs le sésame pour une croissance plus forte.

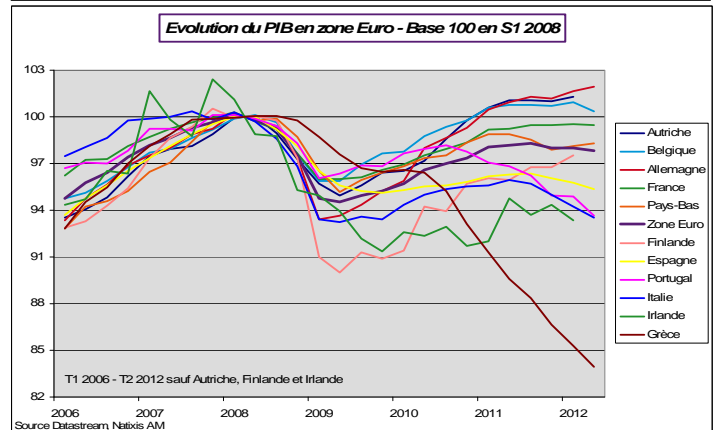
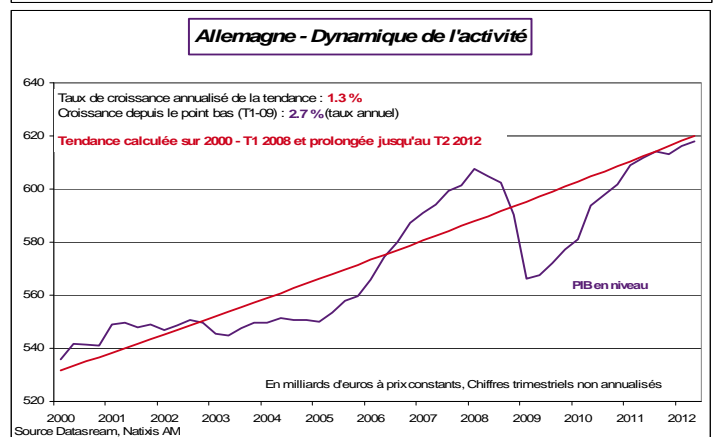
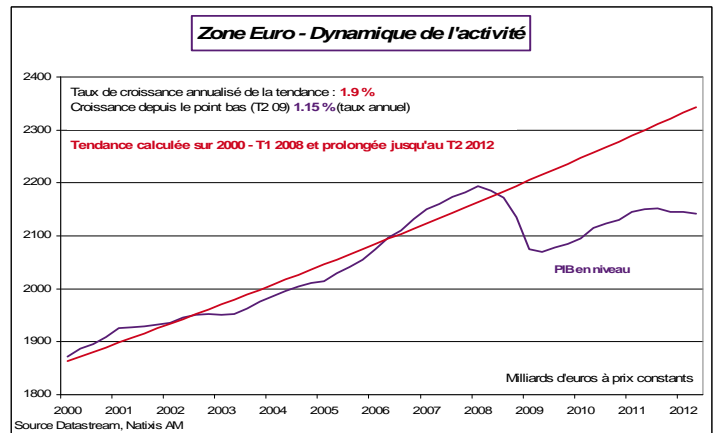
2 - La faible progression de l'activité se traduit par une stagnation du marché du travail. Cette absence de création d'emplois engendre une incertitude qui provoque l'attentisme

3 - L'incertitude institutionnelle demeure. Même si la BCE a fait des propositions, les questions européennes ne sont pas réglées. C'est une source majeur d'incertitude notamment du côté des entreprises

4 - Quelle sera la politique économique menée? On voit qu'en Italie, en Espagne, au Portugal mais aussi au Royaume Uni les politiques d'austérité ont mené à la récession. L les attentes sur la politique française seront fortes au cours du mois de septembre lors de la présentation du projet de loi de finance.

