



Les attentes de la semaine du 17 au 24 Décembre

- Les enquêtes de conjoncture pour le mois de décembre seront importantes pour bien comprendre la façon dont on abordera l'année 2013. Aux USA ce sont les enquêtes de la Fed de New York et celle de la Fed de Philadelphie qui seront remarquées. En Europe, les enquêtes en Allemagne (IFO), France (INSEE) et Royaume Uni (CBI) seront observées avec attention.
- Indicateurs de dépenses des ménages au Royaume Uni et en Italie (ventes de détail)
- Aux USA on notera les indicateurs immobiliers (NAHB et mises en chantier). On notera aussi l'indicateur de commandes de biens d'équipement (sous composante des commandes de biens durables) pour évaluer la dynamique de l'investissement. On regardera aussi les revenus et la consommation des ménages en novembre



Les points majeurs à retenir en Europe du 10 au 16 Décembre

- L'emploi continue de se contracter rapidement. C'est la conséquence d'une croissance morose depuis le printemps 2011. La crainte est que cela se prolonge en 2013.
- Les enquêtes PMI/Markit montrent une stabilisation en zone Euro mais avec une allure toujours en contraction. La situation allemande, grâce aux services, va mieux tout en restant sous le seuil de 50. Pas d'amélioration en France ou l'indice globale est à 45.1. Ces éléments sont compatibles avec un repli du PIB de 0.3-0.4 % en T4.
- Les européens ont trouvé un accord sur le rôle de la BCE dans la supervision du secteur bancaire. Pour l'instant 200 banques seront supervisées par la BCE directement, les autres banques le seront par leurs autorités nationales. C'est une première avancée importante mais beaucoup reste à faire avant sa mise en œuvre début 2014.
- Les gouvernements européens restent frileux quant à la possibilité d'un budget fédéraliste même d'ampleur limité. Cette partie du rapport Van Rompuy a été retirée



Les points majeurs à retenir aux USA du 10 au 16 Décembre

- La Fed change sa communication et l'arrimage des anticipations des acteurs de l'économie en indiquant qu'elle envisagerait de faire évoluer ses taux d'intérêt si le taux de chômage revenait à 6.5% contre 7.7% en novembre 2012. En reprenant les projections de la Fed (chômage à 6.5% en 2015), et en utilisant une fonction de réaction de la Fed on peut avoir une idée sur le profil de la politique monétaire. En simulant le modèle à partir des données observées on note qu'à partir d'avril 2009 le taux des Fed funds devenait négatif (voir page 6). Ils le sont encore en novembre 2012. Aujourd'hui encore la Fed est restrictive. Si l'on simule cette fonction de réaction, le taux des Fed funds redevient positif fin 2013.
- Par cette méthode la Fed souhaite mieux maîtriser les anticipations des investisseurs pour que ceux-ci ne réagissent pas trop vite et trop brutalement.



Les points majeurs à retenir en Asie du 10 au 16 Décembre

- L'indice de l'enquête PMI/Markit/HSBC est revenu au-dessus du seuil de 50 pour le 2^{ème} mois consécutif. Cette amélioration est dépendante principalement du marché intérieur car les commandes en provenance de l'extérieur se sont légèrement repliées en décembre
- L'économie chinoise se stabilise mais il n'y a pas de rebond spectaculaire.
- Le déficit commercial indien a atteint -19 Mds \$ en novembre, après avoir atteint un plus bas historique en octobre à -21 Mds
- Les déséquilibres extérieurs fragilisent davantage la roupie indienne. La devise indienne s'est dépréciée contre dollar reflétant les craintes des investisseurs sur la situation économique du pays. L'activité ralentit et l'inflation reste élevée, ce qui limite les marges de manœuvre de la banque centrale pour soutenir l'activité. Une baisse des taux est probable rapidement.

ANTICIPATIONS HEBDO

17 Décembre 2012

MARCHE DES ACTIONS AU 14 DECEMBRE 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	14/12/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3159.81	3643.28	2950.47	3646.66	22.57	15.30	1.04			
DAX	5898.35	7596.47	5670.71	7614.79	33.23	28.79	1.05			
EuroStoxx	2316.55	2630.54	2068.66	2630.54	19.42	13.55	1.12			
FTSE	5572.28	5921.76	5260.19	5965.58	9.92	6.27	0.12	13.58	9.16	-0.65
SNP 500	1257.60	1413.58	1205.35	1465.77	15.90	12.40	-0.32	15.35	11.31	-1.69
Nasdaq	2605.15	2971.33	2523.14	3183.95	16.28	14.06	-0.23	15.73	12.95	-1.60
Nikkei 225	8455.35	9737.56	8295.63	10255.15	15.90	15.16	2.21	7.35	5.09	-0.57
MSCI Emerging	916.39	1042.82	882.46	1079.94	15.34	13.80	1.83	14.80	12.69	0.43
MSCI World USD	1182.60	1325.49	1135.30	1347.61	15.62	12.08	0.36	15.07	10.99	-1.03

