



Les attentes de la semaine du 11 au 17 Mars

- Le point important sera le chiffre de ventes de détail aux USA mais attention à la déformation résultant de la hausse du prix de l'essence.
- Indicateurs de production industrielle en janvier en France, pour la zone Euro, au Royaume Uni et en Inde et pour février aux Etats-Unis.
- En zone Euro il y aura l'emploi du 4^{ème} trimestre et l'évolution du coût du travail sur ce même trimestre.
- Empire State Survey aux USA, 1^{ère} enquête auprès des industriels pour le mois de mars, et 1^{ère} estimation du moral des ménages avec l'enquête de l'Université du Michigan
- Indices de prix en Allemagne, en France, en zone Euro et aux Etats-Unis pour février



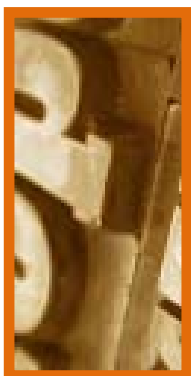
Les points majeurs à retenir en Europe du 4 au 10 Mars

- La BCE a maintenu son taux de refi mais annoncé ce taux resterait bas tant que nécessaire
- Confirmation du repli du PIB de -2.3% au T4 2012. L'acquis est de -0.5% pour 2013.
- Toutes les composantes de la demande se sont contractées au cours du dernier trimestre. La consommation se replie pour le 5^{ème} trimestre consécutif et l'investissement pour le 7^{ème}. Comment imaginer un rebond lorsque personne ne veut dépenser?
- Les enquêtes PMI/Markit du mois de février pour l'ensemble de l'économie suggèrent que l'amélioration perçue en décembre et janvier est passée. L'indicateur synthétique reste nettement dans la zone de contraction de l'activité – préoccupant pour les chiffres du T1.
- Par pays, il y a convergence des pays latins sur un bas niveau (France, Espagne, Italie)
- Néanmoins en Janvier les ventes de détail ont progressé de 1.2% sur un mois. Plus une correction après un dernier trimestre 2012 catastrophique qu'un changement de tendance



Les points majeurs à retenir aux USA du 4 au 10 Mars

- La dette des agents non financiers a légèrement augmenté au dernier trimestre de 2012. L'Etat, les ménages et les entreprises ont vu leur dette augmenter (en % du PIB). L'ajustement va continuer encore un bon moment.
- L'indice ISM global, synthèse des deux ISM, donne un signal plutôt robuste pour la croissance dans l'enquête de février. L'indicateur des commandes globales progresse rapidement et se trouve à un niveau compatible avec une croissance soutenue – Intéressant.
- Les chiffres d'emploi ont été forts, 236 000 en février, mais comparables à ceux de février 2012 et encore inférieurs à ceux observés en moyenne sur les 2 mandats Clinton (241 000).
- Malgré la baisse du taux de chômage à 7.7%, les indicateurs de tensions ne sont pas trop tendus.
- Rapport de l'emploi qui reflète une économie robuste mais sans accélération au-delà du potentiel



Les points majeurs en Asie et Latam du 4 au 10 Mars

- Les indicateurs chinois du mois de février suggèrent une évolution modérée de l'activité. Les chiffres de production industrielle et de ventes de détail ne suggèrent pas une progression rapide du PIB au 1^{er} trimestre.
- La hausse de l'investissement s'est faite principalement sur celle de l'immobilier, ce n'est pas une très bonne nouvelle puisque les autorités souhaitent contraindre ce secteur perçu comme très spéculatif et peu générateur de productivité.
- La hausse des exportations est la bonne surprise. Elles étaient principalement destinées à l'Asie
- Croissance robuste de l'économie australienne à 3.6% en moyenne sur 2012
- La Banque Centrale du Brésil a laissé son taux de référence inchangé mais on perçoit dans le communiqué de presse que la situation a changé. L'inflation accélère et la hiérarchie des objectifs qui étaient centrées ces derniers mois sur la croissance revient sur l'inflation. Cela pourrait se traduire par un changement d'orientation de la stratégie monétaire.

LA REUNION DE LA BANQUE CENTRALE EUROPEENE

Parmi les éléments nouveaux lors de la réunion de la Banque Centrale Européenne on notera la discussion autour d'une éventuelle baisse des taux d'intérêt. Cela n'a cependant pas été acté mais Mario Draghi a néanmoins indiqué que la politique monétaire serait accommodante aussi longtemps que cela serait nécessaire. Cette étape est importante car elle traduit le fait que du point de vue de la BCE la situation reste fragile malgré la défragmentation des marchés financiers. Elle reflète aussi une étape qui a été franchie par la Fed il y a bien longtemps lorsque celle-ci indiquait que les taux d'intérêt resteraient bas pour un bon moment. La BCE ne met pas encore de conditionnalité comme le fait désormais la Fed mais c'est une première étape importante qui change la perspective. En effet en tenant ce propos Mario Draghi qui reste préoccupé par la fragilité de l'économie européenne écarte une mauvaise surprise sur les taux d'intérêt. Rappelons qu'en avril et juillet 2011 la BCE avait augmenté ses taux d'intérêt sous l'impulsion de Jean Claude Trichet. Ecarter cette possibilité est finalement un bon signal à la fois sur les projections qui peuvent être faites sur l'ensemble de la structure des taux en zone Euro (la BCE veut tirer l'ensemble de la structure des taux d'intérêt vers le bas) mais c'est aussi un facteur qui peut faciliter un euro moins fort.

Mario Draghi a exclu a priori toute baisse en territoire négatif du taux de facilité de dépôt.

La BCE a aussi, lors de cette réunion, révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2013 et 2014. Pour 2013 le milieu de la fourchette publiée par la BCE s'inscrit désormais à -0.5% contre -0.3 % précédemment (prévisions de décembre 2012) et pour 2014 le chiffre passe de 1.2% à 1%.

