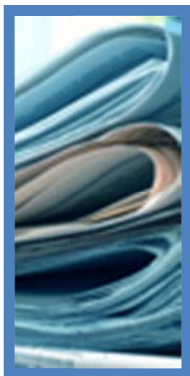




Les attentes de la semaine du 16 au 22 Septembre

- La semaine sera dominée par la décision de la Federal Reserve américaine de réduire ou pas le montant de ses achats mensuels d'actifs. Actuellement le montant est de 85 milliards par mois. Les attentes suggèrent une baisse de 10 à 15 Milliards mais sans pour autant indiquer une trajectoire au delà. (mercredi)
- Décision de la Banque Centrale Indienne face à une économie en difficulté. Ce sera surtout la première pour Raghu Rajan à la tête de la RBI
- Indicateurs d'activité avec la production industrielle US, les enquêtes Empire State et PhylliFed, l'inflation US et les indicateurs immobiliers (NAHB et mises en chantier)
- En Europe on aura le ZEW en Allemagne (mardi) et les ventes de détail et l'inflation au UK



Les points majeurs à retenir en Europe du 9 au 15 Septembre

- Les indicateurs de la production industrielle ont été faibles en juillet. Après un deuxième trimestre plutôt bon la production a chuté de façon marquée au cours du premier mois de l'été. Pour l'ensemble de la zone Euro, l'indice a reculé de -1.5% après une hausse de 0.5% pour l'ensemble du deuxième trimestre. Le chiffre français est encore plus préoccupant puisque le repli a été de -0.6% alors qu'au 2^{ème} trimestre la progression avait été de 1.4%.
- En dépit de signaux positifs perçus dans les enquêtes les données de production restent fragiles. Je reste plutôt optimiste néanmoins.
- Repli de l'emploi de -0.3% (taux annuel) en zone Euro au 2^{ème} trimestre et de - 0.9% en France. L'inflation française a été limitée à 0.9% en août. Cela reste très réduit.
- Le PIB italien en T2 montre encore une grande faiblesse de la demande interne. C'est le 10^{ème} trimestre consécutif de repli de la demande interne italienne. C'est plus de 11% de baisse par rapport au premier semestre 2008 d'avant la crise



Les points majeurs à retenir aux USA du 9 au 15 Septembre

- L'élément majeur est le retrait de Larry Summers de la succession de Ben Bernanke à la tête de la Federal Reserve. Sans rentrer dans les détails (voir mon post sur mon blog) l'aspect important est que cela se traduira par une réduction de la prime de risque sur les taux d'intérêt de long terme aux USA. En effet Summers ne s'inscrivait pas ou tout du moins n'était pas tenu par les engagements pris par Bernanke sur l'évolution à venir des taux d'intérêt. Cela pouvait se traduire par un mouvement haussier plus précoce qu'attendu. L'incertitude avait nourri une prime de risque. Le retrait de Summers fait le lit de candidats certainement plus orthodoxes et qui poursuivront les efforts de Bernanke. Cela devrait donc se traduire par des taux long plus bas que ceux observés actuellement.
- Les ventes de détail ont déçu en août mais la tendance est inchangée. En revanche les ménages perdent leur enthousiasme et leurs anticipations s'obscurcissent.



Les points majeurs en Asie et Latam du 9 au 15 Septembre

- Les indicateurs publiés en Chine traduisent davantage une stabilisation de l'activité plutôt qu'une hausse des perspectives de croissance. Certes la production industrielle est un peu plus robuste mais cela ne suffit pas pour compenser la progression limitée des ventes de détail et de l'investissement.
- En Inde la production industrielle est en hausse de 2.6% en juillet. Mais attention en lissant les données sur 3 mois et en comparant la moyenne des 3 derniers mois sur les 3 mêmes mois de l'an dernier alors l'indice se replie de -0.7%. L'activité est morose et les risques d'inflation demeurent. La première réunion de la RBI sous l'égide de Rajan va être animée.

ANTICIPATIONS HEBDO

16 Septembre 2013

MARCHE DES ACTIONS AU 13 SEPTEMBRE 2013

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/12	13/09/13	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3641.07	4114.50	3341.52	4123.89	14.88	13.00	1.61			
DAX	7612.39	8509.42	6950.53	8530.89	14.80	11.78	2.82			
EuroStoxx	2635.93	2867.11	2427.32	2867.11	10.50	8.77	2.27			
FTSE	5897.81	6583.80	5605.59	6840.27	11.30	11.63	0.56	7.78	8.35	1.30
SNP 500	1426.19	1687.99	1353.33	1709.67	15.16	18.36	1.98	14.19	17.69	1.20
Nasdaq	3019.51	3722.18	2836.94	3729.02	16.90	23.27	1.70	15.92	22.58	0.92
Nikkei 225	10395.18	14404.67	8534.12	15627.26	57.27	38.57	3.92	22.96	19.94	2.71
MSCI Emerging	1055.20	986.84	883.34	1082.68	-2.69	-6.48	3.26	-3.50	-7.01	2.47
MSCI World USD	1338.50	1533.72	1253.31	1535.73	13.81	14.59	2.09	12.86	13.94	1.31

