



## Les attentes de la semaine du 24 au 30 Septembre

- Les enquêtes IFO et de l'INSEE sur la situation des entreprises. Les signaux des enquêtes PMI/Markit ont été hétérogènes pour ces deux pays. En sera-t-il de même pour ces enquêtes ?
- Indice de prix en zone Euro (estimation Flash) et en Allemagne
- Confiance du consommateur en France et évolution des inscriptions à Pole Emploi
- Chiffres du marché du travail en Allemagne
- Consommation des ménages aux Etats-Unis
- Inflation au Japon



## Les points majeurs à retenir du 17 au 23 Septembre

- Les enquêtes en Chine et en zone Euro suggèrent toujours une contraction de l'activité. Si le rythme de repli semble se stabiliser en Chine, il a eu tendance à s'accélérer en zone Euro et l'on ne peut exclure une nouvelle contraction du PIB au 3<sup>ème</sup> trimestre.
- Les indicateurs américains sur l'immobilier ont été plutôt robustes. Les constructeurs vont construire davantage et cela dopera à terme les mises en chantier. La revente des maisons a été robuste. On constate l'intérêt via un effet de richesse de favoriser le marché immobilier américain
- Les agents économiques américains ont des comportements différenciés vis-à-vis de la dette. Les ménages continuent de se désendetter alors que l'Etat accumule une dette considérable. L'arbitrage entre les deux permet à l'activité de continuer de fonctionner.



## L'impact de la zone Euro sur la dynamique globale (page 2)

- La faible dynamique de l'activité en zone Euro a un impact sur l'activité mondiale
- Ses contributions au commerce mondial et à la production industrielle mondiale sont négatives
- Cela pénalise les exportations d'autres zones (Chine, Brésil par exemple) et limite la capacité de ses autres zones à retrouver une allure plus positive
- La mise en place de politiques budgétaires plus rigoureuses va accentuer ce phénomène et peser de ce fait très lourdement sur l'emploi



## Les graphes dans le document (pages 5 à 6)

- La dynamique toujours modérée du commerce mondial
- La distribution géographique de la production industrielle mondiale
- L'évolution de l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat aux USA
- Les enquêtes des régions de New-York et de Philadelphie en Septembre aux USA
- L'indice des constructeurs de maisons aux USA (toujours en hausse)
- L'évolution de la revente des maisons aux USA (et sa cohérence avec la consommation)
- L'indice PMI/Markit/HSBC indique toujours un repli de l'activité en Chine en Septembre
- L'indice PMI/Markit pour la zone Euro pointe vers la récession

Direction de la Recherche Economique

## QUEL EST L'IMPACT DE LA ZONE EURO SUR LA DYNAMIQUE GLOBALE ?

La zone Euro est sur une trajectoire d'activité très médiocre. Depuis 3 trimestres le PIB de la zone est négatif ou nul. Ces données ne seraient pas problématiques si elles n'avaient une incidence sur l'évolution des autres zones géographiques.

Quatre graphiques permettent de rendre compte de cette interdépendance de l'Europe avec le reste du monde.

Le premier graphique retrace les contributions de chaque grande zone à la croissance du commerce mondial. Celui-ci ne progresse pas actuellement sur un rythme rapide (voir le graphe page 5). La décomposition permet de visualiser le frein engendré par la situation européenne sur cet indicateur. Toutes les zones contribuent positivement sauf la zone Euro.

Cette évolution limitée de l'activité en Europe a une incidence directe sur les échanges extérieurs des grands pays exportateurs. C'est ce que l'on perçoit en observant que les exportations vers l'Europe ont une contribution négative à la croissance annuelle des exportations chinoises. L'Asie et les Etats-Unis ont des contributions réduites mais positives. Ce deuxième graphique montre aussi qu'avant la crise la contribution de l'Europe était très importante. Le changement radical relevant directement de la situation européenne pénalise fortement l'activité chinoise. Des observations du même ordre pourraient être faites pour les échanges avec le Brésil pour lequel l'Europe est un débouché majeur.