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 14 DECEMBRE 2012

	Taux d'intérêt au 14 Décembre 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	0.308	0.24	1.72	0.00	-0.01	0.08	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89	
Zone Euro	0.75	0.184	-0.034	1.22	0.00	0.03	0.06	1	1.36	0.13	1.78	
UK	0.5	0.53	0.38	1.872	0.00	0.09	0.13	0.5	1.05	0.34	1.98	
Japon	0.1	0.319	0.1	0.712	0.00	0.01	0.03	0.1	0.34	0.12	0.99	
ECART DE TAUX		3 mois* (14/12/12)	2 ans (14/12/12)	10 ans (14/12/12)	3 mois (31/12/11)	2 ans (31/12/11)	10 ans (31/12/11)					
USA – Zone Euro		0.12 (0.12) §	0.27 (0.31) §	0.50 (0.47) §	-0.775	0.116					0.106	
UK – Zone Euro		0.35 (0.34) §	0.42 (0.36) §	0.65 (0.58) §	-0.306	0.205					0.197	

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

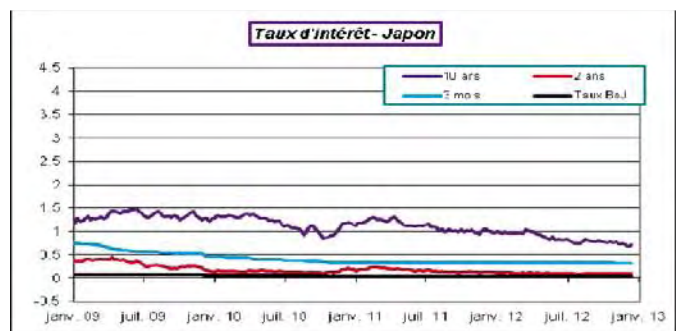
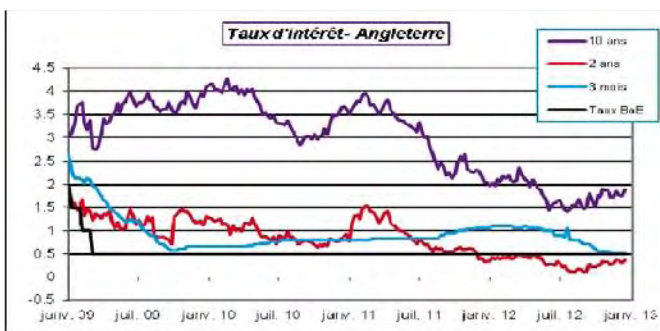
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 14 DECEMBRE 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	14/12/12	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.298	1.311	1.40	0.98	0.48	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	99.880	109.460	2.79	9.59	7.96	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.835	0.812	0.67	-2.85	-3.46	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	77.740	83.710	1.48	7.68	7.51	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.554	1.612	0.62	3.73	3.82	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.294	6.242	0.18	-0.83	-1.68	
Prix du baril de Brent	Dollar	108.28	109	1.78	0.66	3.86
	Euro	83.41	83.15	0.38	-0.31	3.37
Prix de l'Once d'or	Dollar	1574.57	1696.66	-0.33	7.75	6.44
	Euro	1212.94	1294.29	-1.70	6.71	5.94

ANTICIPATIONS HEBDO

17 Décembre 2012

Indicateurs Financiers au 14 Décembre 2012



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Evolution de l'Emploi au 3^{ème} trimestre

L'emploi en zone Euro a reculé de -0.75% en taux annualisé au 3^{ème} trimestre de cette année. Sur un an le repli est de -0.73%.

C'est le 5^{ème} trimestre consécutif de baisse de l'emploi. Le point préoccupant est que le niveau d'emploi est pour le 3^{ème} trimestre consécutif en-dessous du point bas touché pendant la récession de 2008/2009. En d'autres termes, s'il y a eu un rebond sur l'activité entre le point bas du T2 2009 et le point haut du T3 2011 (+4% entre les 2 dates) cela n'a pas été le cas sur l'emploi. L'amélioration de l'emploi entre le point bas du T1 2010 et le point haut du T2 2011 n'a été que de 0.6% avant de rebaisser depuis de -0.9%.

