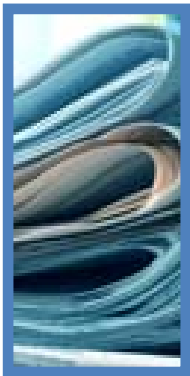




Les attentes de la semaine du 10 au 16 Septembre

- L'élément majeur sera la réunion de la Fed et la conférence de presse de Ben Bernanke qui la suivra. Le président de la Fed avait annoncé la possibilité d'une opération d'assouplissement de la politique monétaire à Jackson Hole. Ce sera le moment d'en parler (jeudi)
- Il y a la décision de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe sur le MES (mercredi), les élections aux Pays Bas (mercredi) et l'EuroFin/Eurogroup le week-end prochain
- On suivra avec attention les chiffres du commerce extérieur chinois (lundi) (les chiffres du week-end sur l'inflation, la production et l'investissement sont commentés à la fin de ce document page 9)
- Détail des indices de prix pour la zone Euro, l'Allemagne, l'Italie et la France mais aux Etats-Unis
- Production industrielle en France (lundi), en Italie (mercredi) mais aussi en Zone Euro (mercredi) et aux Etats-Unis (vendredi). Ventes de détail aux Etats-Unis (vendredi)



Les points majeurs à retenir du 3 au 9 Septembre

- Données d'activité toujours fragiles en Août. Les indicateurs PMI/Markit et ISM sont pour les grandes régions ou pays au-dessous du seuil de 50 dans le secteur manufacturier. Le ralentissement continu des nouvelles commandes tant en Europe qu'aux Etats-Unis ou encore en Chine ne plaident pas pour un retournement rapide de la conjoncture
- L'ISM global est remonté aux USA sous l'impulsion de l'indice des services. Cependant cette amélioration reflète principalement une hausse de l'emploi qui ne s'est pas retrouvée dans le rapport de l'emploi pour le mois d'août.
- Ce rapport indique 96 000 emplois supplémentaires ce qui est peu. La baisse du taux de chômage à 8.1% reflète une baisse de la population active découragée
- Rebond des indicateurs de commandes à l'industrie et de la production industrielle en Juillet en Allemagne. C'est une bonne nouvelle qui limite le risque à court terme.



Discussions sur la politique de la Federal Reserve (page 2-3)

- L'élément majeur de la semaine a été la conférence de presse de Mario Draghi.
- Il indique que la BCE est prête à intervenir à condition qu'un pays en difficulté le lui demande, que celui-ci respecte plusieurs engagements sur le budget, les réformes structurelles et les institutions et qu'il ait l'accord de l'EFSF/MES.
- Dans ces conditions la BCE pourra intervenir sur la partie courte de la courbe des taux de rendement, de 1 à 3 ans, de façon illimitée mais sans révéler d'objectif. La BCE fournira le détail des opérations.
- Cette intervention a fait chuter les spreads de l'Espagne et de l'Italie de façon spectaculaire
- Cette opération permettra si les pays le demande de réduire les tensions sur les marchés financiers. C'est une condition nécessaire au retour de la croissance. Ce n'est pas une condition suffisante.



Les graphes dans le document (pages 6 à 8)

- Indicateurs PMI/Markit et ISM pour le secteur manufacturier par grandes zones géographiques ou pays. Tous sont au-dessous de 50
- Indicateurs aussi en dessous de 50 en Asie sauf l'Inde dont la conjoncture ralentit aussi
- ISM global qui se reprend sous l'impulsion du secteur non manufacturier
- Ratio Nouvelles Commandes sur Stocks en repli aux USA. Mauvais indicateur pour la croissance
- Emploi peu satisfaisant en Août. La dynamique est trop réduite
- Indices PMI/Markit en zone Euro toujours en net repli en Août
- Ratio Nouvelles Commandes sur Stocks compatible avec un repli de la production industrielle en zone Euro
- Réduction spectaculaire des spreads de l'Espagne et de l'Italie après la BCE.

MARIO DRAGHI ET LA BCE DONNENT LE TON

Mario Draghi et la BCE ont donné un signal fort jeudi 6 septembre lors de la conférence de presse qui a suivi le comité de politique monétaire. Les propositions qui ont été faites peuvent en effet suggérer que la crise de la zone Euro pourrait enfin trouver une issue. Et celle-ci s'opérerait en maintenant la zone Euro dans son intégrité. Dès lors les perspectives changent et les éclairages sur la réalité ne sont plus tout à fait orientés de la même façon.

Parce que de nombreuses questions sont posées autour de cette intervention, il m'a semblé plus simple de faire une série de questions/réponses sur les problématiques posées.

Quels sont les objectifs de la BCE dans cette opération?

Il y a en a deux qui sont explicites

Le premier est l'affirmation à nouveau de l'irréversibilité de l'Euro. Ce point que Mario Draghi avait mis en avant le 26 juillet à Londres, rappelé le 2 août dans la précédente conférence de presse puis le 29 août dans un article publié dans "Die Zeit" a été une nouvelle fois affirmé.

Il a deux composantes. La première est le maintien de la zone Euro dans son intégralité et la nécessité de mettre en œuvre les moyens nécessaires pour y parvenir. La seconde composante est le changement institutionnel que cela implique et que Mario Draghi avait indiqué dans son article dans "Die Zeit". Il souhaite des institutions budgétaire et bancaire qui ne soient pas l'extension des gouvernements et qui disposent donc d'une indépendance de jugement et d'orientation qui ne soit pas ancrée dans des contingences locales.

Le deuxième objectif est de rendre davantage d'efficacité à la politique monétaire mise en œuvre. La baisse des taux d'intérêt de la BCE n'est pas relayée par des taux d'intérêt longs très bas dans certains pays. Autant en Allemagne ou en France les taux d'intérêt sont très bas reflétant l'anticipation d'une politique monétaire anticipée comme durablement accommodante, autant ce n'est pas le cas en Espagne ou en Italie où les taux d'intérêt de long terme restent très élevés. C'est ce dysfonctionnement que la BCE souhaite réduire pour permettre aux économies espagnole et italienne de bénéficier effectivement d'une politique monétaire très accommodante.

Quelles sont les décisions prises par la BCE?