Personne ne remet en cause la nécessité de l'équilibre budgétaire à moyen terme mais est-il nécessaire d'y aller à marche forcée alors que les ménages et les entreprises sont encore prudents. Si chaque acteur de l'économie des ménages aux entreprises en passant par l'Etat adopte un comportement restrictif, cela ne pourra déboucher que sur une récession

En d'autres termes, et au regard des enquêtes toujours pessimistes en Juillet et en Août, il ne peut être attendu de reprise rapide et robuste de l'activité. Dans le cas français, le chiffre de 0.3 % attendu par le gouvernement est probablement excessif. Pour 2013 en France, le chiffre restera probablement inférieur à 1%



ANTICIPATIONS HEBDO

13 Août 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 10 AOUT 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	10/08/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3435.62	2781.68	3594.83	14.41	8.73	1.82			
DAX	5898.35	6944.56	5072.33	7157.82	23.71	17.74	1.15			
EuroStoxx	2316.55	2423.22	1995.01	2608.42	12.51	4.61	2.13			
FTSE	5572.28	5847.11	4944.44	5965.58	16.78	4.93	1.03	30.73	11.68	1.84
SNP 500	1257.60	1405.87	1099.23	1419.04	25.44	11.79	1.07	44.47	17.85	1.28
Nasdaq	2605.15	3020.86	2335.83	3122.57	26.87	15.96	1.78	46.12	22.24	2.00
Nikkei 225	8455.35	8891.44	8160.01	10255.15	-1.63	5.16	3.93	10.85	9.08	4.69
MSCI Emerging	916.39	979.25	831.22	1079.94	-0.15	6.86	2.78	15.00	12.65	2.99
MSCI World USD	1182.60	1278.36	1074.50	1325.65	13.10	8.10	1.49	30.26	13.95	1.70

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 10 AOUT 2012

	Taux d'intérêt au 10 Août 2012							Taux de référence 31 Décembre 2011			
	Niveau				Variation sur la semaine			Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans				
USA	0 - 0.25	0.437	0.27	1.65	-0.002	0.030	0.050	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	0.75	0.353	-0.058	1.35	-0.022	-0.029	0.060	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.8	0.133	1.619	0.000	0.019	0.061	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.328	0.1	0.800	0.000	0.010	0.065	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (10/08/12)	2 ans (10/08/12)	10 ans (10/08/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		0.08(0.06) §	0.33 (0.27) §	0.30 (0.31) §	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.45 (0.43) §	0.19 (0.14) §	0.27 (0.27) §	-0.306	0.205	0.197				