C'est cette dynamique qui est la plus préoccupante car l'absence de reprise significative de l'activité durant l'année 2013 ne va pas permettre d'inverser la tendance. C'est cela le principal point de préoccupation pour l'année à venir car le taux de chômage est déjà à 11.7 % ce qui pour la zone Euro depuis 1995 son point le plus haut. On doit imaginer que le chômage va encore augmenter et avec lui des risques d'instabilité.

Indicateurs d'enquête PMI/Markit pour décembre

Le graphe ci-contre montre l'évolution des indices synthétiques de l'enquête pour le mois de décembre. On dispose du détail pour l'Allemagne et la France mais pas encore pour les autres pays qui sont regroupés dans la courbe verte. L'indice de la zone Euro s'améliore comme le montre le graphe mais reste très largement au-dessous du seuil de 50. En d'autres termes l'activité continue de se contracter nettement au sein de la zone. Le rebond de l'Allemagne vient principalement des services alors que celui du secteur manufacturier est quasi stable depuis le début de l'automne. En France l'indice synthétique reste à un très bas niveau traduisant une contraction rapide de son activité. C'est une situation préoccupante. L'indice des autres pays de la zone Euro reste sensiblement au-dessus de l'indice français.

Les chiffres de la zone Euro sont toujours compatibles avec une contraction du PIB au 4^{ème} trimestre (entre -0.3 et -0.4%).

Production Industrielle en Octobre en Europe

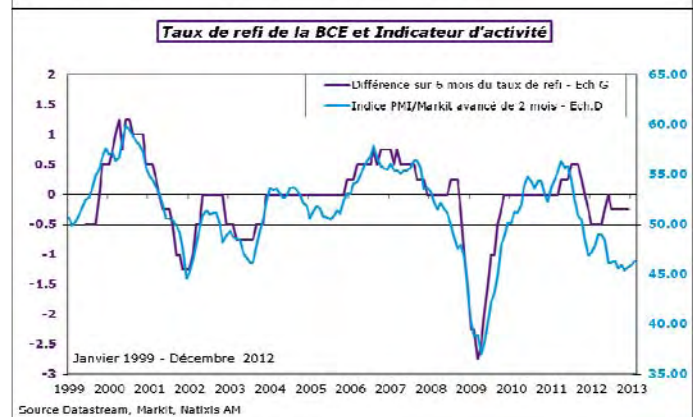
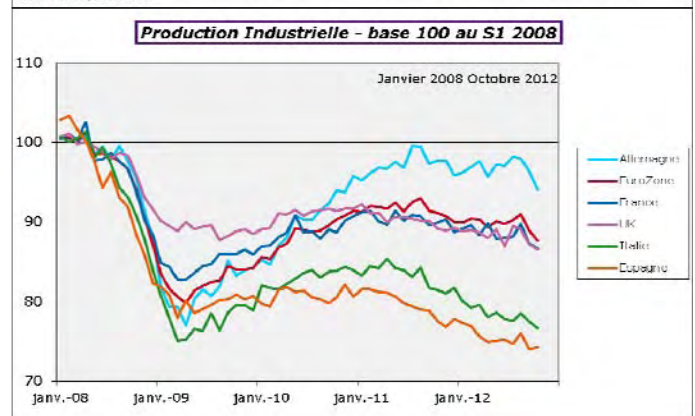
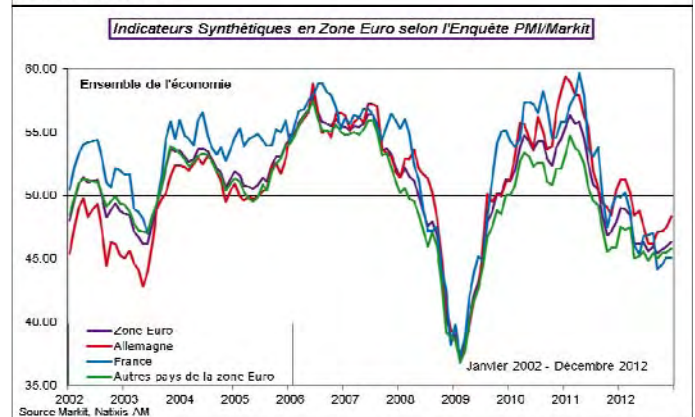
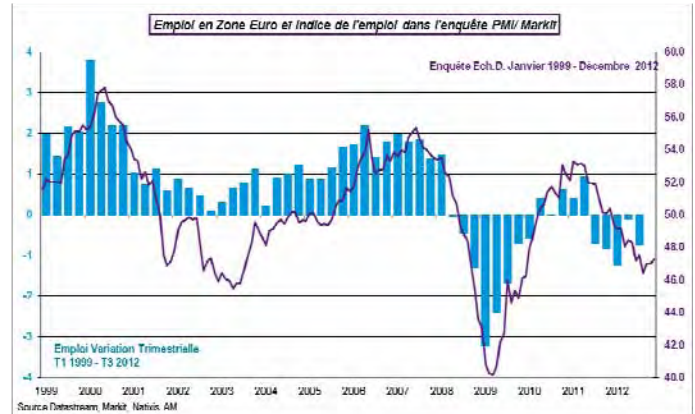
Allure préoccupante des indices de production industrielle en Europe pour le mois d'octobre. En zone Euro, l'indice est ainsi -2.6 % au-dessous de la moyenne du 3^{ème} trimestre. En raison des faibles commandes observées dans l'enquête PMI/Markit il est peu probable que cette dynamique puisse s'inverser rapidement. La même comparaison donne un chiffre de -3.55% en Allemagne, de -1.9 % en France et de -2.4% au Royaume Uni. Le rebond de l'été est passé. Comme les indicateurs de commandes pour ces pays sont encore fragiles, n'imaginons pas d'inversion forte et brutale des tendances. L'Italie et l'Espagne sont toujours en grandes difficultés. L'indice italien est 1.6% au-dessous de sa moyenne du T3 et l'indice espagnol à -0.9%. Pour ces deux derniers pays, le niveau de l'activité est particulièrement faible. Dès lors même si la situation ne se dégrade plus aussi rapidement, le niveau pénalise l'ampleur et l'impact de la reprise qui pourrait se mettre en œuvre.