Pour le taux d'inflation le chiffre de 2013 est le même mais la fourchette un peu resserrée et le taux attendu pour 2014 passe de 1.4 % à 1.3%

Ces chiffres révisés à la baisse n'ont pas incité la BCE à abaisser son taux de référence malgré les discussions. Il faudrait pour qu'elle le fasse un choc négatif au cours des prochaines semaines. Hors un changement supplémentaire de trajectoire la BCE ne semble pas vouloir modifier sa stratégie.

ANTICIPATIONS HEBDO

11 Mars 2013

MARCHE DES ACTIONS AU 8 MARS 2013

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/12	08/03/13	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3641.07	3840.15	2950.47	3840.15	10.11	5.47	3.79			
DAX	7612.39	7986.47	5969.40	7986.47	16.08	4.91	3.61			
EuroStoxx	2635.93	2728.78	2068.66	2749.27	8.46	3.52	4.28			
FTSE	5897.81	6483.58	5260.19	6483.58	10.12	9.93	1.65	5.87	2.54	1.11
SNP 500	1426.19	1551.18	1278.04	1551.18	13.15	8.76	2.17	14.36	10.47	2.19
Nasdaq	3019.51	3244.37	2747.48	3244.37	8.57	7.45	2.35	9.72	9.13	2.38
Nikkei 225	10395.18	12283.62	8295.63	12283.62	23.71	18.17	5.84	7.04	7.89	2.84
MSCI Emerging	1055.20	1065.94	882.46	1082.68	0.56	1.02	1.22	1.63	2.60	1.24
MSCI World USD	1338.50	1428.72	1151.21	1428.72	10.59	6.74	1.92	11.77	8.41	1.95

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 8 MARS 2013

	Taux d'intérêt au 8 Mars 2013							Taux de référence 31 Décembre 2012			
	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	0.280	0.27	2.06	0.00	0.02	0.17	0 - 0.25	0.31	0.25	1.78
Zone Euro	0.75	0.201	0.063	1.472	-0.01	0.05	0.13	1	0.19	-0.01	1.18
UK	0.5	0.5	0.27	2.013	0.00	0.04	0.12	0.5	0.53	0.34	1.82
Japon	0.1	0.250	0.03	0.643	-0.02	-0.01	-0.01	0.1	0.31	0.10	0.79
ECART DE TAUX		3 mois* (08/03/13)	2 ans (08/03/13)	10 ans (08/03/13)	3 mois (31/12/12)	2 ans (31/12/12)	10 ans (31/12/12)				
USA – Zone Euro		0.08 (0.08) §	0.21 (0.23) §	0.59 (0.54) §	0.12	0.26	0.606				
UK – Zone Euro		0.30 (0.29) §	0.21 (0.21) §	0.54 (0.54) §	0.34	0.35	0.64				

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

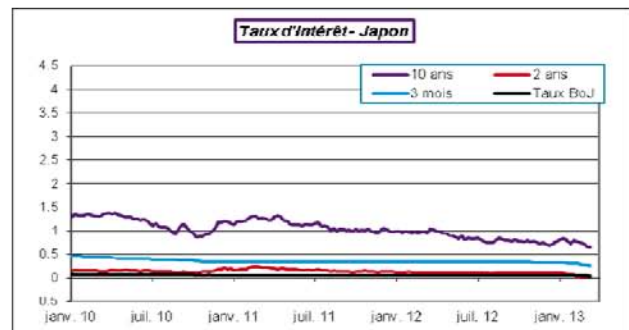
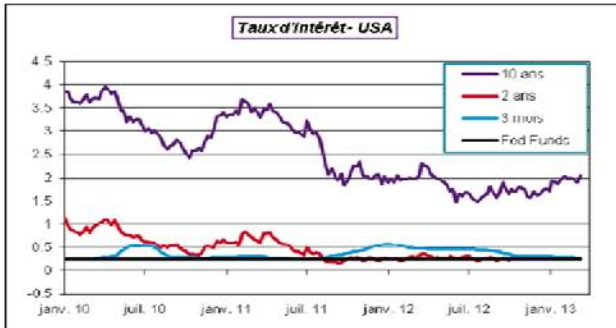
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 8 MARS 2013

	Cours		Variation			
	31/12/2012	08/03/13	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.318	1.298	-0.02	-1.54	-1.05	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	113.996	124.863	2.91	9.53	15.56	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.816	0.871	0.73	6.73	4.19	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	86.580	94.960	2.47	9.68	16.32	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.626	1.493	-0.55	-8.16	-4.87	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.230	6.215	-0.13	-0.25	-1.52	
Prix du baril de Brent	Dollar	110.36	111.2	0.28	0.76	-11.93
	Euro	83.7	85.66	0.30	2.34	-10.99
Prix de l'Once d'or	Dollar	1662.41	1574.59	-0.25	-5.28	-7.92
	Euro	1260.89	1212.96	-0.23	-3.80	-6.94

ANTICIPATIONS HEBDO

11 Mars 2013

Indicateurs Financiers au 8 Mars 2013



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Endettement à la fin de l'année 2012

Le premier graphe ci-contre retrace l'évolution de l'endettement (en % du PIB) des agents non financiers aux Etats-Unis. La dette a été multipliée par plus de 2 lorsqu'elle est exprimée en pourcentage du PIB depuis 1952 passant de 120 % à peu près à 253% au dernier trimestre 2012. Depuis l'été 2009 le total de l'endettement est quasiment stable un peu supérieur à 250%.

La stabilité de l'endettement jusqu'au début des années 80 traduisait des mouvements très distincts entre les divers agents de l'économie. La dette des ménages et des entreprises progressait assez rapidement alors que la croissance et la fin progressive des guerres permettaient à l'endettement public de se réduire de façon significative.

La situation change de façon radicale au milieu des années 80 avec une hausse de la dette pour tous les agents économiques. L'Etat américain sous l'influence de la relance Reagan change de stratégie et s'endette rapidement. Au milieu des années 80 la dette des ménages changeait aussi de tendance. Cela reflétait l'impact des mesures fiscales prises par Reagan et le début de la distorsion dans la distribution des revenus. Jusqu'au début des années 80 et depuis avant la guerre la distribution des revenus devenait moins inégalitaire. Cette tendance s'est inversée au milieu des années 80 incitant les ménages au revenu médian à s'endetter davantage pour continuer de consommer. La situation des entreprises était plus modérée ne connaissant pas de rupture.