Le cadre qui avait été présenté par Mario Draghi lors de la conférence de presse du 2 août a été affiné. Un pays demandeur devra prendre des engagements sur ses orientations budgétaires, sur des réformes structurelles à mettre en œuvre et sur les institutions européennes. Il devra faire une demande explicite au Fond Européen de Stabilité(FESF)/ Mécanisme Européen de Stabilité(MES). Lorsque celui-ci donnera son accord la BCE pourra intervenir.

Cette opération est appelé OMT (Outright Monetary Transactions)

Le pays demandeur pourra le faire dans le cadre d'un ajustement macroéconomique ou à titre préventif. En d'autres termes, il n'est pas nécessaire d'attendre de façon excessive pour intervenir.

Le FESF/MES pourra intervenir sur le marché primaire et la BCE sur le marché secondaire mais la BCE ne s'engagera pas sans que ceux-ci (FESF/MES) ne s'engagent également.

Cela crée une conditionnalité forte pour le pays qui demande une aide.

Les pays qui suivent aujourd'hui des programmes d'aide pourront recourir à cette demande d'intervention à condition d'être revenu sur le marché obligataire. Ce n'est pas le cas pour l'instant puisqu'ils sont financés par les différents plans.

L'intervention de la BCE est conditionnée à la mise en œuvre des engagements pris par le pays demandeur. Tout arrêt des engagements se traduira par l'arrêt de l'intervention de la BCE. (voir plus loin néanmoins)

Les montants engagés seront potentiellement illimités et seront stérilisés. La BCE ne souhaite pas que ces opérations de création monétaire via le rachat d'actifs sur le marché secondaire se traduisent par une hausse des agrégats monétaires. Elle rachètera cette liquidité par un autre moyen. Elle intervient ainsi sur un marché spécifique (la dette du pays demandeur) sans dérégler sa stratégie monétaire.

Quelle différence avec le programme précédent de rachat de la dette (SMP)?

Un programme avait été mis en œuvre pour le rachat des dettes européennes. On se souvient d'abord de l'intervention sur la dette grecque au printemps 2010 puis à l'été 2011 sur les dettes espagnole et italienne. Cependant l'impact n'avait été que temporaire malgré un total de 220 Mds d'obligations achetés.

Cependant, ce programme n'a pas bien fonctionné car il était unilatéral et peu transparent. En effet la BCE achetait des titres de dette, sur la partie longue, mais sans qu'il y ait d'engagement de la part des Etats d'une part et sans donner d'informations précises sur les achats effectués d'autre part. On pouvait lire dans le bilan de la BCE la semaine suivante le montant acheté sans plus de précisions.

Dans l'OMT l'opération part du pays demandeur qui s'engage sur différents points. La BCE n'interviendra que conditionnellement à ces engagements et à celui du FESF/MES. La causalité n'est pas la même.

Les achats se feront sur la partie courte de la courbe des taux d'intérêt (1 à 3 ans), sans définir d'objectif explicite de taux d'intérêt ou d'écart de taux d'intérêt (avec l'Allemagne par exemple) et les informations sur les montants, les actifs achetés, la durée seront rapidement disponibles. Les montants seront disponibles toutes les semaines et la décomposition par pays et la durée seront disponibles sur une base mensuelle.

Direction de la Recherche Economique

Pourquoi se concentrer sur la partie courte de la courbe des taux d'intérêt?

L'intervention de la BCE s'opèrera sur la partie 1 à 3 ans de la courbe dans le prolongement des opérations habituelles du marché monétaire. L'objectif est ici de peser fortement sur l'ensemble de la partie courte de la courbe. D'être suffisamment permanent dans l'intervention pour modifier les anticipations des investisseurs et finalement peser sur l'ensemble de la courbe.

On peut imaginer une représentation très simple pour comprendre le mécanisme. Imaginons une économie à deux périodes. Il y a un taux court d'une période r et un taux long de deux périodes R .

L'équilibre sur le marché des taux est alors le suivant

$$(1+R)^2 = (1+r) (1+r^*)$$

r^* est la valeur anticipée de r pour la deuxième période.

R et r sont connus aujourd'hui. La valeur implicite de r^* sera fonction des anticipations des investisseurs. L'intervention permanente de la BCE et l'engagement du pays demandeur doivent pouvoir convaincre les investisseurs que r^* sera bas, tirant alors R vers le bas.

Quels sera l'impact sur les taux d'intérêt en zone Euro ?

L'objectif de la BCE est de disposer de taux d'intérêt cohérents avec sa politique monétaire. L'objectif est donc d'avoir des taux d'intérêt bas partout en zone Euro car c'est une condition nécessaire au retour de la croissance. Cela pourrait se traduire par des ajustements sur les actifs dont les taux sont aujourd'hui très bas mais la probabilité d'une remontée forte des taux allemand ou français me paraît réduite. Ce sont les taux espagnol ou italien qui sont en anomalie par rapport à la politique monétaire et la conjoncture, pas les taux allemand ou français.

Quels sont les risques de l'opération OMT ?

On perçoit bien le mécanisme développé par la BCE et au regard de la détermination de Mario Draghi il est probable que cette opération permettra de donner des solutions à la crise que traverse la zone Euro.

La difficulté est l'absence de complémentarité entre les engagements à prendre par les pays potentiellement demandeurs alors que ceux-ci (Espagne et Italie) connaissent aujourd'hui une récession profonde.

Mario Draghi ne s'est pas prononcé et n'a pas voulu le faire sur le détail des engagements à prendre. Il est clair que si les engagements se traduisent par une politique d'austérité avec un repli trop rapide du déficit public, le plan de la BCE sera voué à l'échec face à la dégradation économique que cela entraînera.

Le risque est important car ces deux économies ont des taux de chômage élevés et une dynamique d'activité déjà très médiocre.

Que se passe-t-il si un pays s'engage, laisse la BCE acheter des titres et ne tient plus ses engagements ?

Mario Draghi a indiqué que dans ce cas la BCE arrêterait les achats d'obligations. Certes mais on peut imaginer une stratégie crédible qui permette à un pays d'attendre que la croissance mondiale redémarre, bénéficie à l'économie en question et permette à celle-ci de retrouver des degrés de liberté sur le plan budgétaire et des réformes. Il peut y avoir ce que les économistes appellent de l'incohérence temporelle de la part du pays demandeur parce qu'à un moment son intérêt peut avoir changé. On peut appuyer ce point en indiquant que les engagements de court terme porteront plutôt sur les finances publiques alors que les réformes structurelles sont longues à mettre en œuvre et à être efficaces. Deux objectifs avec des temporalités différentes peuvent engendrer des comportements changeants.