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

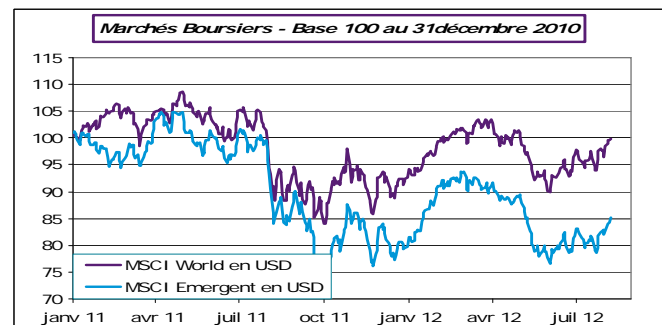
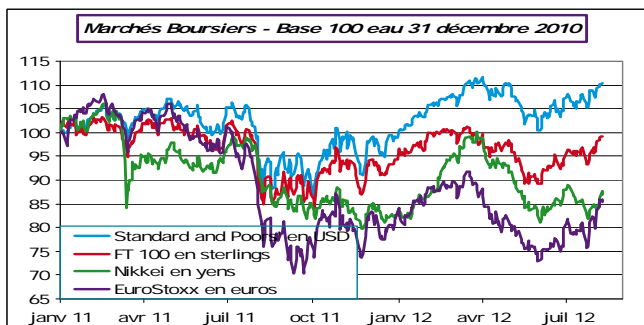
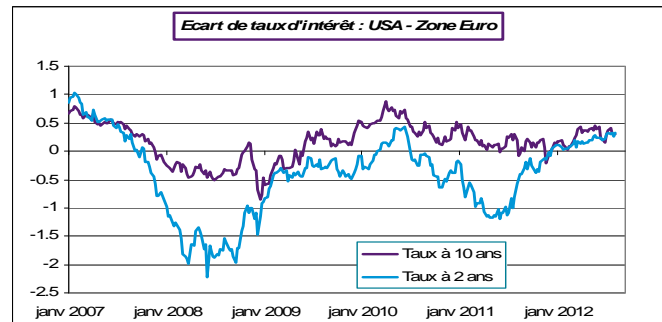
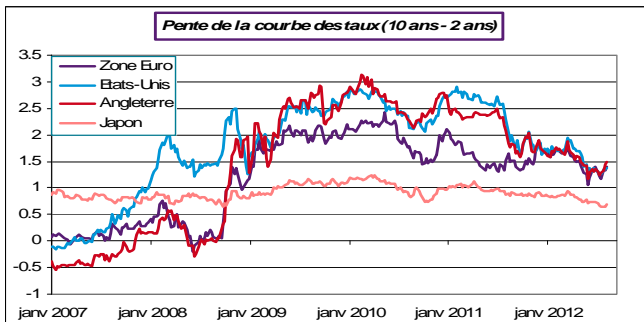
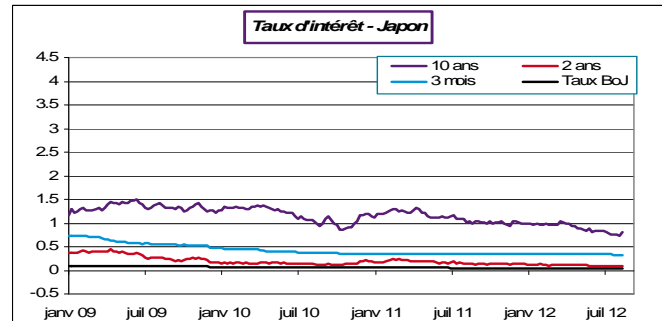
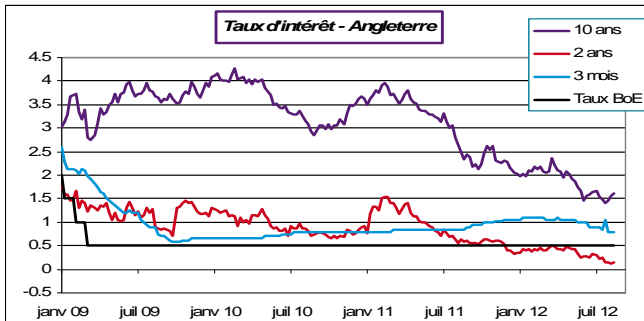
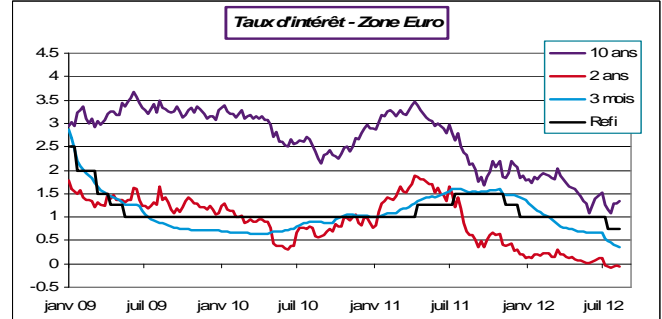
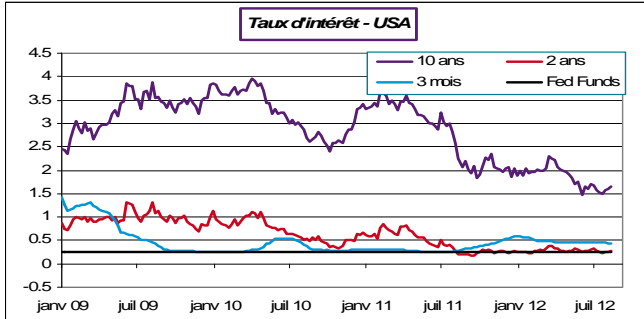
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 10 AOUT 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	10/08/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.231	-0.21	-5.14	-13.17	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	96.283	-0.72	-3.60	-11.26	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.786	-0.17	-5.89	-11.10	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	78.610	0.63	1.12	1.97	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.569	0.59	0.97	-2.80	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.360	-0.19	1.05	-0.89	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	113.13	3.81	4.48	8.79
	Euro	83.41	91.87	4.02	10.14	25.30
Prix de l'Ounce d'or	Dollar	1574.57	1621.55	1.27	2.98	-8.79
	Euro	1212.94	1316.8	1.49	8.56	5.05

ANTICIPATIONS HEBDO

13 Août 2012

Indicateurs Financiers au 10 Août 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

Evolution du taux d'inflation

Le taux d'inflation est repassé sous le seuil de 2% à 1.8% en Juillet. On observe très directement l'impact du ralentissement des prix alimentaires sur le graphe de droite (2.4% contre un plus haut de 14.8% en juillet 2011). L'inflation hors alimentaire est restée réduite avec une contribution n'allant pas au-delà du seuil de 2% durant l'ensemble du cycle.

Cette dynamique de repli du taux d'inflation devrait être limitée dans le temps en raison de la remontée significative du prix des matières premières alimentaires. Il est probable que dès cet automne le taux d'inflation repartira à la hausse. Cela réduit les anticipations d'une politique monétaire beaucoup plus accommodante de la part de la banque centrale chinoise. Si la hausse que l'on observe sur le prix des céréales se prolonge, son créneau d'intervention est réduit dans le temps.