Changement fort pour l'Etat avec l'arrivée de Clinton en novembre 1992. La dette publique se réduit fortement avant de changer de tendance lors de la présidence Bush. Sous le premier mandat Obama la dette publique repart vivement à la hausse pour soutenir l'activité économique. Du côté des entreprises la dette augmente rapidement depuis le milieu des années 90 avec une nette accélération juste avant la crise.

Pour les ménages le changement a lieu au début des années 2000. L'accession à la propriété associée à la hausse des prix de l'immobilier se sont traduits par une progression sans précédent de la dette des ménages. Cela a continué jusqu'en 2009. Depuis les ménages se désendettent. En pourcentage du PIB le recul est d'environ 15% à la fin 2012. Ce phénomène est une contrainte pour les ménages puisqu'ils doivent rembourser et surtout ne peuvent plus s'endetter davantage pour dépenser plus tout de suite. La faiblesse de la demande aux USA s'explique en grande partie ainsi.

De manière récente la hausse de l'immobilier et la moindre progression du crédit immobilier se sont traduites par une amélioration de la situation des ménages vis-à-vis de l'immobilier. La chute avait été brutale en 2007, elle commence à s'améliorer ce qui facilitera un éventuel effet de richesse sur l'immobilier.

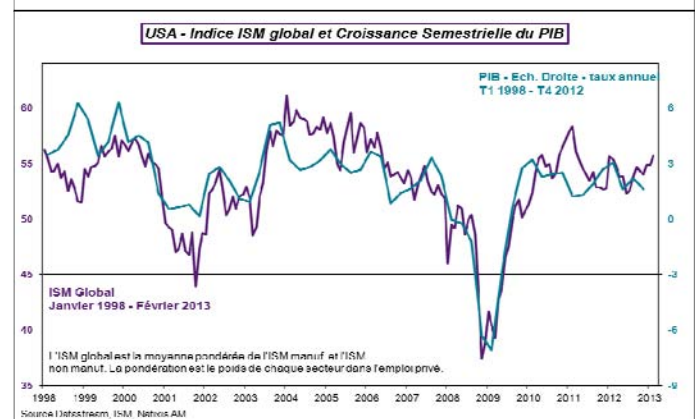
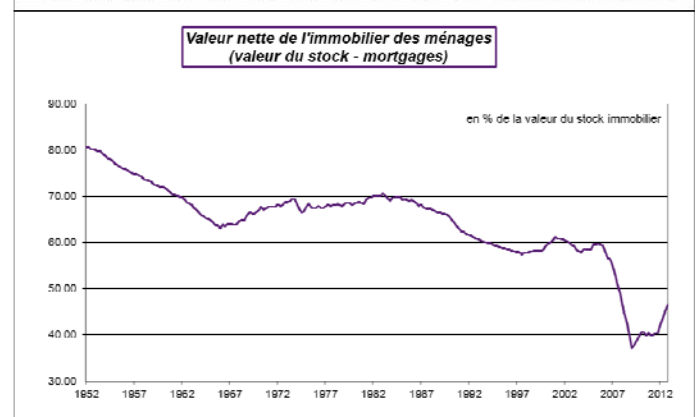
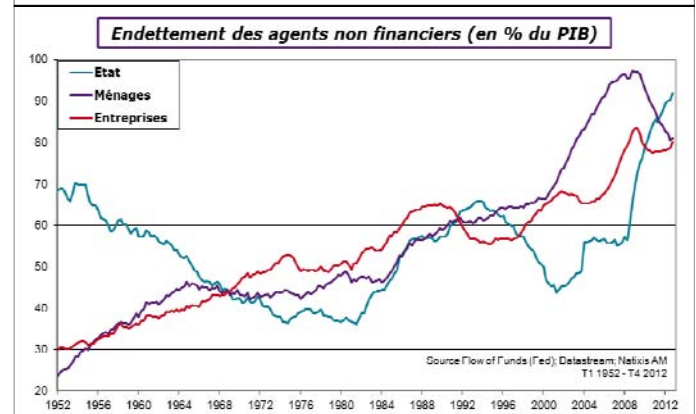
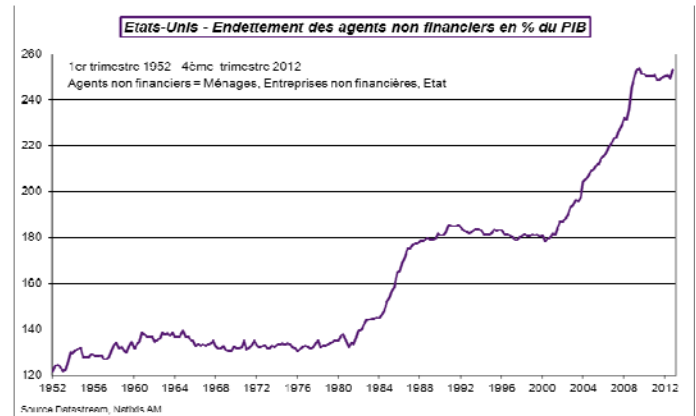
Enquête ISM global en février

L'indice ISM global revient au-dessus de 55 pour la première fois depuis janvier et février 2012. C'est un signal généralement positif sur la tendance du PIB comme le suggère le graphique ci-contre.

Cette progression s'explique par l'augmentation conjointe des deux composantes de l'indicateur. Celui du secteur manufacturier déjà mentionné la semaine dernière à 54.2 et cette semaine celui des services à 56.

L'indice global des nouvelles commandes accélère à la hausse de façon significative. C'est plutôt de bon aloi pour la conjoncture américaine même si celle-ci va être davantage conditionnée par les contraintes que font porter les restrictions budgétaires.