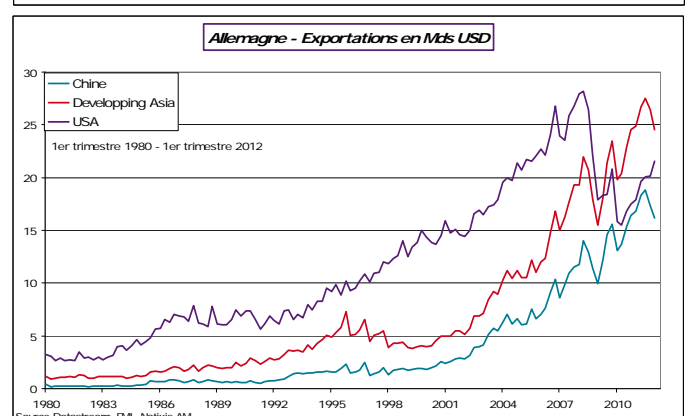
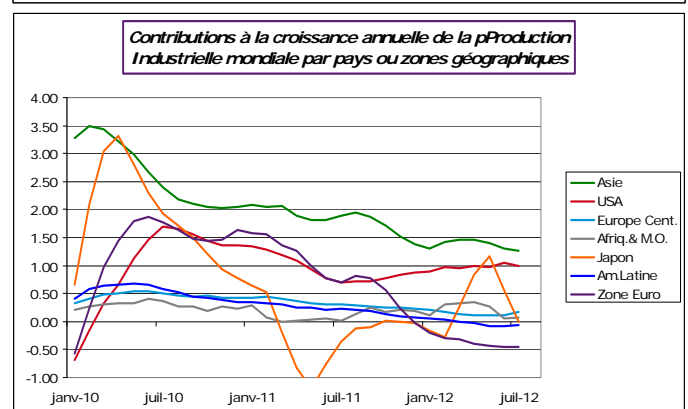
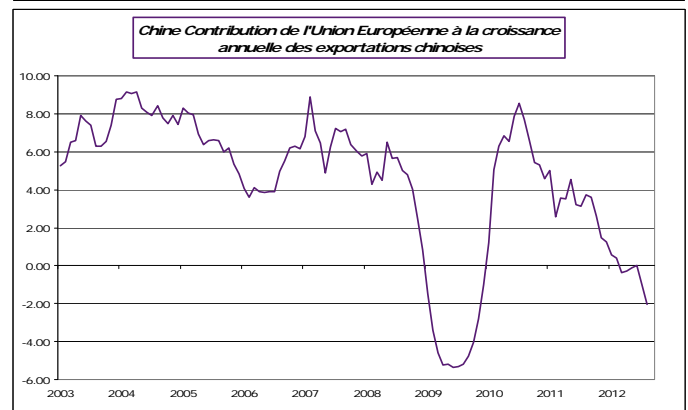
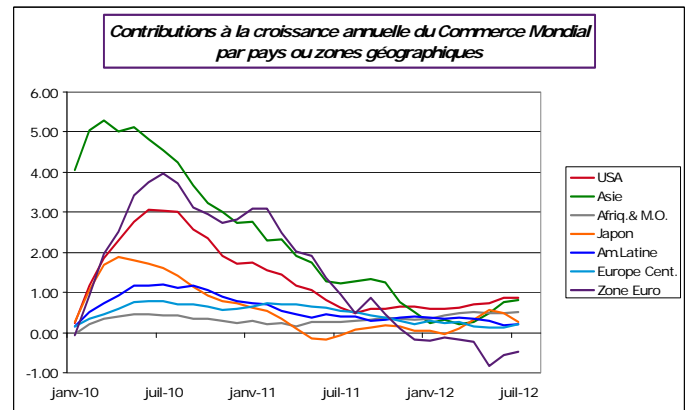
Le troisième graphe exprime la contribution de la zone Euro à la croissance annuelle de la production industrielle mondiale. Là aussi le frein est manifeste et la zone Euro n'a pas l'impact attendu d'un acteur de cette taille.

Le caractère global de l'économie mondialisée fait que les européens sont aussi sensibles aux évolutions du reste du monde. Le 4<sup>ème</sup> graphique montre l'évolution de la structure des exportations allemandes. On note la plus grande sensibilité du commerce extérieur allemand à l'Asie en développement depuis le début de la crise. Les flux sont désormais plus importants que vers les Etats-Unis. Le ralentissement de la zone Euro a une incidence sur l'activité en Asie via le ralentissement des échanges. Cela pénalisera alors l'activité en Allemagne. A une échelle plus réduite on peut faire la même analyse pour la France. La structure de ses exportations a aussi évolué vers une plus grande sensibilité à l'Asie.

Cette situation pose la question de la stratégie mise en œuvre en zone Euro. Le consommateur européen ne dépense plus. Sa consommation est 1% en dessous du pic d'avant crise. Les entreprises sont très hésitantes pour investir. L'investissement global est à 15.8% au-dessous du niveau d'avant crise. Ce cocktail a un impact déjà négatif sur l'activité mondiale comme cela a été évoqué.