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 13 SEPTEMBRE 2013

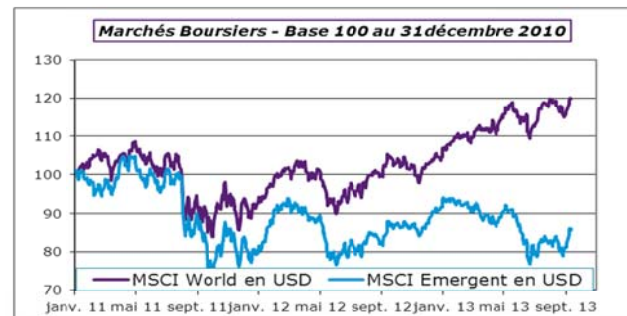
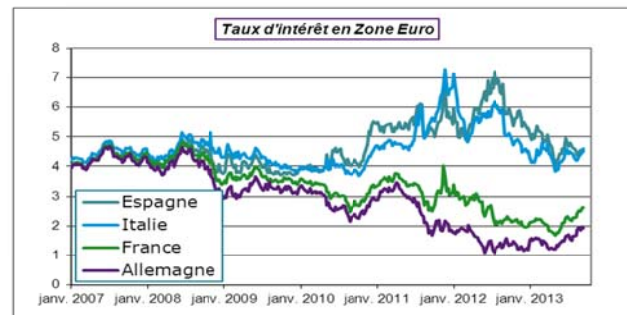
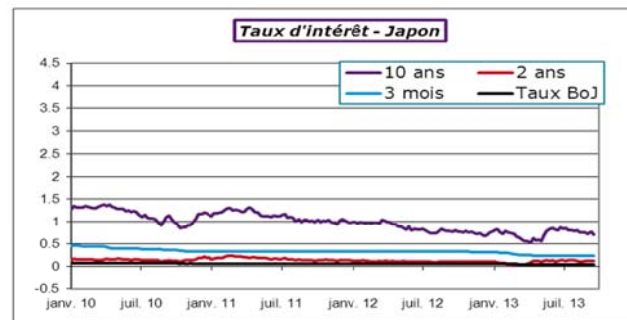
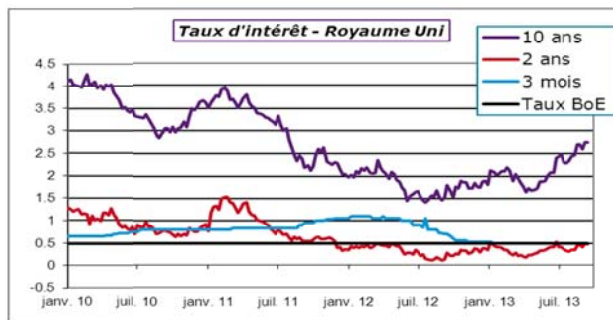
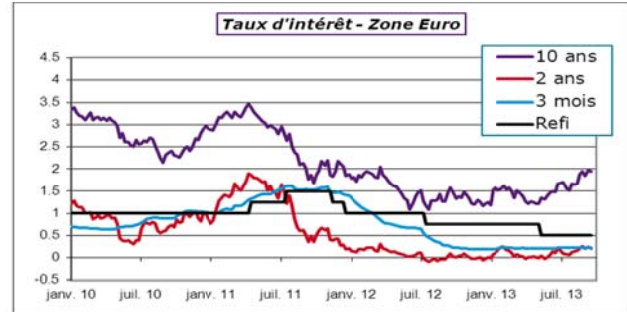
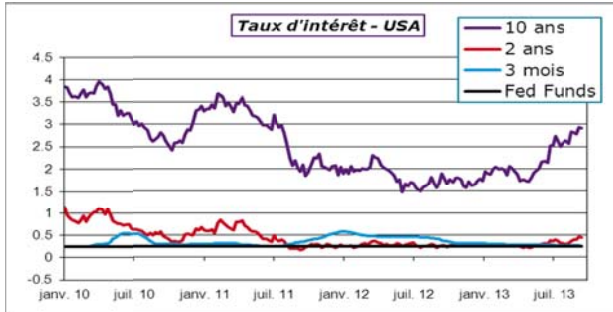
	Taux d'intérêt au 13 Septembre 2013								Taux de référence 31 Décembre 2012			
	Niveau				Variation sur la semaine							
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans	Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans	
USA	0 - 0.25	0.254	0.45	2.92	0.00	-0.01	-0.02	0 - 0.25	0.31	0.25	1.78	
Zone Euro	0.50	0.223	0.204	1.939	0.00	-0.04	-0.03	1	0.19	-0.01	1.18	
UK	0.5	0.5	0.476	2.747	0.00	-0.02	-0.01	0.5	0.53	0.34	1.82	
Japon	0.1	0.230	0.114	0.714	0.00	0.00	-0.06	0.1	0.31	0.10	0.79	
ECART DE TAUX	3 mois* (13/09/06/		2 ans (13/09/13)		10 ans (13/09/13)		3 mois (31/12/12)		2 ans (31/12/12)		10 ans (31/12/12)	
USA – Zone Euro	0.03 (0.03) §		0.25 (0.22) §		0.98 (0.98) §		0.12		0.26		0.606	
UK – Zone Euro	0.28 (0.28) §		0.27 (0.26) §		0.81 (0.79) §		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 13 SEPTEMBRE 2013