L'indicateur global d'emploi aussi est solide.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AMERICAINE

Dynamique de l'emploi

La dynamique de l'emploi a été robuste en février avec 236 000 créations d'emplois contre seulement 119 000 en janvier (révisé à la baisse).

Sur les deux premier mois de l'année, 177 500 emplois ont été créés contre 182 750 en moyenne sur l'année 2012 et 291 000 en janvier et février 2012.

Le graphique ci-contre montre que le chiffre de février sur lequel tout le monde a eu tendance à s'enflammer est équivalent à celui qui avait été constaté en 2011 et 2012 avant de reculer fortement jusqu'aux mois d'été.

Dans le détail on notera que l'emploi dans la distribution a continué de croître ce qui montre que la mesure de hausse des charges salariales de 2% ne pèse pas encore trop sur les comportements. On notera aussi que dans la construction l'emploi est sur un trend haussier depuis 5 mois. Cela reflète l'amélioration de la conjoncture immobilière. Pour ce secteur le rattrapage commence.

Très forte hausse de l'emploi aussi dans le secteur des services aux entreprises (+73 000) qui compensent la faiblesse de Janvier.

Parmi les indicateurs de tensions on notera:

Hausse modérée des emplois temporaires ne traduisant pas ainsi de tensions excessives sur le marché du travail.

Progression des heures travaillées qui compensent le repli de janvier. Sur 3 mois il n'y a pas d'accélération supplémentaire.

Le salaire de référence augmente à nouveau de façon robuste à 2%. C'est le signal positif car il va améliorer la dynamique des revenus des ménages et être une composante plus solide de la demande.

Globalement le rapport sur le marché du travail reflète la robustesse plus marquée de l'économie américaine mais il n'y a pas d'excès, pas d'emballlement.

ECONOMIE CHINOISE

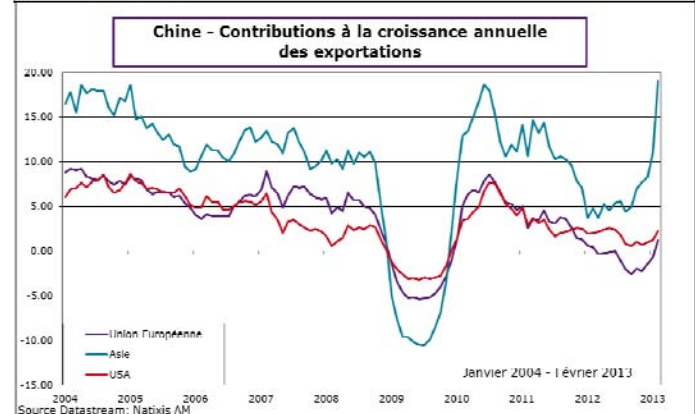
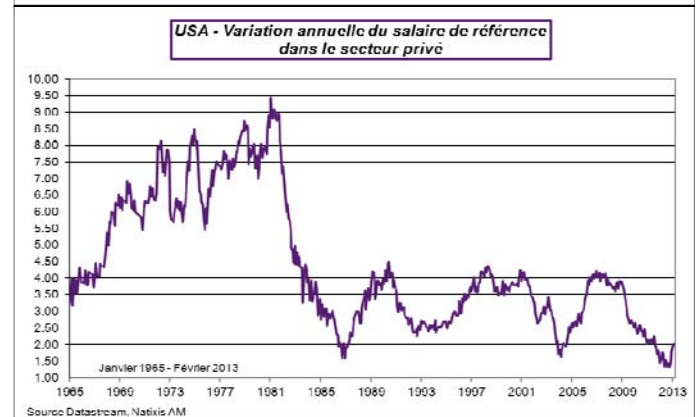
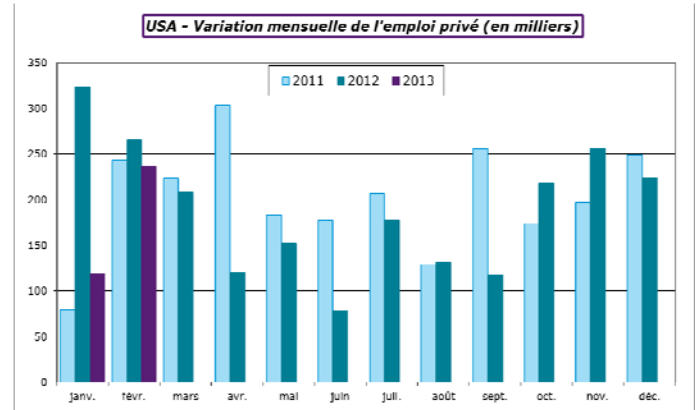
Commerce extérieur

Le solde extérieur chinois a été excédentaire de 15.2 Mds en février après déjà 29.1 Mds en janvier. Le cumul sur les deux premiers mois en fait le meilleur démarrage avec un solde de 44.4 Mds. Un tel excédent sur les 2 premiers mois de l'année n'avait jamais été atteint. En cumul sur 12 mois le solde extérieur chinois atteint 280 Mds soit un chiffre qui se rapproche du plus haut connu au début de l'année 2009 (320 Mds en mars).

Comme le montre le graphique ci-contre une telle construction s'est faite par une hausse rapide des exportations et un repli marqué des importations en février. Les exportations sur les 3 derniers mois comparés aux 3 mêmes mois de l'an dernier progressent de 20% alors que les importations n'augmentent que de 5.3%. La surprise est l'absence de correction sur les exportations au mois de février en raison du nouvel an chinois. Le mouvement est un peu observable sur le chiffre des importations avec un ralentissement même modéré de l'évolution de celles-ci.

Le détail par destination géographique des exportations montre une sorte de rattrapage des pays d'Asie avec une contribution très spectaculaire en ce début d'année. Cela peut traduire l'effet de contagion du raffermissement de l'activité chinoise depuis l'automne. La diffusion prend du temps et commence à être visible dans les chiffres. On notera aussi la contribution enfin positive des exportations vers l'Europe. Il y a cependant un effet de base très marqué qui ne permet pas de conclure à un dynamisme plus fort de l'Europe. Même constat aux Etats-Unis.