Par ailleurs, si le pays s'arrête dans les réformes engagées parce que les efforts sont trop importants la BCE arrêtera alors ses achats. Mais comme le pays est en difficulté il peut se retrouver en défaut et la BCE sera pénalisée en raison de la dévalorisation des actifs qu'elle détiendra en portefeuille. Dès lors la menace est-elle crédible ?

Finalement, c'est bien ou pas?

Les perspectives peuvent avoir changé avec ces propositions de la BCE. Par la forme de son intervention la BCE s'engage fermement sous certaines conditions mais la mise en œuvre de son intervention est totalement discrétionnaire c'est-à-dire sans révéler d'objectif ni de timing. C'est généralement un façon efficace d'intervenir

En prenant à sa charge une partie du risque qu'il y a sur les marchés via la dette souveraine, la BCE joue pleinement son rôle car c'est la seule institution capable de prendre ce risque dans son bilan et de le répartir dans le temps. C'est en cela que la proposition de la BCE est importante. Elle redonne de la perspectives et réduit le risque immédiat pour que les acteurs de l'économie en prennent d'autres plus en phase avec le retour de la croissance.

Cependant, la question grecque n'est pas tranchée. La probabilité de défaut ou de sortie de la zone Euro de la Grèce reste et continuera d'avoir une incidence sur une éventuelle prime de contagion vers l'Espagne. C'est pourquoi il faut apporter une réponse rapide à la Grèce pour qu'effectivement la zone Euro retrouve une dynamique plus homogène non conditionnée par cet événement dont l'impact éventuel serait fort.

L'autre point est qu'en prenant cette initiative Mario Draghi et la BCE prennent le pas sur les gouvernements. C'est la BCE qui propose et qui donne son avis sur les institutions à mettre en œuvre. Le rapport de force change c'est finalement la bonne nouvelle sur l'irréversibilité de la zone Euro.

ANTICIPATIONS HEBDO

10 Septembre 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 7 SEPTEMBRE 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	07/09/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3519.05	2781.68	3594.83	14.51	11.37	3.11			
DAX	5898.35	7214.50	5072.33	7214.50	33.47	22.31	3.50			
EuroStoxx	2316.55	2538.60	1995.01	2608.42	18.01	9.59	4.01			
FTSE	5572.28	5794.80	4944.44	5965.58	8.95	3.99	1.46	20.08	8.76	0.80
SNP 500	1257.60	1437.92	1099.23	1437.92	19.96	14.34	2.23	31.54	15.95	0.66
Nasdaq	2605.15	3136.42	2335.83	3136.42	23.05	20.39	2.26	34.92	22.09	0.70
Nikkei 225	8455.35	8871.65	8160.01	10255.15	1.24	4.92	0.36	9.96	4.88	-0.88
MSCI Emerging	916.39	968.82	831.22	1079.94	-4.05	5.72	2.27	5.20	7.21	0.70
MSCI World USD	1182.60	1312.08	1074.50	1325.65	11.82	10.95	2.57	22.60	12.52	1.00

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 7 SEPTEMBRE 2012

	Taux d'intérêt au 7 Septembre 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	0.408	0.25	1.67	-0.01	0.03	0.10	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
Zone Euro	0.75	0.265	0.015	1.413	-0.01	0.06	0.14	1	1.36	0.13	1.78
UK	0.5	0.7	0.132	1.542	-0.03	0.03	0.07	0.5	1.05	0.34	1.98
Japon	0.1	0.328	0.095	0.820	0.00	-0.01	0.02	0.1	0.34	0.12	0.99
ECART DE TAUX		3 mois* (07/09/12)	2 ans (07/09/12)	10 ans (07/09/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)				
USA – Zone Euro		0.14 (0.14) [§]	0.24 (0.26) [§]	0.26 (0.30) [§]	-0.775	0.116	0.106				
UK – Zone Euro		0.43 (0.45) [§]	0.12 (0.15) [§]	0.13 (0.20) [§]	-0.306	0.205	0.197				