On voit bien dans ce cadre que la mise en place de politique d'austérité est un facteur qui pénalise l'économie globale et ne permet pas à celle-ci de retrouver une allure plus robuste. Bien sûr il n'y a pas que la zone Euro à contraindre la situation globale mais son rôle est majeur compte tenu de son poids.

La récession européenne tire l'activité mondiale vers le bas. Réduire la demande de façon supplémentaire par des politiques d'austérité va pénaliser les exportations chinoises, brésiliennes ou américaines et donc leur activité et in fine les exportations européennes. Cette logique n'est pas vertueuse. Elle ne le serait éventuellement que si l'économie globale suivait une trajectoire très robuste qui absorberait les attermoissements de l'Europe. Mais ce n'est pas le cas et le risque, comme la longueur de la croissance mondiale ne va pas s'estomper très vite, est que la dynamique de l'économie globale ne passe plus aussi directement par l'Europe. Le risque est un coût très élevé en emplois pour la zone Euro. On pourra toujours accuser les autres mais la responsabilité des européens restera ici particulièrement forte.



# ANTICIPATIONS HEBDO

24 Septembre 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 21 SEPTEMBRE 2012

|                       | Cours    |          | Sur un an (clôture) |          | Var. en monnaie locale |       |       | Variation en euro |       |      |
|-----------------------|----------|----------|---------------------|----------|------------------------|-------|-------|-------------------|-------|------|
|                       | 31/12/11 | 21/09/12 | Min                 | Max      | 1 an                   | YTD   | 1s    | 1 an              | YTD   | 1 s  |
| <b>CAC 40</b>         | 3159.81  | 3530.72  | 2781.68             | 3594.83  | 26.93                  | 11.74 | -1.42 |                   |       |      |
| <b>DAX</b>            | 5898.35  | 7451.62  | 5164.21             | 7451.62  | 44.29                  | 26.33 | 0.53  |                   |       |      |
| <b>EuroStoxx</b>      | 2316.55  | 2577.08  | 1995.75             | 2608.42  | 29.13                  | 11.25 | -0.67 |                   |       |      |
| <b>FTSE</b>           | 5572.28  | 5852.62  | 4944.44             | 5965.58  | 16.09                  | 5.03  | -1.06 | 27.51             | 9.79  | 0.20 |
| <b>SNP 500</b>        | 1257.60  | 1460.15  | 1099.23             | 1465.77  | 29.27                  | 16.11 | -0.38 | 34.01             | 16.04 | 0.84 |
| <b>Nasdaq</b>         | 2605.15  | 3179.96  | 2335.83             | 3183.95  | 29.49                  | 22.06 | -0.13 | 34.25             | 21.99 | 1.10 |
| <b>Nikkei 225</b>     | 8455.35  | 9110.00  | 8160.01             | 10255.15 | 6.42                   | 7.74  | -0.54 | 7.72              | 6.00  | 0.89 |
| <b>MSCI Emerging</b>  | 916.39   | 1006.60  | 831.22              | 1079.94  | 14.30                  | 9.84  | -0.74 | 18.50             | 9.78  | 0.48 |
| <b>MSCI World USD</b> | 1182.60  | 1338.05  | 1074.50             | 1347.61  | 22.83                  | 13.15 | -0.71 | 27.34             | 13.08 | 0.51 |