La demande de pétrole reste soutenue en Chine au mois de février.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE AUSTRALIENNE

PIB du 4^{ème} trimestre

La croissance du PIB australien a été de 2.4% sur le dernier trimestre 2012 soit 3.15% de hausse par rapport au dernier trimestre 2011 et une croissance moyenne de 3.6% en 2012. L'acquis est de 0.9%.

Ces chiffres sont forts mais ce qui m'a intéressé ici est l'écart dans la dynamique du cycle avec les Etats-Unis. J'ai pris pour mesure l'évolution sur 5 ans du PIB australien et je l'ai comparé avec le profil américain en suivant la même mesure.

On constate que jusqu'au début des années 2000 le profil des cycles australien et américain sont très nettement en phase avec généralement une légère avance pour les Etats-Unis et un effet spécifique en Australie au début des années 70 avec la hausse très forte du prix des matières premières.

Depuis le début des années 2000, le cycle diverge entre les deux pays. La croissance australienne n'est plus conditionnée par la dynamique américaine d'une façon aussi directe. L'impact de l'Asie sur l'économie australienne est fort. Ce graphe traduit le changement d'équilibre du cycle économique global et sa désynchronisation au sein des pays industrialisés sous l'impulsion de l'Asie.

ECONOMIE BRÉSILIENNE

Politique Monétaire

Le comité de politique monétaire du Brésil a décidé du maintien du taux de référence, le Selic, à 7.25%.

Le point à retenir est le changement dans le communiqué de presse. Celui-ci suggère que le comité regardera avec attention les développements macroéconomiques à venir pour orienter sa stratégie. Jusqu'à une date récente le comité indiquait que la politique de taux bas était la bonne pour un bon moment.

Au regard de l'accélération de l'inflation en février on ne peut pas exclure que la banque centrale brésilienne modifie sa stratégie lors des prochaines réunions. Un cycle de durcissement pourrait peut-être se mettre en place. Ce serait un signal de changement rapide puisqu'il y a peu la banque centrale indiquait qu'elle choisissait la croissance plus que l'inflation comme déterminant de sa politique monétaire. Le point que je faisais la semaine dernière sur le Brésil et son manque de productivité éclaire bien ce point.

ECONOMIE BRITANNIQUE

Enquête PMI de février pour l'ensemble de l'économie

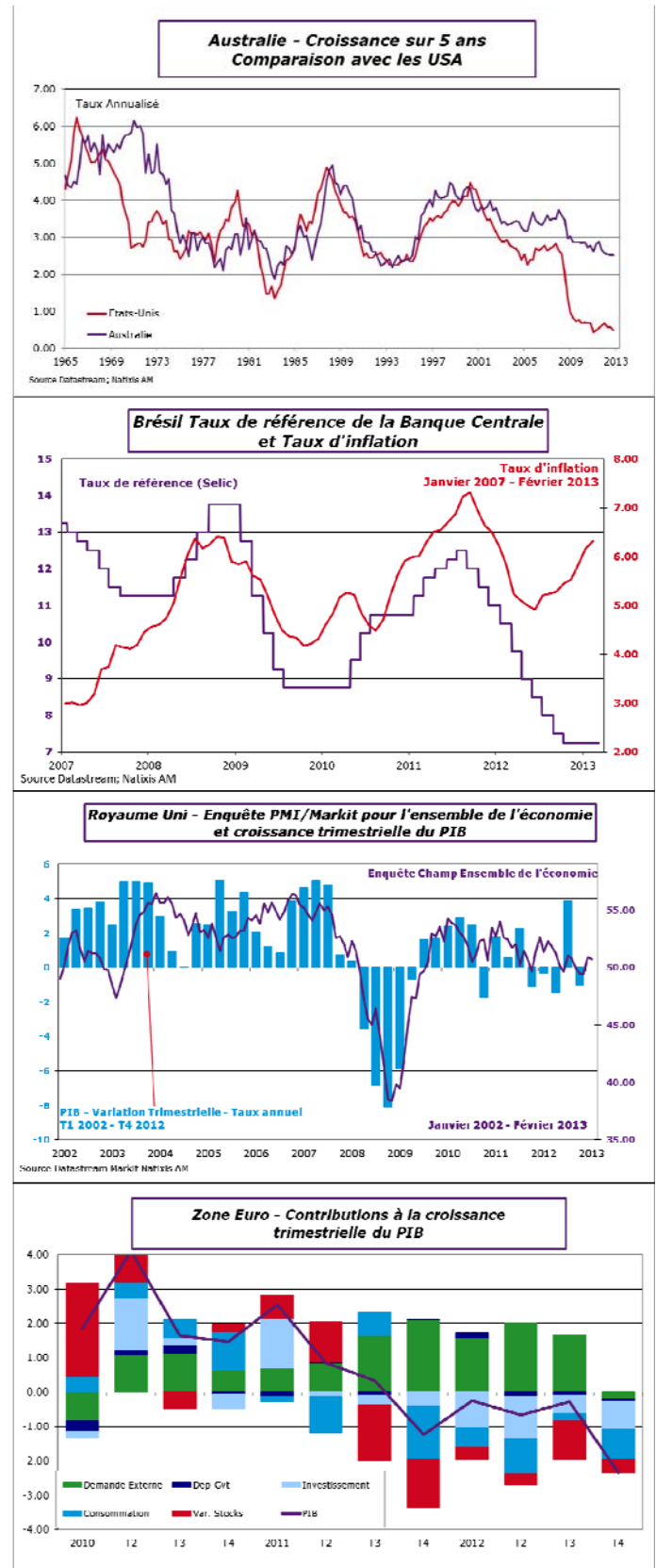
Pas d'emballlement dans le profil de l'indice PMI/Markit pour l'ensemble de l'économie. Le rebond du secteur des services a en grande partie compensé le repli de celui du secteur manufacturier. Mais pour l'instant pas d'orientation vraiment décisive. Le débat qui commence au Royaume Uni sur la politique économique va être intéressant car l'opinion publique commence à être persuadée de l'erreur de David Cameron dans sa stratégie de réduction du déficit public.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Détail de la croissance du 4^{ème} trimestre

Le repli du PIB a été confirmé à -2.3% en taux annualisé au dernier trimestre de 2012. Pour 2012 le repli du PIB est de -0.5% et l'acquis pour 2013 est de -0.5% aussi.