La Politique Monétaire et la Conjoncture

Le graphe ci-contre reprend la cohérence qui peut exister entre l'évolution de la conjoncture vue à travers l'indice PMI/Markit et le changement sur 6 mois du taux de refinancement de la BCE.

Le lien est fort puisqu'en fait, comme la BCE est crédible sur la gestion de l'inflation, elle peut se concentrer sur l'activité.

On note cependant que la contrainte de taux bas pèse sur le comportement de la BCE. Le taux refi est à 0.75%. Le graphique suggère qu'elle a des marges de manœuvres (vers 0.5%). C'est un élément supplémentaire qui pourrait permettre de favoriser le retour de la croissance.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE ALLEMANDE

Les 3 indicateurs de conjoncture

Le graphe ci-contre reprend les 3 principales enquêtes menées en Allemagne auprès des entreprises. Les résultats sont pour décembre pour les enquêtes ZEW et PMI/Markit et Novembre pour l'IFO.

Les indices sont centrés et réduits afin de faciliter la comparaison. Le 0 est pour chaque indice sa moyenne sur la période.

Le rebond de l'indice ZEW reflète l'appréhension plus positive de l'environnement financier. L'enquête est faite auprès des analystes financiers. De fait l'ensemble d'information est le même pour percevoir l'allure du Dax et celle de la partie anticipation de l'enquête ZEW. La réduction de l'aversion au risque qui a tiré les marchés vers le haut à un impact fort sur le ZEW. L'indice PMI reste encore à un niveau réduit mais il s'est retourné traduisant l'amélioration dans le secteur des services. C'est un secteur très lié au marché intérieur. La composante "manufacturière" est étale depuis le début de l'automne. Cela reflète une dynamique globale réduite et la très faible évolution du commerce mondial. La stabilisation de l'économie allemande ne s'opère donc pas sur les critères habituels, c'est sûrement pour cela que l'on ne peut pas s'attendre à une rupture forte à la hausse.

Exportations et Commandes à l'exportation

Le graphe ci-contre montre l'évolution parallèle des exportations en volume (et en variation sur 3 mois) et l'indice des Nouvelles Commandes à l'exportation. Les inflexions sont généralement situées à des périodes comparables. Sur le dernier point on note que la variation sur 3 mois des exportations est nulle. Au regard du niveau de l'indice des commandes il est probable que l'ajustement va continuer. Cela pèsera nettement sur la conjoncture allemande au cours des premiers mois de 2013.

En outre comme le commerce mondial est sur une dynamique réduite on ne peut espérer de changement rapide.