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

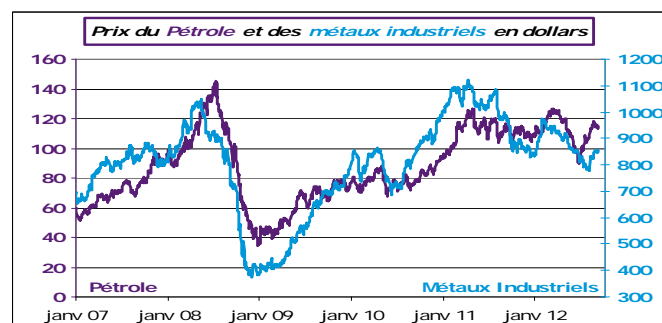
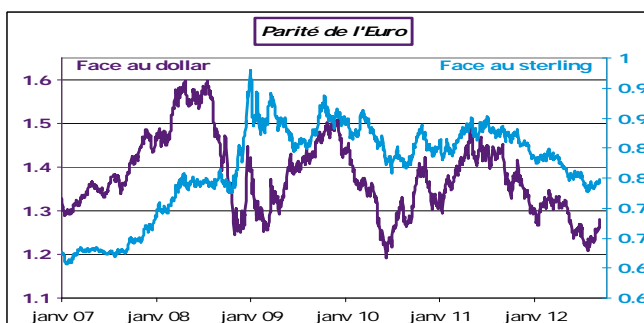
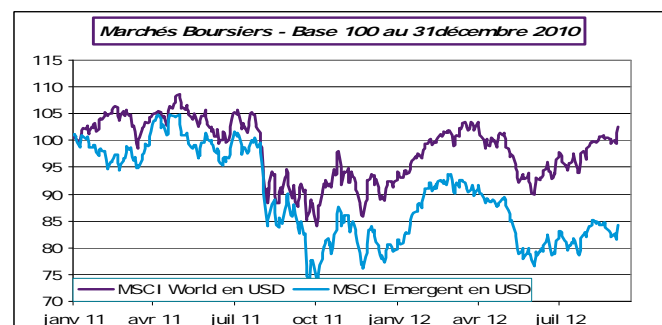
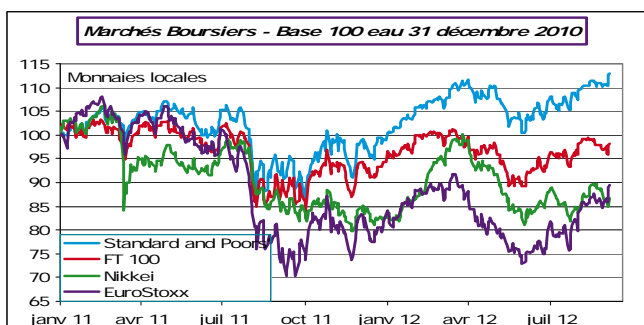
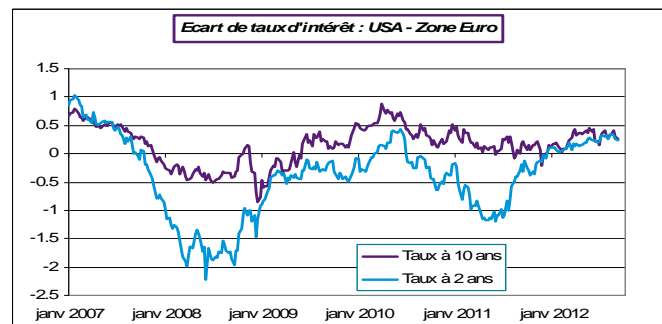
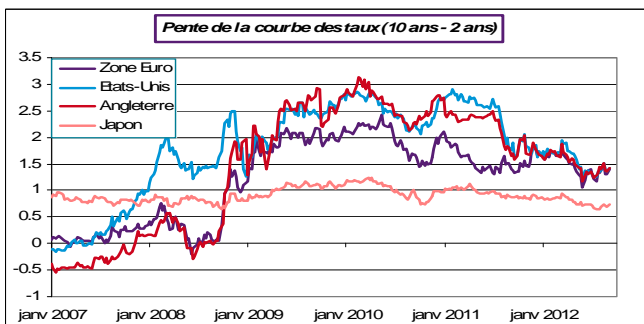
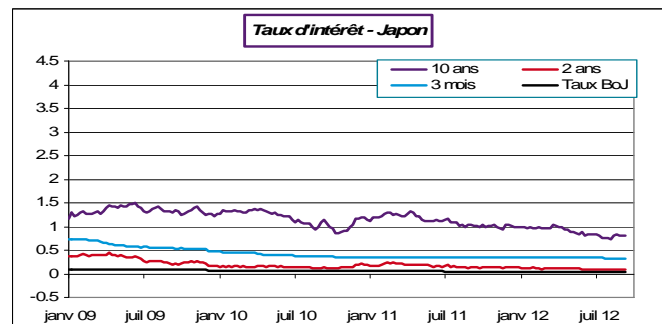
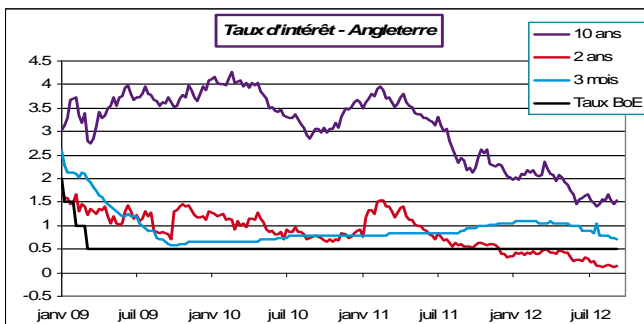
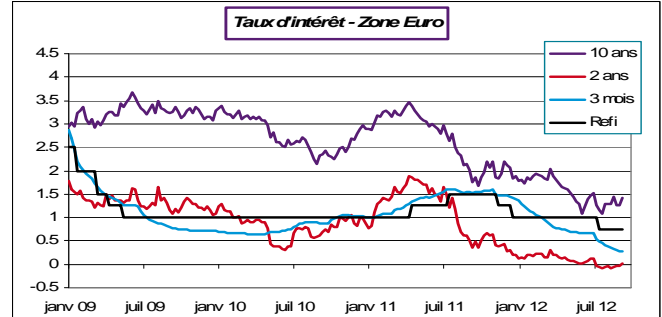
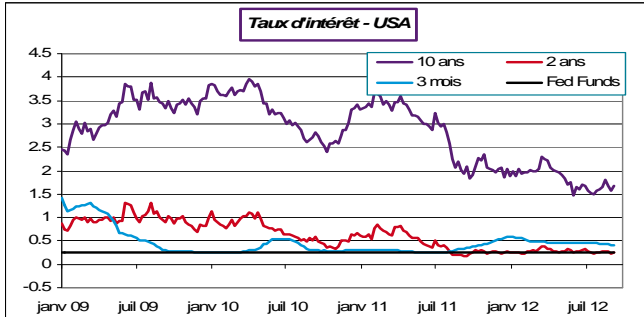
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 7 SEPTEMBRE 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	07/09/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.280	1.55	-1.39	-8.80	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	99.925	1.24	0.04	-7.93	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.797	0.18	-4.62	-9.26	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	78.880	0.36	1.47	1.83	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.603	0.90	3.13	0.51	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.343	-0.09	0.78	-0.78	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	114.84	-1.26	6.06	-0.79
	Euro	83.41	89.71	-2.77	7.55	8.78
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1737.06	3.74	10.32	-3.95
	Euro	1212.94	1357	2.15	11.88	5.32

ANTICIPATIONS HEBDO

10 Septembre 2012

Indicateurs Financiers au 7 Septembre 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Enquêtes PMI/Markit et ISM en Août

L'ensemble des indicateurs d'enquêtes du secteur manufacturier s'est inscrit sous le seuil de 50 indiquant une contraction de l'activité du secteur au cours du mois d'août. Le secteur manufacturier est pertinent pour jauger de la dynamique des pays émergents, il l'est aussi dans les pays industrialisés pour observer les impulsions sur l'économie mondiale.

Les pays développés n'ont pas réussi à prendre le relais de la reprise de 2009/2010 initiée par les pays émergents. Ceux-ci en ont en conséquence été affaiblis. L'indice BRIC est passé sous le seuil de 50. Cette situation est particulièrement inconfortable en zone Euro puisque l'indice est très bas.

Cette contraction de l'activité ne doit pas provoquer la mise en place de politique économique plus restrictive sous peine de contribuer à un repli global plus marqué de l'activité mondiale.