Le détail montre que tous les postes contribuent négativement. La consommation se replie pour le 5^{ème} trimestre consécutif, l'investissement pour le 7^{ème} trimestre de rang. Cette fois ci le commerce extérieur n'a pas eu de contribution positive en raison du recul des exportations. Vite passons au trimestre suivant.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Profil de l'activité

Le graphique ci-contre reprend l'évolution du PIB en rouge, de la demande interne en violet et de la demande interne privée en bleu. Tous ces indicateurs sont en base 100 au premier semestre 2008 soit avant la récession liée à Lehmann.

On observe de façon très directe que la demande interne privée est la source de fragilité de la croissance de la zone Euro. Elle chute parce que comme le montrait le graphe précédent la consommation et l'investissement s'effondrent. Depuis le premier semestre 2008 le repli est de plus de 6% et la demande interne qui prend en compte les dépenses des gouvernements est en repli de plus de 4%. Si le commerce mondial reste sur une dynamique très faible et que les dépenses publiques se réduisent alors la trajectoire de l'économie de la zone Euro va s'aligner sur celle de la courbe bleue représentant la demande privée. Cela pourrait avoir des effets d'entraînement désastreux, notamment sur l'emploi.

Enquête PMI/Markit en février

Le graphe ci-contre montre l'évolution cohérente des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise des secteurs des services et manufacturier et la croissance trimestrielle du PIB.

Le niveau actuel de l'indice reste cohérent avec une contraction supplémentaire de l'activité de la zone Euro au cours des premiers mois de 2013. Après le rebond constaté en décembre et janvier l'enquête fait apparaître des chefs d'entreprise encore préoccupés. Cela n'est pas un bon signal pour imaginer un changement rapide de tendance sur l'investissement productif. Car la vraie question est là. Les entreprises n'investissent pas ou peu depuis près de deux ans. Dès lors comment intégrer du progrès technique nécessaire à l'amélioration de la croissance potentielle.

Le détail par pays ne modifie pas franchement l'image globale. Il y a une convergence marquée entre les pays latins dans cette enquête. L'Italie, l'Espagne et la France ont des niveaux d'indices qui sont très proches montrant les interrogations qu'il y a au sein de ces pays quant à la possibilité d'un redémarrage rapide de l'activité.

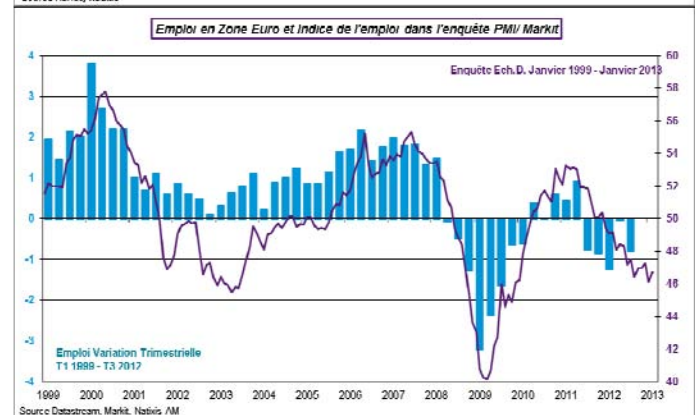
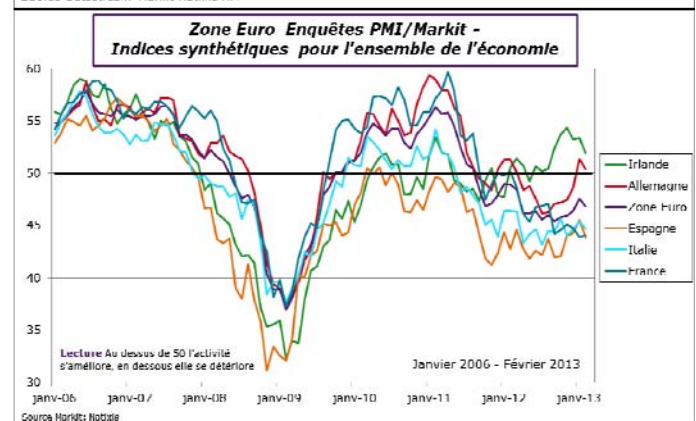
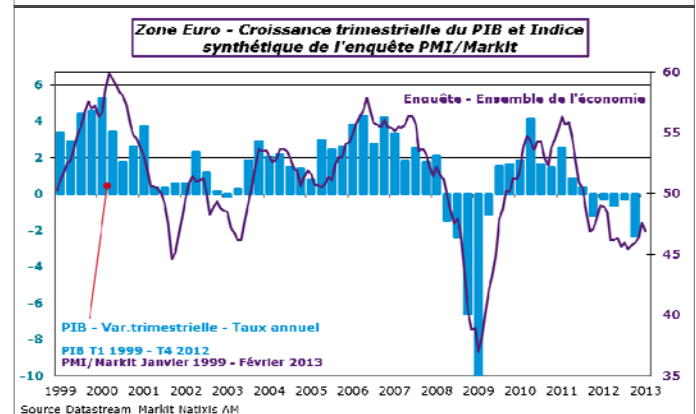
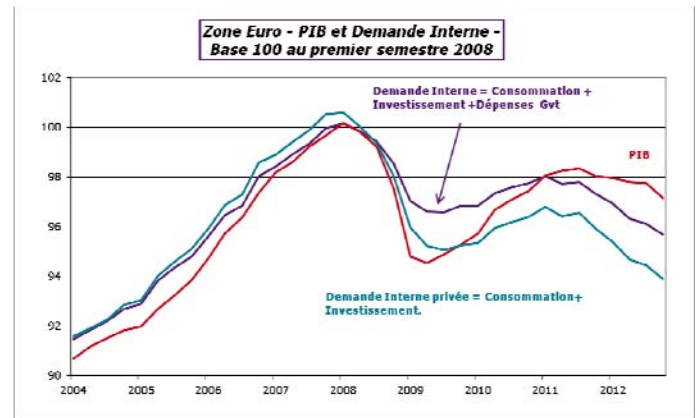
Chacun de ces trois pays est confronté à des difficultés structurelles de relance de l'activité. On ne voit pas très bien comment dans des pays contraints par des politiques restrictives il pourrait y avoir spontanément des réformes structurelles susceptibles de modifier l'allure de croissance. Pour changer l'allure il faudrait un choc extérieur positif susceptible de tirer les exportations vers le haut dans la durée. On ne voit pas ce qui spontanément permettrait d'imaginer un tel phénomène.