ECONOMIE FRANÇAISE

Emploi au 3^{ème} trimestre

La dynamique de l'emploi reste très faible comme le montre le graphique ci-contre. J'ai mis les évolutions comparées du PIB et de l'emploi marchand. La dynamique de reprise a été beaucoup plus faible sur le marché du travail que sur l'activité. C'est habituel car la reprise s'accompagne de compensation de gains de productivité. Ceux perdus lors de la phase de chute de l'activité sont regagnés dans la période de reprise. (la courbe bleue passe sous la courbe violette (perte de productivité) puis l'inverse qui compense).

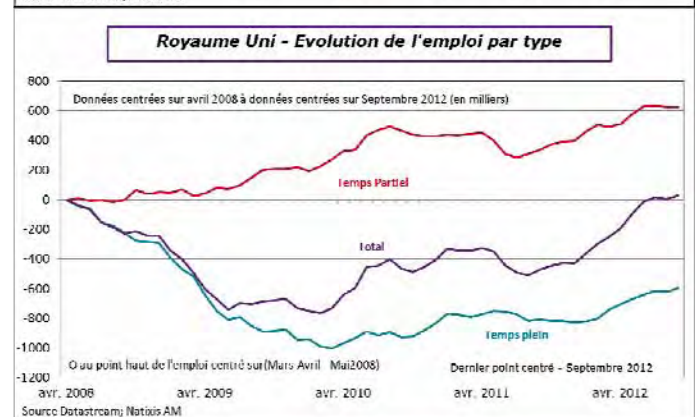
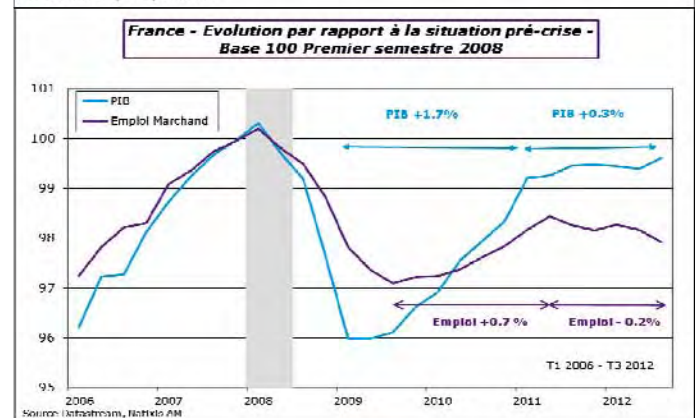
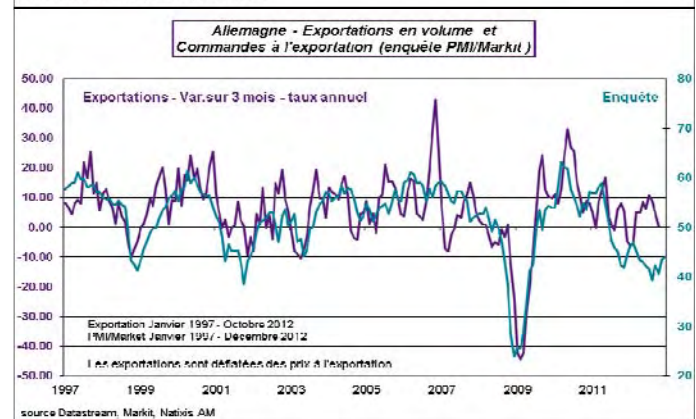
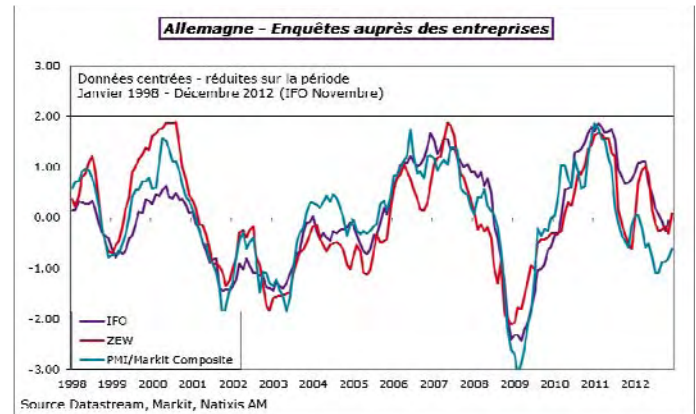
Depuis le début de l'année 2011 la croissance du PIB s'est ralentie comme le montrent les chiffres sur le graphe. Cela s'est accompagné d'une chute de l'emploi. C'est ce point qui pose problème sur 2013 car si l'activité a une allure très faible (autour de 0%) l'emploi va continuer de chuter et cela se traduira par une hausse significative du chômage. C'est le risque majeur pour 2013 car le niveau de sous-emploi est déjà très élevé et le risque d'instabilité sociale est loin d'être nul

ECONOMIE BRITANNIQUE

Emploi en Août-Octobre

L'emploi ne progresse plus au Royaume Uni. Le niveau d'emploi est revenu à son niveau d'avant crise depuis la fin du printemps (courbe violette) mais la structure change et c'est ce point qu'il faut souligner. Le nombre de contrats à temps partiel reste élevé mais ne croit pas alors que celui des contrats à temps plein s'accroît sensiblement même si le niveau reste modeste.