Evolution de l'activité économique

Les 2^{ème} et 3^{ème} graphiques traduisent les fragilités de l'économie chinoise. Une dynamique interne qui est pénalisée par un investissement qui a été excessif au moment de la reprise (avec surement des distorsions dans l'allocation selon le type d'investissement). Un ajustement en cours se traduit par un ralentissement marqué de sa progression. La hausse des exportations se ralentit très fortement. Sur les 3 derniers mois en moyenne leur augmentation est de 8.9% très en repli par rapport à la période d'avant crise. La comparaison de juillet 2011 à juillet 2012 indique une hausse de seulement 1%. Au regard de la conjoncture en Europe et aux USA on ne peut pas non plus attendre un changement de tendance brutale à la hausse des échanges chinois.

Ces deux indicateurs dont la dynamique croisée permettait à l'économie chinoise de disposer d'une croissance robuste et stable n'ont plus la même allure. Cela peut se lire dans le chiffre de production industrielle en augmentation de simplement 9.2% en juillet. Au regard des enquêtes type PMI et de la dynamique des commandes que l'on peut y lire, on ne peut pas s'attendre à un retournement conjoncturel haussier dans les prochains mois. Cela n'est pas bon pour les pays industrialisés puisque la demande qui leur est adressée en provenance de Chine et d'Asie va rester peu dynamique.

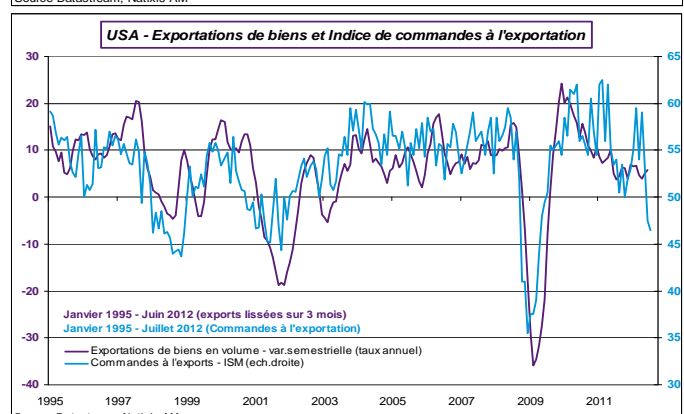
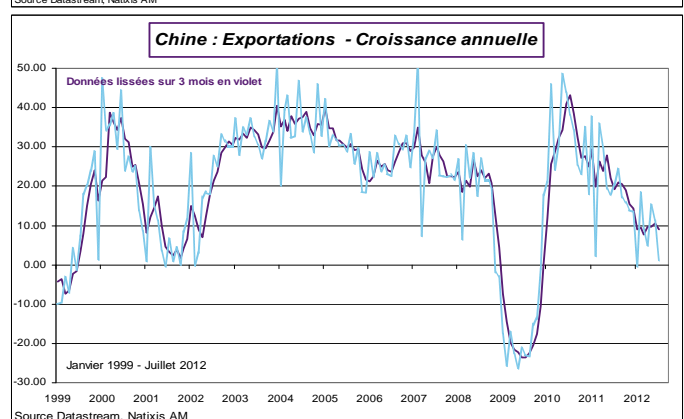
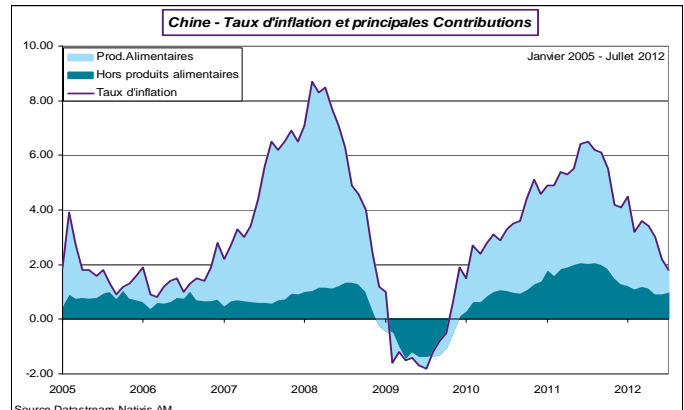
A long terme il faudra favoriser la consommation mais à court terme, les autorités chinoises sont contraintes. La relance par l'investissement est peu probable même si l'on constate une hausse de l'investissement d'infrastructure qui compense le ralentissement ailleurs (manuf et immo). Il pourra y avoir une politique monétaire un peu plus accommodante. Il est probable que la croissance s'inscrira dans l'intervalle [7.5 – 8%] en 2012 ce qui est faible.