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 21 SEPTEMBRE 2012

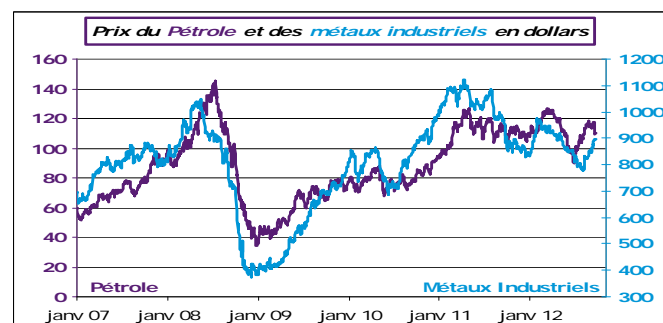
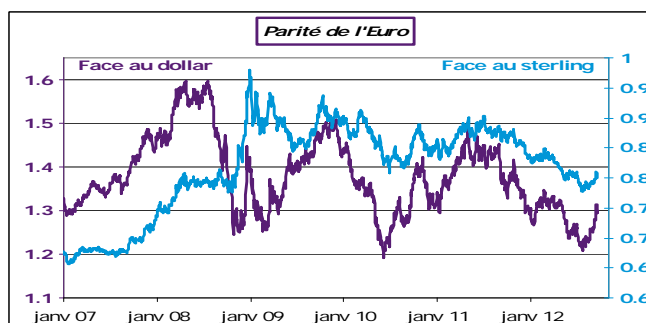
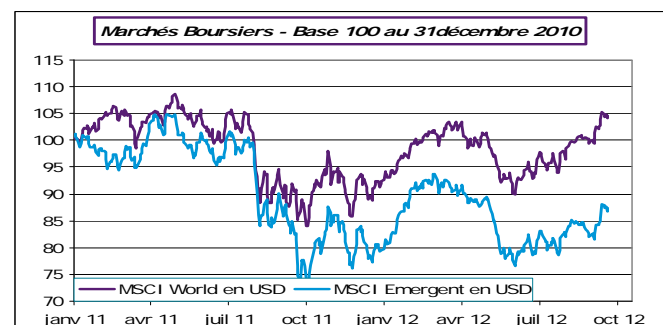
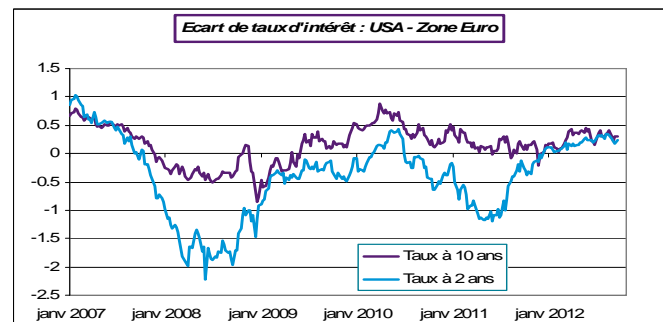
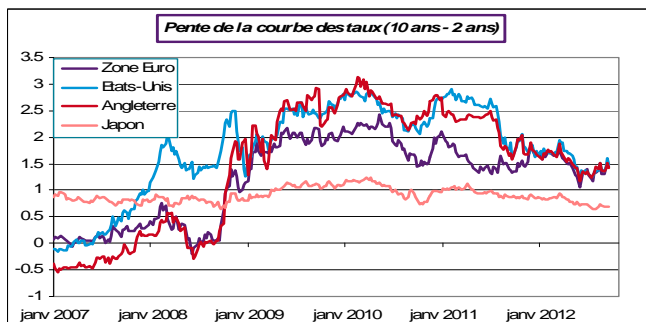
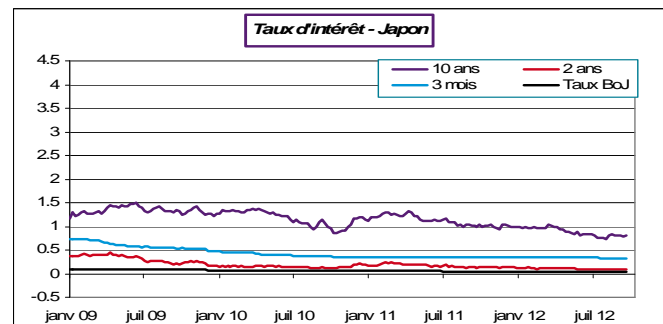
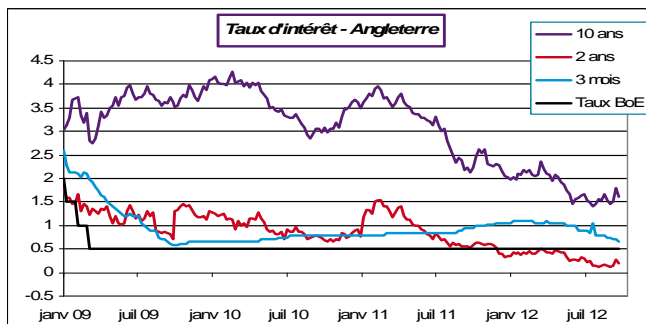
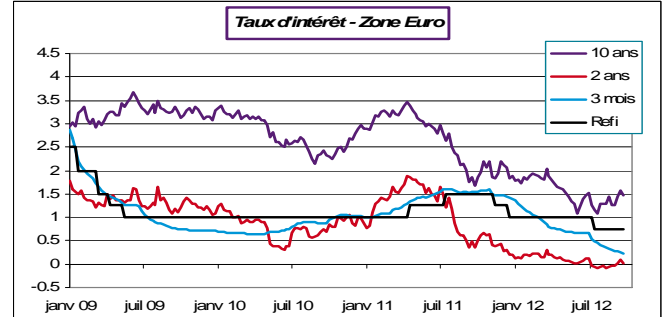
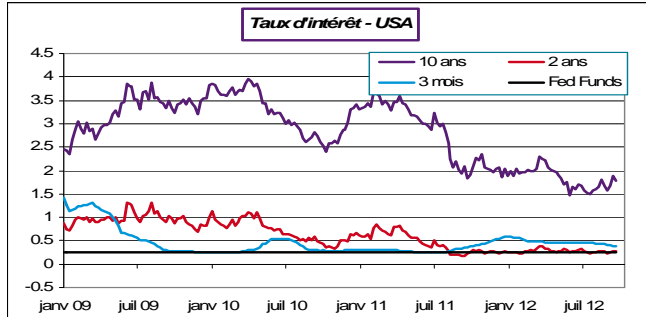
|                        | Taux d'intérêt au 21 Septembre 2012 |                           |                          |                          |                          |                         |                          | Taux de référence<br>31 Décembre 2011 |        |       |        |
|------------------------|-------------------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------------------|--------|-------|--------|
|                        | 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                   |                                       |        |       |        |
| <b>USA</b>             | 0 - 0.25                            | 0.369                     | 0.27                     | 1.77                     | -0.02                    | 0.00                    | -0.11                    | 0 - 0.25                              | 0.58   | 0.25  | 1.89   |
| <b>Zone Euro</b>       | 0.75                                | 0.228                     | 0.029                    | 1.47                     | -0.02                    | -0.06                   | -0.10                    | 1                                     | 1.36   | 0.13  | 1.78   |
| <b>UK</b>              | 0.5                                 | 0.65                      | 0.192                    | 1.618                    | -0.05                    | -0.09                   | -0.17                    | 0.5                                   | 1.05   | 0.34  | 1.98   |
| <b>Japon</b>           | 0.1                                 | 0.328                     | 0.1                      | 0.800                    | 0.00                     | 0.00                    | 0.02                     | 0.1                                   | 0.34   | 0.12  | 0.99   |
| <b>ECART DE TAUX</b>   |                                     | <b>3 mois* (21/09/12)</b> | <b>2 ans (21/09/12)</b>  | <b>10 ans (21/09/12)</b> | <b>3 mois (31/12/11)</b> | <b>2 ans (31/12/11)</b> | <b>10 ans (31/12/11)</b> |                                       |        |       |        |
| <b>USA – Zone Euro</b> |                                     | 0.14 (0.14) <sup>§</sup>  | 0.24 (0.18) <sup>§</sup> | 0.30 (0.31) <sup>§</sup> | -0.775                   | 0.116                   | 0.106                    |                                       |        |       |        |
| <b>UK – Zone Euro</b>  |                                     | 0.42 (0.45) <sup>§</sup>  | 0.16 (0.19) <sup>§</sup> | 0.15 (0.22) <sup>§</sup> | -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 21 SEPTEMBRE 2012