Cela ne s'accompagne pas encore d'une accélération des salaires mais c'est un signal d'amélioration clair du marché du travail. Cela ne signifie pas cependant qu'il est à l'abri d'aléa..



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Politique de la Fed

Lors de sa réunion du 12 décembre la Fed a modifié en profondeur le signal qu'elle souhaite donner dans la conduite de sa politique monétaire. Jusqu'à présent les mesures étaient discrétionnaires. La Fed agissait en fonction de critères qui n'étaient pas explicites. Aux économistes de construire une fonction de réaction pour savoir comment la Fed allait pouvoir réagir à tel ou tel évènement. Aujourd'hui elle change de méthode en indiquant que pour un taux d'inflation évoluant dans une bande assez étroite au voisinage de 2% elle changerait sa politique de taux d'intérêt lorsque le taux de chômage atteindrait 6.5% (7.7 % actuellement)

Dans le graphe de droite j'ai calculé une fonction de réaction, estimée jusqu'en décembre 2007. J'ai ensuite simulé avec les données observées. Cela s'est traduit par un taux d'intérêt négatif à partir d'avril 2009. En Novembre 2012 il est toujours négatif. Si l'on intègre les prévisions de la Fed dans le modèle soit un taux de chômage à 6.5% en 2015 j'ai simulé l'impact que cela devrait avoir sur le taux de Fed. Avec ces hypothèses le taux de la Fed redevient positif à la fin 2013. Lorsque le taux de chômage sera à 6.5% il ne sera pas de ce fait surprenant de voir un taux voisin de 1% (1.3% en juin 2015). C'est juste une simulation qui permet de fixer les idées.

Exportations et Commandes à l'export dans l'enquête ISM

Le graphe ci-contre indique que sur les six derniers mois les exportations US de biens en volume ont reculé. C'est la courbe violette sur le graphe. La cohérence avec l'indice des nouvelles commandes de l'enquête ISM suggère que les exportations vont continuer de se contracter au cours des prochains mois.

Les Etats-Unis aussi sont pénalisés par la dynamique médiocre du commerce mondial. Il n'y a pas de relais, d'effet de décalage qui tirerait l'économie US vers le haut. Cela renforce l'importance de la bonne gestion du "fiscal cliff". Si l'extérieur n'est pas un relais ou une source d'impulsion il faut pouvoir maintenir une certaine stabilité en interne pour maintenir la dynamique de croissance