ECONOMIE D'ASIE

Enquêtes du mois d'août

Les indicateurs en Asie ont une allure de baisse de l'activité. Les indices chinois se contractent, tant l'officiel représentant les grandes entreprises publiques que le privé plutôt sur des entreprises plus petites et à capitaux privés. L'impulsion sur le reste de la zone Asie est négative. Cela s'observe sur Taiwan, la Corée du sud ou encore le Japon. Cela s'observe aussi pour ces pays par un dynamisme moindre de leurs exportations vers la Chine, leur premier partenaire commercial. Même en Inde l'activité ralentit de façon significative. Nous l'évoquons la semaine dernière à propos du PIB indien du 2^{ème} trimestre. Cette progression limitée de l'activité s'est prolongée au cours de l'été. Cette situation en Asie ne crée pas d'impulsion vers le reste du monde et pénalise l'ensemble de l'économie globale.

ECONOMIE AMÉRICAINE

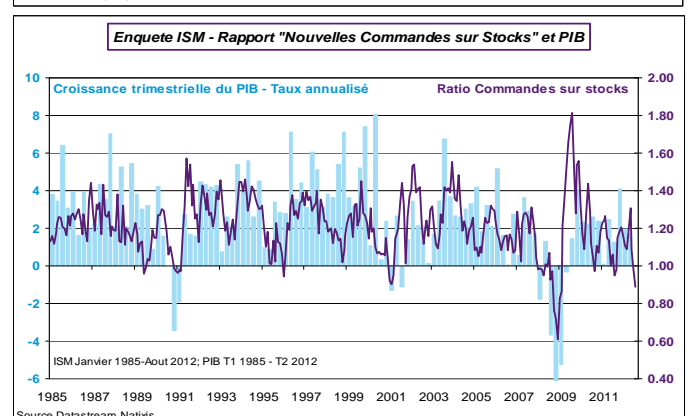
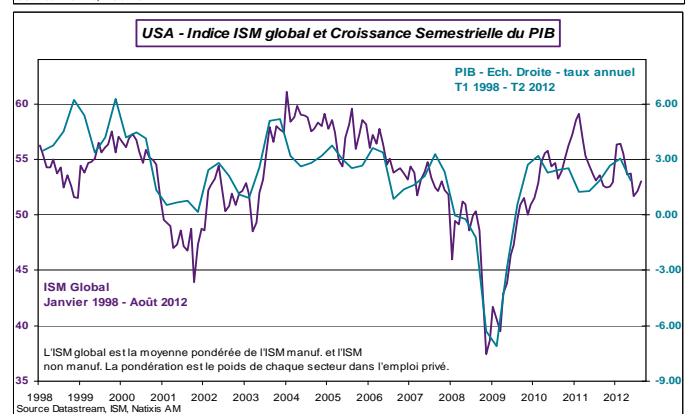
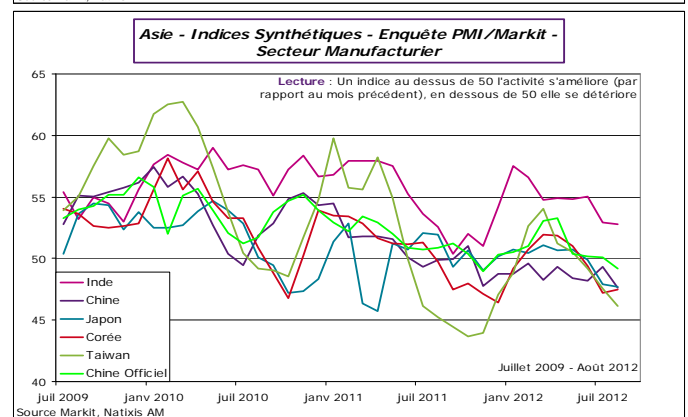
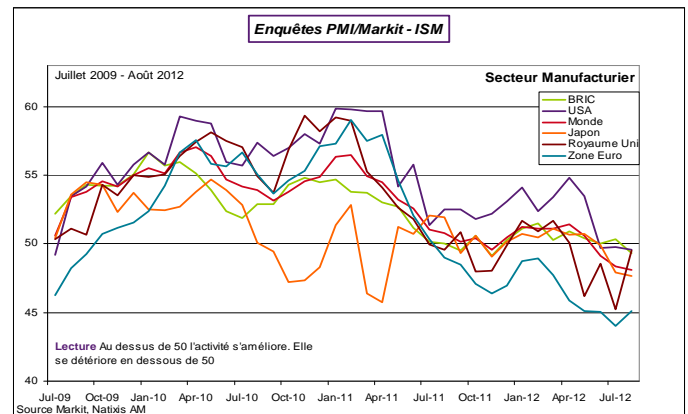
Indice ISM global pour le mois d'août

En Août l'indice ISM global, moyenne pondérée entre les indices du secteur manufacturier et non manufacturier a légèrement rebondi. L'indice du secteur manufacturier est sous le seuil de 50 pour le 3^{ème} mois consécutif avec une accumulation inquiétante des stocks (voir le paragraphe suivant). En revanche, l'indice du secteur non manufacturier est en progression à 53.7 contre 52.6. Ici ce qui me préoccupe est que la principale source d'amélioration de l'indice est l'emploi (contrib. de 1.125 alors que l'indice augmente de 1.075). Or dans l'enquête Emploi d'août, les créations d'emplois dans les services privés ne se sont pas accélérés passant de +139 000 en juillet à +119 000 en août. Quand on regarde l'indice ISM emploi (mesure pondérée des deux indices emploi) il s'agit plus d'un rattrapage que d'une accélération donnant des signaux pour les prochains mois.

Ratio Nouvelles Commandes sur Stocks en Août

Le point le plus problématique des deux ISM est l'absence de commandes. Les indices se replient provoquant une inquiétude sur l'évolution immédiate de l'activité économique.

Dans le secteur manufacturier le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks passe largement au dessous de l'unité. Cela traduit une baisse des commandes alors que les stocks se sont accélérés en Août. Cela est d'autant plus problématique que l'indice de production a reculé assez nettement sous le seuil de 50. Cela reflète une demande très faible et la capacité de la satisfaire en puisant dans les stocks. Cela se traduira par une fragilité de la croissance. C'est ce que suggère le graphe ci contre. Un repli au dessous de 1 est généralement associé à un recul du PIB



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Evolution de l'emploi au mois d'Août.