Les données sur l'Allemagne sont un peu meilleures mais sans excès. Les informations des enquêtes PMI/Markit pour l'Allemagne ne relaient pas l'optimisme débordant observé dans les enquêtes IFO et ZEW reflétant un optimisme exacerbé pour les 6 mois à venir.

Marché du travail dans l'enquête

Le graphe de droite montre qu'il ne faut pas s'attendre à un changement rapide de tendance sur le marché du travail de la zone Euro. La cohérence entre l'indice "emploi" de l'enquête PMI/Markit et l'évolution trimestrielle de l'emploi effectif suggère qu'en T4 l'emploi va baisser et qu'en T1 au regard de l'activité qui reste fragile ce mouvement de repli se maintiendra.

Cela ne va pas alimenter la demande interne fragilisant la composante consommation du graphique situé en haut de cette page.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Ventes de détail en Janvier

La bonne nouvelle reste le rebond un peu inattendu des ventes de détail en janvier. Celles-ci ont progressé de +1.23% après un repli de -0.83% en décembre. Cela donne un acquis positif de 0.7 % (3% en taux annualisé). Ce chiffre compensera en partie le recul qui avait été constaté lors du dernier trimestre 2012 à -6.45 % en taux annualisé.

Sur le graphe on observe l'amélioration relative de l'indice en Janvier. Par pays on constate que l'amélioration s'observe particulièrement en Allemagne, en Belgique et au Portugal.

Au regard des chiffres sur l'emploi je ne suis pas certain que l'on puisse accentuer le rebond au cours des prochaines semaines et je pense qu'il s'agit d'une consolidation après le recul fort du dernier trimestre.

ECONOMIE ALLEMANDE

Commandes à l'industrie

Comme le montre le graphe, les commandes à l'industrie allemande se sont repliées en janvier de -1.95% après une hausse de 1.1% en décembre. Le recul est plus marqué sur les commandes étrangères (-3%) que sur celles en provenance de l'industrie domestique allemande (-0.6%).

Le mouvement de repli est particulièrement marqué sur les commandes de biens d'équipement (et donc sur l'investissement). Le rebond que j'avais envie de voir sur les chiffres de décembre n'a pas été confirmé en janvier. Les commandes domestiques allemandes se replient de -2.5% sur le mois, de -2.25% pour les commandes en provenance de la zone Euro et de -3.65 % pour celles arrivant de l'extérieur de la zone Euro. La trajectoire apparaît plus floue et ce n'est pas une bonne nouvelle pour le cycle économique mondial

ECONOMIE FRANÇAISE

Taux de chômage

Le taux de chômage s'est inscrit à 10.2 % pour la France métropolitaine au 4^{ème} trimestre 2012 contre 9.9% au 3^{ème}. Ce chiffre est le plus fort depuis le 2^{ème} trimestre 1999.

Pour la France entière intégrant les DOM à la France métropolitaine le taux de chômage s'est établi à 10.6% contre 10.2% au 3^{ème}. Là aussi un tel niveau n'avait pas été observé depuis le T2 1999.

L'accélération à la hausse du taux de chômage depuis le point bas du 2^{ème} trimestre 2011 correspond à la stagnation du PIB constaté depuis cette date. Il n'y a pas beaucoup d'ambiguïté sur cette problématique.