|   | Cours         |          | Variation |       |       |      |
|---|---------------|----------|-----------|-------|-------|------|
|   | 31/12/2011    | 21/09/12 | 1 Semaine | YTD   | 1 an  |      |
| <b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>    | 1.298         | 1.299    | -1.21     | 0.06  | -3.54 |      |
| <b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>       | 99.880        | 101.522  | -1.41     | 1.64  | -1.20 |      |
| <b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>  | 0.835         | 0.799    | -1.08     | -4.38 | -8.54 |      |
| <b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>     | 77.740        | 78.360   | 0.91      | 0.80  | 2.10  |      |
| <b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b> | 1.554         | 1.625    | 0.05      | 4.59  | 5.95  |      |
| <b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>    | 6.294         | 6.305    | -0.15     | 0.18  | -1.31 |      |
| <b>Prix du baril de Brent</b>                     | <b>Dollar</b> | 108.28   | 109.85    | -6.76 | 1.45  | 0.43 |
|   | <b>Euro</b>   | 83.41    | 84.57     | -5.62 | 1.39  | 4.11 |
| <b>Prix de l'Ounce d'or</b>                       | <b>Dollar</b> | 1574.57  | 1772.07   | -0.13 | 12.54 | 2.45 |
|   | <b>Euro</b>   | 1212.94  | 1364.29   | 1.09  | 12.48 | 6.21 |

## Indicateurs Financiers au 21 Septembre 2012



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE GLOBALE

#### Dynamique du Commerce Mondial en Juillet

La progression du commerce mondial est toujours très lente. Cela s'observe sur le graphe de droite. Depuis novembre 2011 le chiffre de progression annuelle est en dessous de la bande bleue. Dans le détail, la zone Euro pèse très lourd dans le profil de l'indicateur global puisque sa contribution est négative depuis la fin 2011. Cependant, aucune zone ne dispose d'une dynamique très robuste. Il n'y a pas une zone à l'exception de l'Afrique et du Moyen Orient dont la progression sur un an soit supérieure à sa moyenne historique, notamment l'Asie émergente qui est en dessous de son équivalent de la bande bleue du graphe.