ECONOMIE AMÉRICAINE

Dynamique des exportations

Quand on regarde l'économie US, la question posée est celle de savoir comment elle pourra sauter sur une trajectoire plus élevée qui permettrait de retrouver une dynamique de l'emploi plus forte. Quel sera le catalyseur permettant ce décalage, cette rupture?

A court terme, il est peu probable que cela vienne des exportations. Le graphique montre l'évolution parallèle entre les exportations de biens en volume et l'indice des nouvelles commandes à l'exportation dans l'enquête ISM. La dégradation de la conjoncture globale pénalise les commandes et va peser sur les exportations. Mauvaise nouvelle aux USA



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Productivité, Coûts salariaux et Emploi

La productivité au 2^{ème} trimestre a augmenté de 1.6% en taux annualisé, reflétant une hausse de la production de 2% et une hausse des heures travaillées d'un peu moins de 0.5%. Au premier trimestre, la productivité avait chuté en raison de la hausse très rapide des heures travaillées (l'emploi avait fortement progressé sur les 3 premiers mois de l'année, cela n'a plus été le cas en T2)

Les couts salariaux unitaires ont augmenté de 1.75% (hausse des couts salariaux moins hausse de la productivité).

Le graphique de droite montre qu'en période de progression limitée de l'emploi, les couts salariaux unitaires augmentent de façon réduite. Au regard de ce qui est observé récemment sur l'emploi, ces couts dans les mois qui viennent devraient rester sur une tendance haussière réduite. Cela permettra de limiter le risque de hausse de l'inflation sous jacente. Cela ne créera pas de pressions particulières sur la Fed.

ECONOMIE EUROPEENNE

Production Industrielle en Juin

Le profil de la production industrielle en Europe ne s'améliore pas. Les chiffres sont médiocres en juin avec notamment des mouvements de repli très vifs en Italie (-1.4%) et au Royaume Unis (-2.5%), plus modéré en Allemagne (-0.8%) et stable en France (0.0%) et en Espagne (-0.06%).

Pour tous néanmoins, le repli de l'activité industrielle au 2^{ème} trimestre est fort. Il va de -0.5% en Allemagne, à -1.8% en Espagne en passant par -0.5% en France, -0.9% au Royaume Uni et -1.7% en Italie. Ces chiffres se composent pour tous ces pays par des replis déjà observé au premier trimestre. Cela s'observe dans chaque profil sur le graphique et n'est pas rassurant pour la conjoncture immédiate surtout si l'on a conservé à l'esprit les données d'enquêtes pour juillet.

ECONOMIE ITALIENNE

PIB du 2^{ème} Trimestre

Le PIB a reculé de -2.9% au 2^{ème} trimestre (taux annualisé) après déjà -3.3% sur les 3 premiers mois de l'année. Sur un an, le repli est de -2.5% et l'acquis de croissance pour 2012 à la fin du premier semestre est de -1.9%

Conjugué à un taux de chômage qui augmente très vite et se situe à un niveau très élevé pour l'Italie (10.8%) le gouvernement Monti est en position difficile. Les réformes proposées d'abord sur le rééquilibrage budgétaire puis sur les efforts structurels pour gagner en productivité ne se font pas au même rythme. Cela pénalise l'économie italienne car désormais la récession est profonde (4 trimestres consécutifs de repli du PIB et les enquêtes peuvent suggérer déjà un 5^{ème} pour cet été). L'aide de l'Europe via la procédure énoncée par Mario Draghi (voir AH de la semaine dernière) n'est pas à exclure.

ECONOMIE ALLEMANDE

Commandes à l'industrie (Juin)

Les commandes se sont repliées au rythme de -1.7% en juin mais sont toujours en hausse de 2.6% en taux annualisé en T2. On voit sur le graphique qu'en dépit du repli de Juin, ce sont les commandes étrangères (Euro et non Euro) qui permettent ce chiffre en hausse sur le trimestre. Les commandes domestiques sont en repli sur le trimestre. Cela traduit une situation fragile de l'économie allemande et que l'on avait évoqué soit à travers les enquêtes (IFO, ZEW, PMI) soit à travers le marché du travail qui se dégrade.