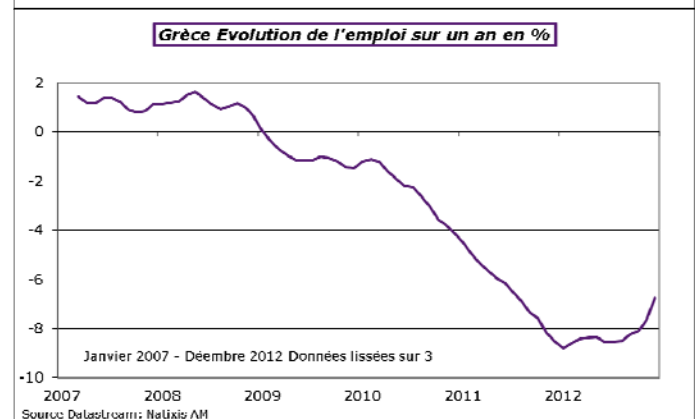
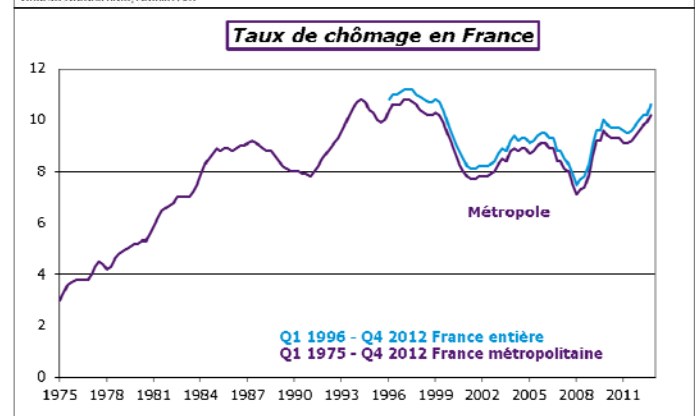
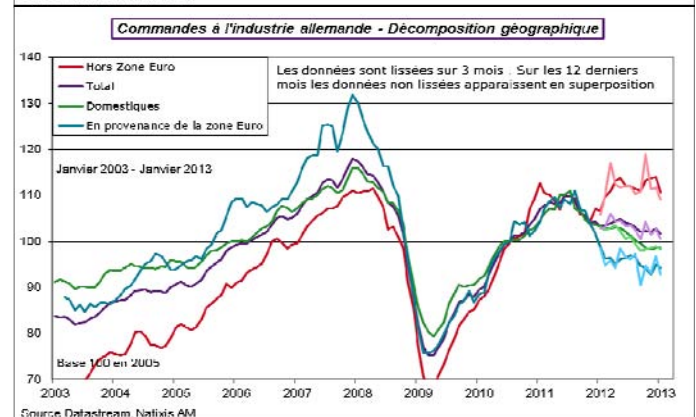
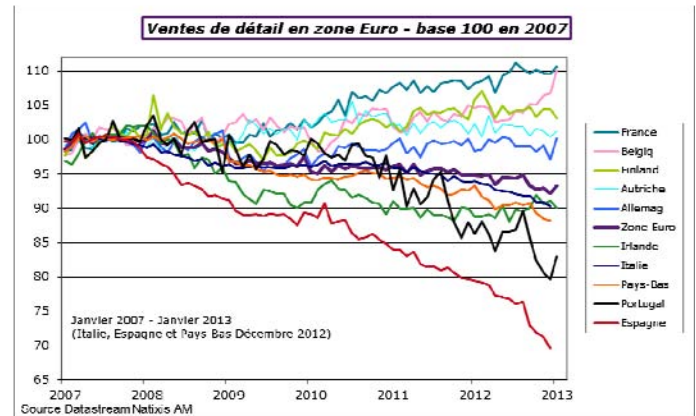
L'absence de croissance en 2013 va prolonger cette tendance à la hausse du taux de chômage.

ECONOMIE GRECQUE

Dynamique de l'emploi et du chômage

Par rapport au point haut observé en octobre 2008, l'emploi en Grèce a reculé de -19.6 % en décembre 2012 contre -20.5% en novembre. Le taux de chômage s'est établi à 26.4% contre 26.6 % en novembre.

Le chiffre de l'emploi en décembre s'est marginalement amélioré en décembre mais reste sur une tendance très dégradée comme le montre le graphe ci-contre. Cela peut traduire une activité qui ne s'effondre plus au même rythme que précédemment. Cependant les ingrédients pour une inversion durable de la tendance sur le marché du travail ne seront pas réunis tant que l'activité continuera de se contracter rapidement (-5.7% sur un an en T4 contre -7.9% en T4 2011) on ne peut imaginer d'amélioration durable sur l'emploi.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

Les indicateurs publiés pendant le week-end suggèrent une économie qui n'accélère pas de façon marquée.

On l'observe sur le premier graphique relatif à la production industrielle. Pour Janvier et Février (les 2 mois sont groupés pour tenir compte du nouvel an chinois qui peut se situer en janvier ou en février) sa progression n'a été que de 9.9% contre 10.3% en décembre. Ce profil est important en raison de sa cohérence avec celui du PIB. Il n'y a probablement pas d'accélération significative du PIB sur le premier trimestre.

Les données d'enquêtes type PMI pouvaient laisser imaginer une allure un peu plus robuste même si aucune hausse franche n'était pas attendue.

La demande résultant des ventes de détail a été décevante comme le montre le 2^{ème} graphique de cette page. En valeur nominale la progression des ventes était de 15.2 % en décembre, elle n'est plus que de 12.3% en janvier-février. En ôtant l'évolution des prix l'évolution des dépenses en volume passe de 12.8% en décembre à 10.7% en février. Ce mouvement de repli est sûrement excessif car la hausse de l'inflation à 3.2% en février a probablement un caractère temporaire en raison de la hausse des prix alimentaires qui ne se renouvellera pas. Il n'empêche que cela ne traduit pas une dynamique de demande très rapide.

Du côté de l'investissement il y a une légère accélération puisqu'en février la hausse sur un an est de 21.2%. Cette modeste accélération a cependant une structure préoccupante puisque l'investissement productif ralentit à 17%, l'investissement en infrastructure augmente (23%) et l'investissement immobilier réaccélère (22.8%). La répartition entre les 3 types d'investissement est presque un tiers pour chaque. Cela veut dire que l'investissement se déforme pour une accumulation qui n'apportera pas ou peu de productivité. Les autorités ont pris des mesures pour limiter la spéculation sur l'immobilier mais cela reste un poste qui progresse très vite, créant probablement un déséquilibre supplémentaire. C'est cet aspect et la répartition avec l'investissement productif qui sera à surveiller pour éviter que l'investissement non porteur de productivité ne prenne le dessus créant une situation de crise, comme souvent dans les pays émergents.

Les crédits progressent de façon réduite lorsque l'on regarde l'évolution en tendance. Il n'y a pas d'accélération traduisant une dynamique particulière de l'activité économique.

L'économie chinoise continue de progresser mais à un rythme modéré en reposant à court terme sur les exportations (voir page 6) et sur l'investissement. En ce début d'année le vieux modèle de croissance reprend du service. Cependant ce n'est pas ce qui était souhaité i.e. une croissance davantage tirée par la consommation. En outre le type d'investissement, immobilier, qui est actuellement en vogue fait courir le risque d'une situation excessive génératrice de déséquilibre et de manque de rentabilité comme souvent dans les pays émergents. C'est cet aspect sur lequel il faudra encore être attentif. Les questions de l'an dernier reviennent sur le devant de la scène.