Ce qui importe ici est qu'il n'y a pas de source forte d'impulsion du commerce mondial et surtout pas de la zone Euro qui est pourtant le principal client de nombreuses autres zones. La crise de la zone Euro a une responsabilité majeure.

#### Production Industrielle mondiale en Juillet

Le profil de la production industrielle est un peu plus robuste que celui du commerce mondial. La croissance sur un an est de 3.5% soit le même niveau que celui constaté sur la période 1992-2007. Quand on regarde le graphe on note cependant que l'indice mondial est calé sur le niveau 110 depuis mars 2012. Cela reflète principalement la stagnation de l'indice de la zone Euro et le repli de l'indice japonais. On notera aussi que si l'indice asiatique continue de progresser il le fait sur un rythme plus faible et donc avec une contribution plus limitée à la croissance globale. C'est ce point qui est préoccupant car on observe l'importance qu'a pu avoir cette région dans la reprise de l'activité globale. La moindre croissance de l'économie chinoise est perceptible par ce biais. On relèvera la bonne orientation de la production industrielle américaine jusqu'en juillet (en Août nous observons la semaine dernière une plus grande fragilité)

### ECONOMIE AMÉRICAINE

#### Evolution de l'endettement au 2<sup>ème</sup> trimestre 2012

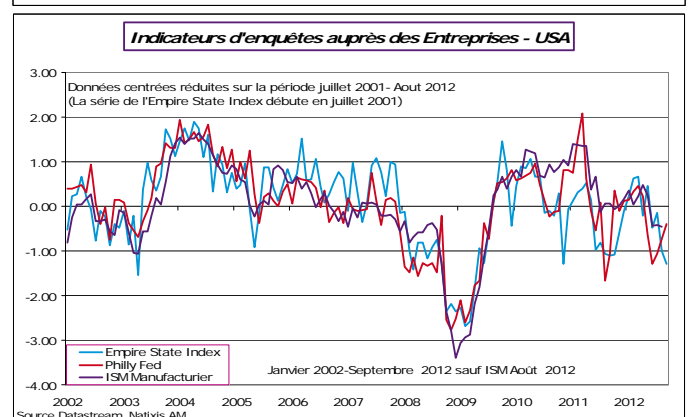
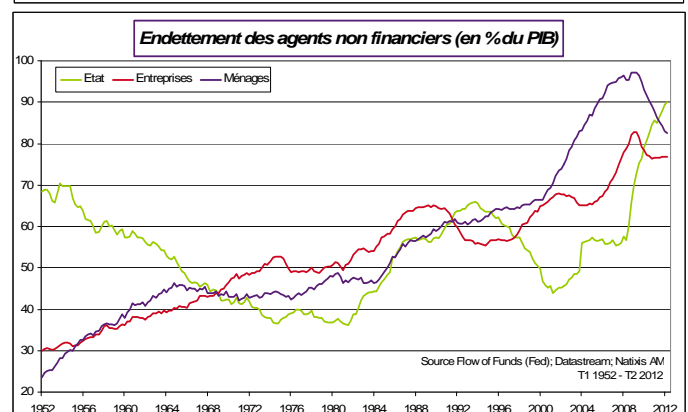
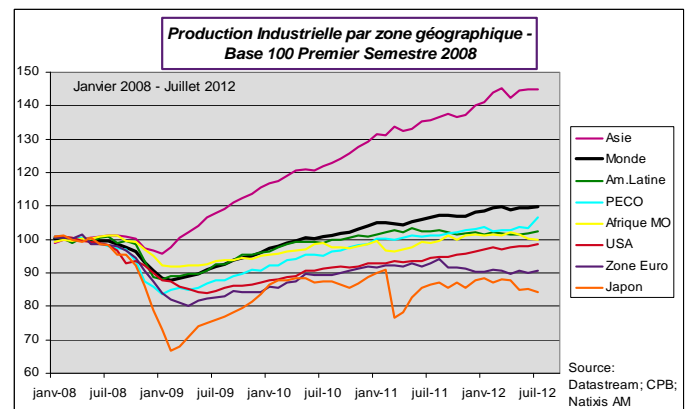
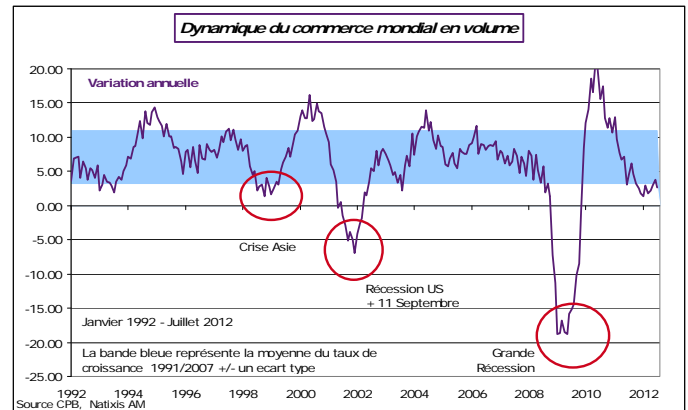
La publication des comptes financiers américains permet de visualiser l'évolution de l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat. On constate à la lecture du graphe que le processus d'ajustement fonctionne. La dette des ménages qui frôlait les 100 % du PIB au début de l'année 2009 est désormais à 82.6%. Le processus de désendettement sera long à s'accomplir mais il progresse. Dans le même temps la dette de l'Etat augmente. L'ajustement macroéconomique passe d'abord par ce transfert de dette pour que l'économie continue de fonctionner (si l'Etat réduit sa dette en même temps que les ménages plus personne n'adresse de demande aux entreprises).