Avec 96 000 créations d'emplois en Août le marché du travail est une nouvelle fois décevant. Depuis le début de l'année 139 000 emplois ont été créés en moyenne par mois contre 143 000 en 2011 sur la même période. Le chiffre de 2011 ne permettait pas le retour vers le plein emploi, celui de 2012 non plus. On observe bien ce manque d'impulsion dans le graphe ci contre. Il n'y a pas de décalage. Les indicateurs plus techniques ne sont pas satisfaisant non plus. Le taux d'emploi des 25-55 ans est toujours très en dessous de son niveau d'avant crise alors que c'est généralement la partie de la population dont l'emploi est le plus stable. Le nombre d'emplois dans l'intérim se replie. Certes le taux de chômage baisse mais cela reflète davantage des gens qui sortent du marché du travail que des gens qui viennent de trouver un emploi.

On notera aussi que le taux de salaire n'augmente que de 1.28% sur un an, chiffre le plus bas depuis 1965 après celui de juillet à 1.23%

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Enquêtes sur l'économie en Août

Le graphe ci contre montre l'évolution mois après mois de l'indice d'activité de l'enquête PMI/Markit pour les pays de la zone Euro. Il montre aussi l'évolution trimestre par trimestre du PIB de la zone. Outre la cohérence entre l'ensemble de ces séries, on notera, qu'en Août, le niveau des indices reste très bas ne pouvant pas laisser imaginer un rebond des chiffres de croissance au 3^{ème} trimestre. A l'exception de l'Irlande, tous les indices sont autour de 45 indiquant un repli rapide, fort et désormais persistant de l'activité.

Les indices du secteur manufacturier sont toujours très bas et se caractérisent par un très faible niveau des commandes. Il n'y a pas d'impulsion franche à attendre au cours des prochains mois.

Ratio Nouvelles Commandes sur Stocks en Août

Cette absence de tensions sur les commandes se reflète, comme aux Etats-Unis, par le maintien du ratio Nouvelles Commandes sur Stocks sous le seuil de l'unité. Au regard du graphique cela devrait se traduire par la contraction de la production industrielle (la hausse de juillet en Allemagne ne devrait pas se traduire par un changement de tendance).

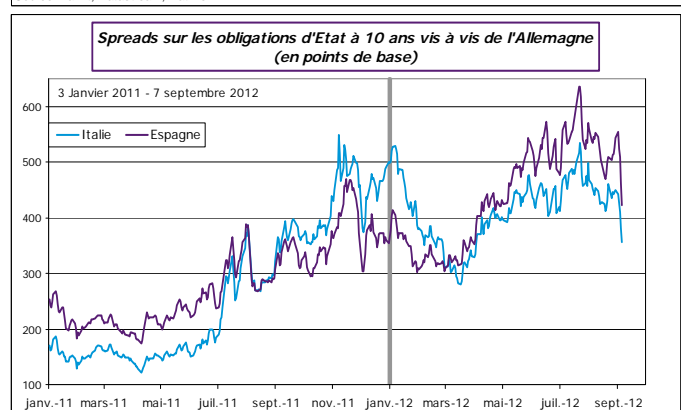
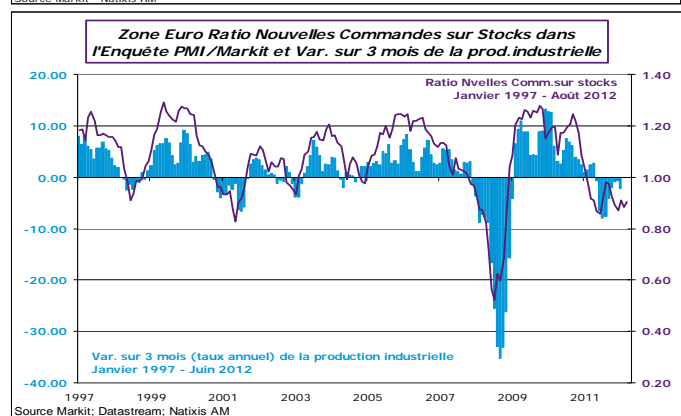
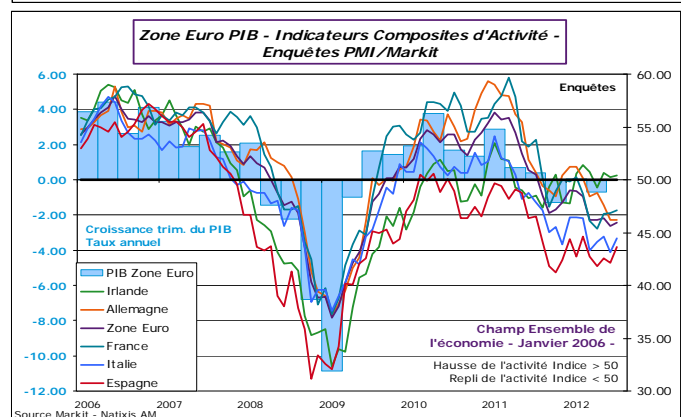
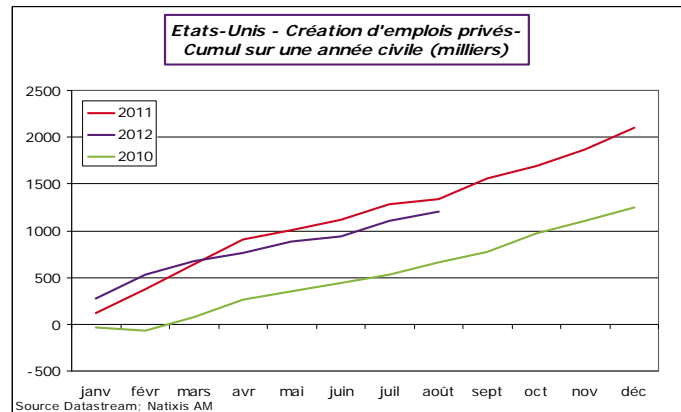
Les Nouvelles commandes à l'exportation se replient dans tous les pays et notamment en Allemagne faisant de ce pays celui qui a le plus faible niveau de nouvelles commandes à l'exportation? Pour l'anecdote, les nouvelles commandes à l'exportation s'y contractent moins vite qu'outre-Rhin. Ceci dit cela est ennuyeux reflétant la conjoncture médiocre en Asie. Cela implique que l'effet d'impulsion sur l'Europe du commerce extérieur va être très faible et fragiliser davantage la conjoncture à court terme.