Ventes de détail en Novembre

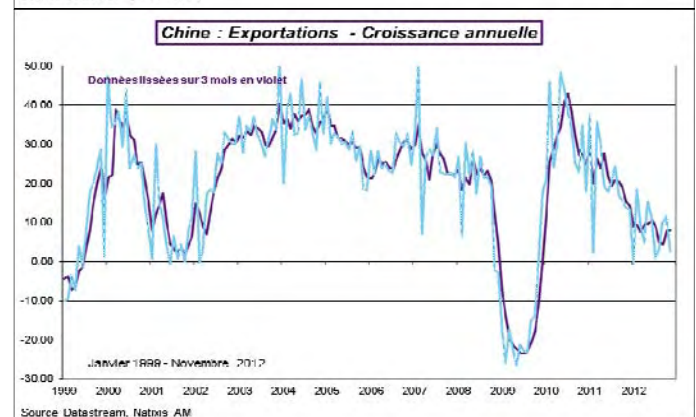
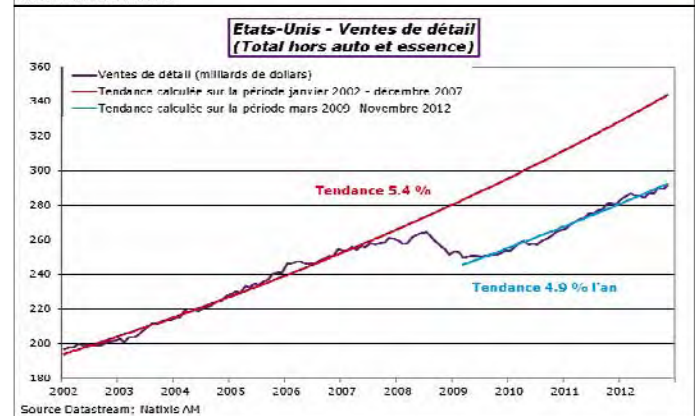
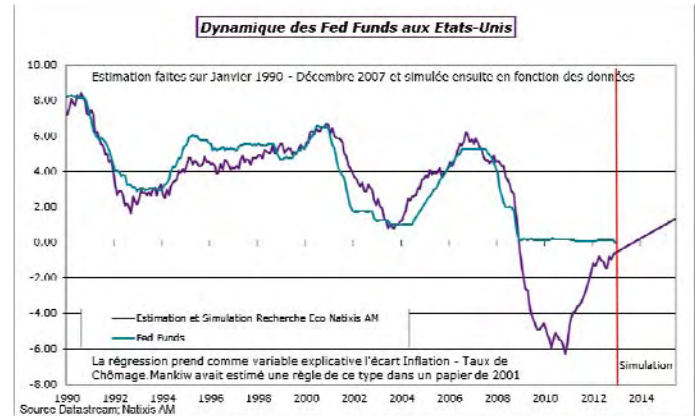
Les ventes de détail ont progressé de 0.3% sur le mois de novembre. Cela engendre un acquis de 4% à comparer avec une hausse des ventes de 5.3% au 3^{ème} trimestre. Cela reste robuste. Hors automobile et dépenses en essence la hausse des ventes a été de 0.7% et l'acquis est de 3.9% à comparer avec une hausse de 4.1% au 3^{ème} trimestre. On observe sur le graphique la stabilité de la trajectoire de ces ventes de détail. L'écart par rapport à la tendance dessinée en bleu est très limité et la progression de cette tendance s'opère au rythme de 4.9%. Cela est plus réduit qu'avant la crise mais reste solide. Néanmoins conservons à l'esprit que ces évolutions reflètent des évolutions nominales (volume et prix).

ECONOMIE CHINOISE

Exportations au mois de novembre

Le graphe ci-contre traduit bien le ralentissement du commerce mondial mais aussi le nécessaire changement de modèle de croissance pour la Chine. Depuis le début de l'année la croissance annuelle des exportations est inférieure à 10%. C'est très faible par rapport à ce qui était observé avant la crise et cela ne permet pas de créer une impulsion sur l'ensemble de l'économie chinoise.

La Chine doit opérer une substitution dans la dynamique de sa demande finale. C'est pourquoi durant cette période de transition vers une croissance basée davantage sur la consommation que l'on ne pourra pas attendre de chiffres de croissance forts ni d'accélération brutales. L'impulsion sur le commerce mondial sera réduite ce qui pénalisera la conjoncture des pays européens et notamment la France et l'Allemagne.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

Enquête PMI/Markit/HSBC pour décembre

L'indice synthétique du secteur manufacturier a progressé à nouveau en décembre selon l'estimation avancée. Il s'inscrit ainsi à 50.9 soit au-dessus du seuil de 50 marquant une expansion de l'activité. Comme le montre le graphique ci-contre la demande interne s'améliore puisque le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks est en hausse alors que les Nouvelles Commandes à l'exportation se replient. Le premier point peut refléter les effets des mesures de soutien à l'activité alors que le second sur les exportations traduit un environnement international encore très fragile et ayant une dynamique limitée.

La situation est meilleure en Chine qu'il y a quelques mois. Le risque de rupture semble être écarté. Cependant la dynamique de reprise est limitée. Il n'y a pas de décalage brutal de l'activité, les données suggèrent simplement qu'après plusieurs mois de repli il y a un effet de stabilisation.

ECONOMIE AMERICAINE

Evolution de l'inflation

Le taux d'inflation aux Etats-Unis est revenu sous le seuil de 2% à 1.8 % en décembre. Le taux d'inflation sous-jacent est à 1.9%

La principale explication de ce nouveau repli de l'inflation est la très faible contribution de l'énergie qui est désormais très proche de 0%. Comme dans le même temps il n'y a pas eu d'accélération marquée des prix alimentaires, le taux d'inflation a baissé malgré la relative stabilité du taux sous-jacent.