Dans un deuxième temps, lorsque la croissance sera plus robuste, il sera possible de voir l'ensemble des acteurs de l'économie réduire leur dette. Cela se fera alors par une hausse plus rapide du PIB. On notera la relative stabilité de la dette des entreprises.

#### Enquêtes de la Fed de New York et de Philadelphie

A New-York l'indice baisse de façon significative passant très au-delà d'un écart type. C'est la courbe bleue qui plonge. Cette tendance reflète un repli rapide des commandes et de l'emploi. L'indice de la Fed de Philadelphie s'est repris mais reste plutôt bas et les indicateurs détaillés se stabilisent notamment les commandes qui baisse un peu moins vite (indice en dessous de la moyenne)

Les indicateurs montrent toujours une situation fragile. L'indice ISM du secteur manufacturier pourrait s'infléchir en Septembre



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Indice des constructeurs de maison en Septembre

L'indice continue de rebondir. Cela est très clairement visible sur le graphique. C'est un bon signal car il est toujours suivi après un délai par une progression des constructions de maisons. Les inflexions communes entre les deux indicateurs sur le graphe témoignent de cette cohérence.

#### Revente de maisons

Le deuxième graphique montre la cohérence entre la revente de maison et l'évolution de la consommation de ménages américains. Il y a des délais importants mais il y a une bonne cohérence qui laisse imaginer une meilleure tenue de la consommation au tournant de l'année 2013.

On perçoit bien la logique sous jacente et c'est une des raisons qui pousse la Fed à être très actif sur le marché du financement de l'immobilier (via les rachats de MBS).

La maison est en moyenne pour le ménage américain son principal patrimoine. Lorsque le marché de l'immobilier va bien, ce ménage va pouvoir l'utiliser comme collatéral soit pour s'endetter, comme cela a été le cas durant la première partie des années 2000 expliquant ainsi l'accélération majeure de l'endettement dans le graphe précédent, soit pour réduire son épargne parce que sa maison devient son épargne. Il peut dans l'un ou l'autre cas dépenser davantage. Jusqu'à présent le marché était déprimé tant sur les prix que sur les transactions, cela rendait les ménages plutôt attentistes. Si ce marché retrouve une allure plus robuste alors cela pourra être un soutien à la croissance comme le suggère le 2<sup>ème</sup> graphique. C'est ce qu'à Bernanke à l'esprit quand il veut soutenir le financement immobilier. En outre l'effet d'une reprise de la construction aurait un effet fort sur l'emploi (2 200 000 emplois ont été perdus dans le secteur depuis avril 2006)

### ECONOMIE CHINOISE

#### Enquête PMI/Markit/HSBC pour le mois de Septembre

L'indice du secteur manufacturier pour l'économie chinoise est resté bas en septembre à 47.8 contre 48.6 en août. L'activité continue de se contracter rapidement. Sur le trimestre la moyenne est à 48.3 contre 48.7 au printemps. La dynamique des nouvelles commandes reste préoccupante comme le suggère le graphe. Le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks corrige le point bas d'août mais ne suggère pas une accélération rapide de la production puisque les stocks sont importants relativement aux commandes. Les nouvelles commandes à l'exportation sont aussi sur un niveau très bas.