Dynamique des taux d'intérêt après la BCE

Le graphe sur la droite a pour vertu d'illustrer l'impact fort des propos de Mario Draghi lors de sa conférence de presse du 6 septembre.

Clairement les investisseurs font le pari d'une demande d'aide de l'Espagne et de l'Italie. Rappelons que c'est une condition nécessaire à l'intervention de la BCE.

Le point important dans le programme de la BCE est qu'il donne un signal de possible résolution de la crise en zone Euro. Attention néanmoins, toutes les questions ne seront pas réglées mais cela peut permettre d'avoir moins d'incertitudes, notamment sur le devenir de la zone, et de finalement permettre ainsi le retour de l'investissement des entreprises.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE BRESILIENNE

Production Industrielle et Enquête PMI/Markit

L'activité économique reste faible mais se stabilise. La production industrielle de juillet a progressé de +0.3% GM (vs 0.2%). Cependant elle continue de reculer rapidement sur un an à -4.3%.

Cela fait un an que la production industrielle brésilienne est en repli. L'inflexion liée au commerce extérieur est importante. C'est ce qui pouvait être observé dans les chiffres de croissance du PIB jusqu'au 2^{ème} trimestre 2011 et publiés la semaine dernière.

On l'observe aussi via l'indice des nouvelles commandes à l'exportation de l'enquête PMI/Markit. Celles-ci se contractent depuis le mois d'Avril 2011

L'Europe qui est le marché principal des exportations brésiéliennes a eu un rôle majeur dans cette inflexion.

L'indice synthétique de l'enquête PMI HSBC/Markit pour le secteur manufacturier pour le mois d'août a augmenté à 49.3 (vs 48.7) mais indique toujours une contraction de l'activité pour les prochains mois.

Les indicateurs détaillés de cette enquête montre des indices qui se contractent à un rythme lent (les indices de production, de nouvelles commandes et d'emploi sont compris entre 48.5 et 49.6). Il n'y a donc pas de rupture, simplement un manque de catalyseur pour doper l'activité.

Pour soutenir son activité économique, le Brésil a mis en place très tôt une politique monétaire expansionniste (baisse de -500 bp depuis septembre 2011) ainsi que des mesures budgétaires.

Cela a permis d'améliorer la consommation et stabiliser l'activité. L'investissement reste une source de fragilité. L'absence de perspectives robustes est un frein.

ECONOMIE DE LA COREE DU SUD

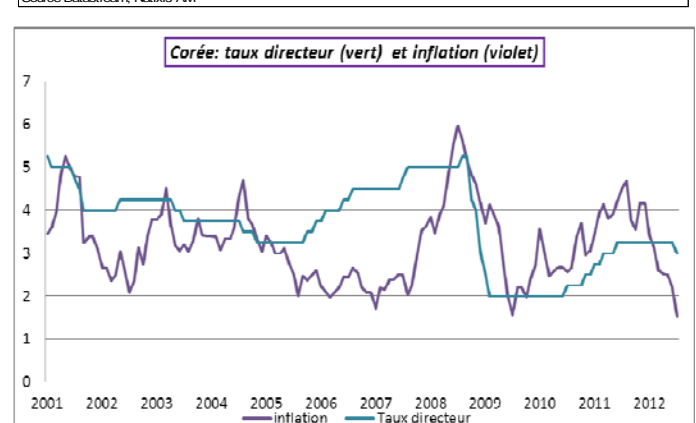
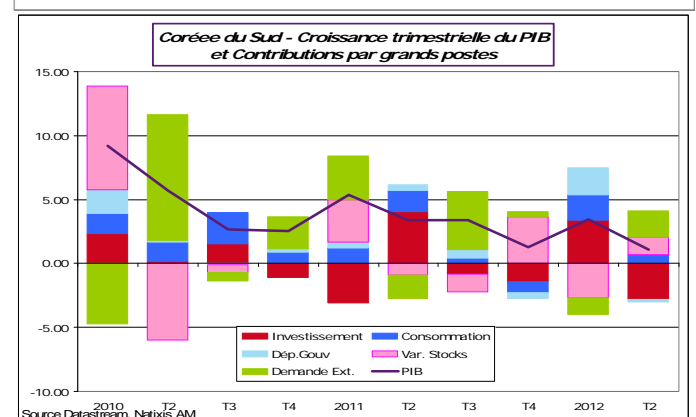
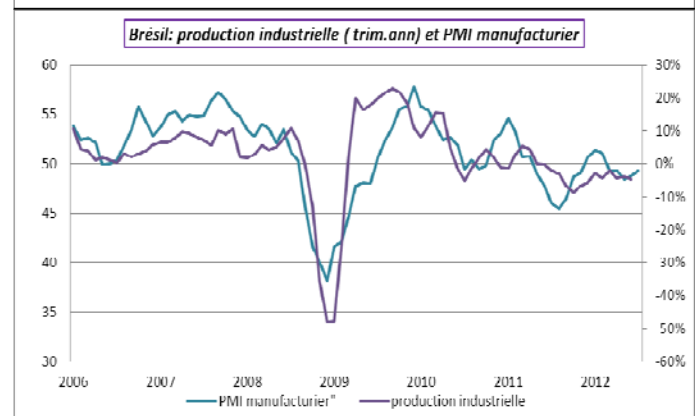
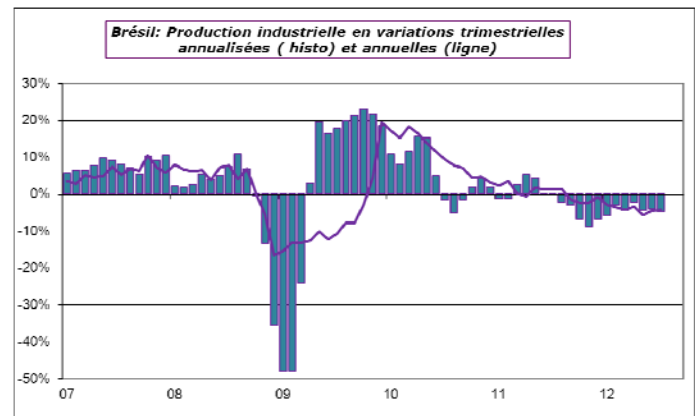
PIB du 2^{ème} trimestre

La croissance du PIB du second trimestre a été revue à la baisse par la BOK. Le PIB a progressé de +0.3% sur le trimestre (vs 0.9% au T1 et 0.4% en estimation de juillet), soit 1.1% en rythme trimestriel annualisé (vs 3.5%).