Dans cette composante sous-jacente il n'y a pas de facteurs d'accélération très marqués. La composante liée au logement (hors énergie) reste le facteur dominant et de loin mais sa dynamique est stable es derniers mois. Ce poste explique près de la moitié de la contribution de l'inflation sous-jacente au taux d'inflation. Les autres composantes ont des contributions réduites, notamment l'automobile dont les prix restent orientés à la baisse sur un an. On notera que la composante liée à la santé qui avait augmenté sensiblement voit sa contribution se réduire même si elle reste positive

ECONOMIE FRANÇAISE

Taux d'inflation du mois de Novembre

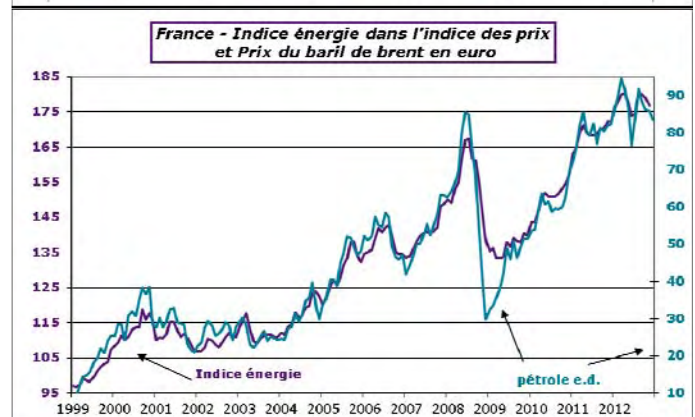
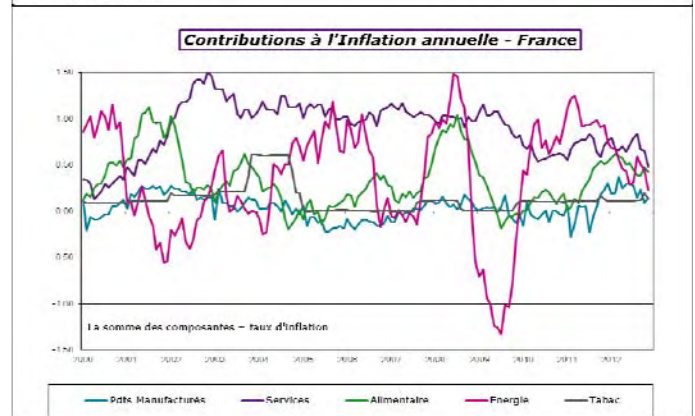
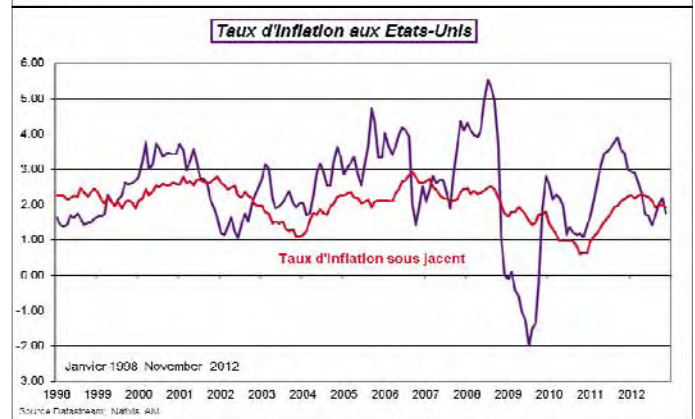
Le taux d'inflation en France est revenu à 1.4% en novembre contre 1.86% en octobre. Le taux d'inflation moyen est de 1.9% en 2012. Pour la partie hors tabac celle qui compte dans les négociations salariales la hausse moyenne n'est que de 1.8%.

On observe dans le graphique de droite que ce reflux de l'inflation s'explique par le recul de la contribution des services et par celle également de l'énergie alors que celle des biens manufacturés restait très modeste. D'ailleurs l'inflation sous-jacente n'est que de 0.70%. Le risque de dérapage inflationniste est limité.

Dans le 4^{ème} graphique j'ai retracé l'évolution parallèle du prix du pétrole exprimé en euros, c'est la courbe bleue et celle de l'indice énergie dans l'indice des prix français. Elle est en violet. La cohérence entre les deux courbes est forte.

Si, parce que la croissance mondiale n'est pas bonne, le prix du baril se stabilise alors on observe que la contribution de l'énergie va être très faible et tirer de ce fait l'inflation vers le bas.

Cela signifie que les banques centrales n'auront pas de contraintes particulières sur les premiers mois de l'année 2013 en matière d'inflation. Elles vont donc pouvoir se focaliser sur les questions liées à l'activité renvoyant ainsi au graphe de la page 4



ANTICIPATIONS HEBDO

17 Décembre 2012