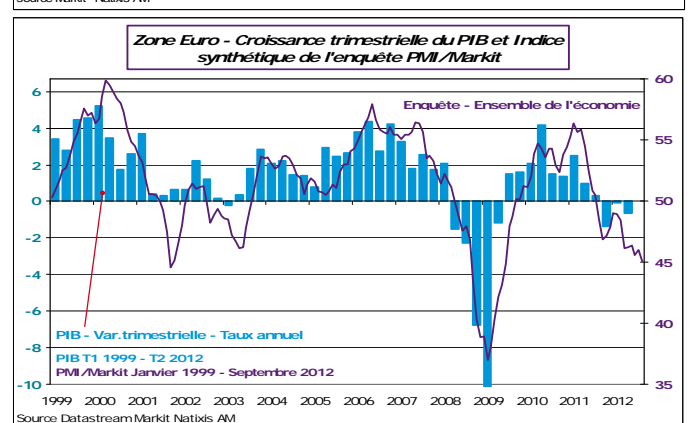
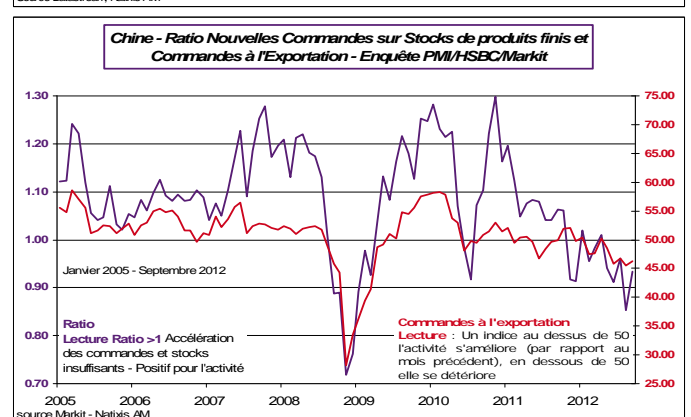
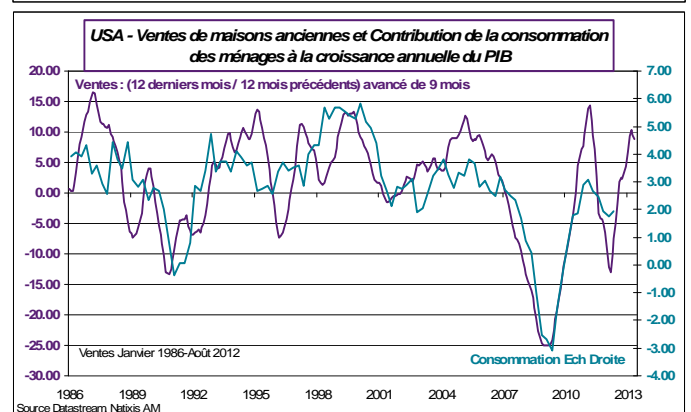
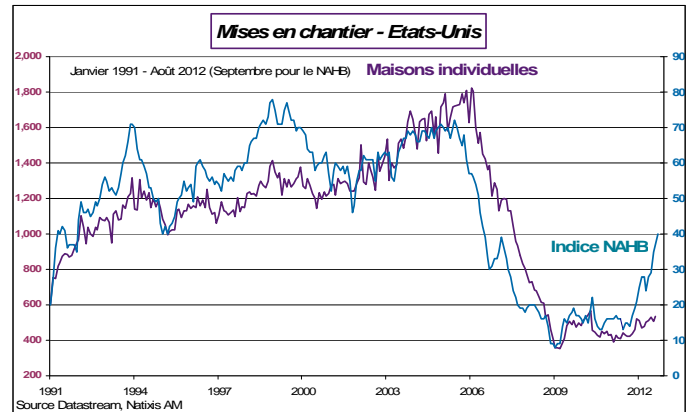
L'activité en Chine reste morose et n'est pas susceptible d'être une source de reprise rapide du commerce mondial. C'est cet aspect qui est préoccupant.

### ECONOMIE DE LA ZONE EURO

#### Enquête PMI/Markit du mois de septembre

Comme le suggère le graphe, l'activité continue de s'étioler en zone Euro. L'indice synthétique chute à un niveau qui n'avait pas été atteint depuis juillet 2009. L'indice moyen pour le T3 chute encore par rapport à la moyenne du printemps. Cela devrait se traduire par une contraction du PIB. Si la situation se stabilise dans le secteur manufacturier (indice à 46 contre 45 en août), elle se détériore rapidement dans les services.

Par pays, la situation se stabilise en Allemagne mais marque toujours une contraction rapide de l'activité. Elle se détériore très vite en France suggérant un repli rapide en récession. On ne dispose pas d'informations sur les autres pays.



# ANTICIPATIONS HEBDO

24 Septembre 2012