Sur un an l'activité a progressé de 2.3% et l'acquis à la fin du 2^{ème} trimestre pour 2012 est déjà de 2%. Cela fait déjà une base solide mais on observait en page 6 que l'indice PMI/Markit était sous le seuil de 50 au cours de l'été. L'activité pourrait donc être moins vive à l'automne.

La dynamique des contributions montrent une contribution positive du commerce extérieur (carré vert) qui traduit principalement un repli des importations. La baisse des exportations est aussi un facteur majeur d'explication mais il est dépendant du marché global alors que les importations traduisent une situation interne très insuffisante. On note aussi que la variation des stocks a un rôle majeur. Ces deux facteurs ne permettent pas d'imaginer une amélioration rapide de la croissance surtout au regard de l'indice PMI/Markit (nouvelles commandes notamment). Les chiffres de croissance vont être moins robustes à l'automne et durant l'hiver. En outre on observe une contraction de l'investissement et un ralentissement de la consommation montrant un net ralentissement de la demande interne.

L'amélioration de l'inflation (sous la cible des 3%) donne des marges de manœuvre à la BOK pour soutenir davantage l'activité. Cela pourrait être nécessaire.



INFLATION ET ACTIVITE EN CHINE

Publication du 9 septembre

L'inflation en Chine a rebondi en Août passant de 1.8% en juillet à 2%.

La hausse des prix alimentaires n'est pas compensée par le repli des autres prix. Celui ci traduit l'absence de tensions sur l'appareil productif.

La question pour la politique monétaire est alors la suivante :

Quelle doit être la politique monétaire si l'on considère que la hausse des prix alimentaires ne va pas s'infléchir et que l'activité ne s'accélérera pas rapidement.

(Généralement si la hausse du prix des matières premières est perçue comme temporaire, la politique monétaire se cale sur le reste de l'économie. La difficulté est que la hausse n'est pas a priori temporaire et que l'activité reste faible)

La hausse du taux d'inflation reflète la pression des prix alimentaires. L'indice de ces prix augmente de 3.4% en août contre 2.4% en juillet. On perçoit cette hausse sur le Graphique 1.

Dans le même temps, les tensions sur l'activité sont plus réduites et la variation sur un an de l'indice des prix non alimentaires continue de ralentir.

Cette absence de tensions s'observe par le ralentissement continu de l'investissement. Dans le graphique 2 ce mouvement est clairement perceptible avec une progression de 20.2% de l'investissement contre 20.4% en juillet. L'économie s'ajuste après une période de sur-investissement. L'impact global est fort puisque l'investissement représente 50% du PIB chinois.

On notera cependant que dans le secteur immobilier, il y a peut être un début de stabilisation. Les achats de terrains à construire sont repartis à la hausse et les mises en chantier apparaissent plus robustes. Ce pourrait être une source d'amélioration à terme.

La production industrielle continue de ralentir. Sa progression annuelle s'est inscrite à 8.9% en Août contre 9.2% en juillet (souvent un bon signal sur le profil du PIB)

Les ventes de détail en volume progressent de 12.1% contre 12.2 % en juillet

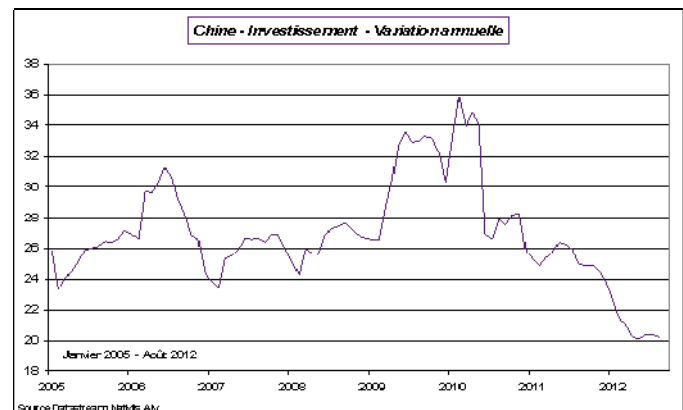
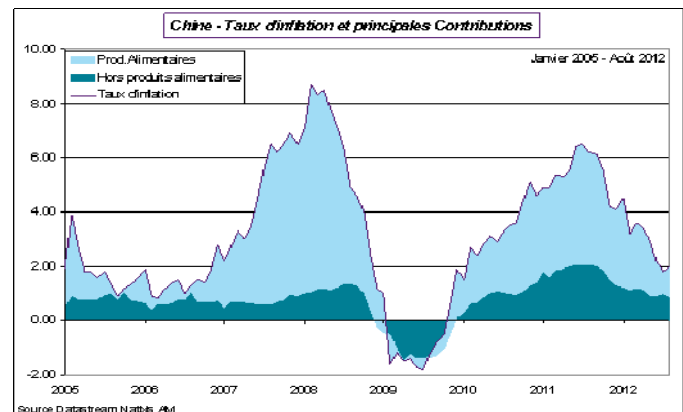
Les données d'activité en Chine, en phase avec l'analyse des indices PMI en début de semaine, continuent de ralentir. Cela ne crée pas d'impulsion sur le commerce mondial pénalisant les exportations des pays les plus sensibles à l'Asie (Allemagne par exemple).

En matière de politique économique, le dilemme pour la banque centrale de Chine est majeur entre un risque de voir le taux d'inflation repartir à la hausse parce que les prix alimentaires vont rester forts et une activité plus limitée ne créant pas de tensions sur l'appareil productif.

La solution pourrait provenir du gouvernement chinois qui a décidé de mettre en œuvre une politique de relance par l'investissement d'infrastructure et redonnerait ainsi une impulsion à la croissance.

Dans la dynamique de l'investissement, l'immobilier et l'investissement productif ont ralenti ces derniers mois alors que celui lié aux infrastructures a augmenté. C'est cet aspect que le gouvernement veut accentuer en construisant des routes, des ports, des aéroports ou encore des infrastructures ferroviaires.

Ce projet de 1 000 Mds de Yuans (2.1% du PIB 2011) permettrait de soutenir l'activité et la demande fragile de l'économie chinoise. Si cela peut permettre de stabiliser la croissance il y aura probablement un effet induit assez fort sur le prix des matières premières.



ANTICIPATIONS HEBDO

10 Septembre 2012