	Cours		Variation			
	31/12/2012	13/09/13	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.318	1.326	0.77	0.57	0.85	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	113.996	131.713	1.19	15.54	27.90	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.816	0.840	-0.25	2.92	4.02	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	86.580	99.720	-0.27	15.18	28.42	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.626	1.587	1.52	-2.39	-2.34	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.230	6.119	-0.03	-1.79	-3.11	
Prix du baril de Brent	Dollar	110.36	112.27	-3.68	1.73	-4.71
	Euro	83.7	84.67	-4.42	1.16	-5.51
Prix de l'Once d'or	Dollar	1662.41	1316.9	-5.07	-20.78	-25.78
	Euro	1260.89	993.2	-5.79	-21.23	-26.40

Indicateurs Financiers au 13 Septembre 2013



Graphiques d'illustration

ECONOMIE GLOBALE

Evolution de la production industrielle en Juillet

Situation plus fragile en Europe au mois de Juillet après un deuxième trimestre qui avait été plutôt robuste. Les indices de production au sein de la zone Euro ont chuté au cours du premier mois de l'été. Cela se lit sur le graphe avec l'inflexion de la zone Euro, celle de l'Allemagne et celle de la France. En Espagne et en Italie les indices évoluent peu mais restent à un niveau très faible. En revanche au Royaume-Uni l'indice a été stable en juillet.

L'écart avec les signaux très positifs issus des enquêtes provoque forcément des interrogations. Généralement ces enquêtes donnent des signaux robustes. La phase de retournement est toujours incertaine et longue à se dessiner. C'est l'hypothèse que je fais. Les indicateurs d'enquêtes montrent un ajustement fort sur les stocks et cela est généralement compatible et cohérent avec une hausse de la production industrielle. Je reste sur cette idée qui se nourrit aussi d'une hausse des échanges au sein de la zone Euro.

ECONOMIE DE LA ZONE EURO

Emploi au deuxième trimestre

En zone Euro l'emploi s'est replié de -0.3% en taux annualisé au deuxième trimestre. On observe sur le graphe que le recul de l'emploi est bien inférieur à ce qui était observé au cours des deux trimestres précédents durant lesquels l'emploi avait baissé de -1.3% et -1.7% respectivement.

Par rapport au pont haut du premier trimestre 2008 la zone Euro a perdu 5.5 Millions d'emplois et depuis le début de la récession de la zone Euro au printemps 2011 il y a eu 2.5 millions d'emplois en moins. Les deux crises de la zone Euro ont eu un impact assez proche en termes de coût en emploi: 2.9 millions pour la récession de 2008 et 2.5 millions pour celle débutant en 2011.

Les signaux tirés des enquêtes (la ligne violette sur le graphe) peuvent laisser imaginer que le pire est passé et que progressivement l'amélioration de la conjoncture permettra, dans un premier temps, de stabiliser l'emploi.

ECONOMIE ITALIENNE

Détails du PIB du 2ème trimestre

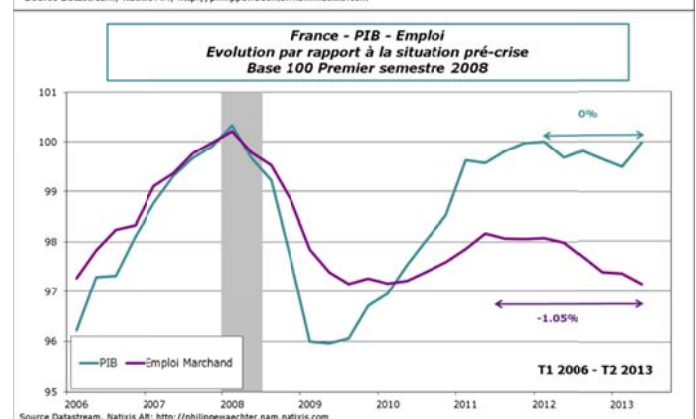
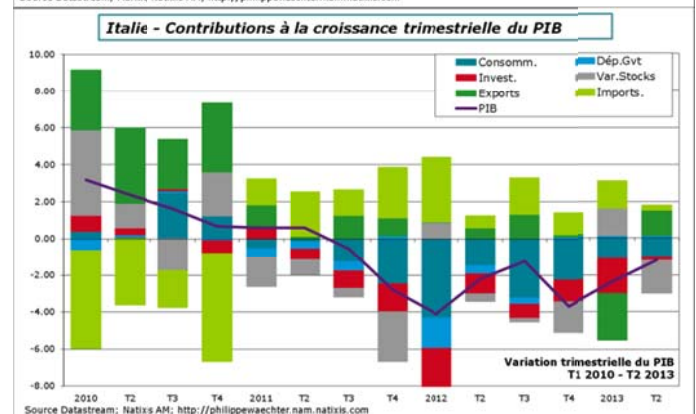
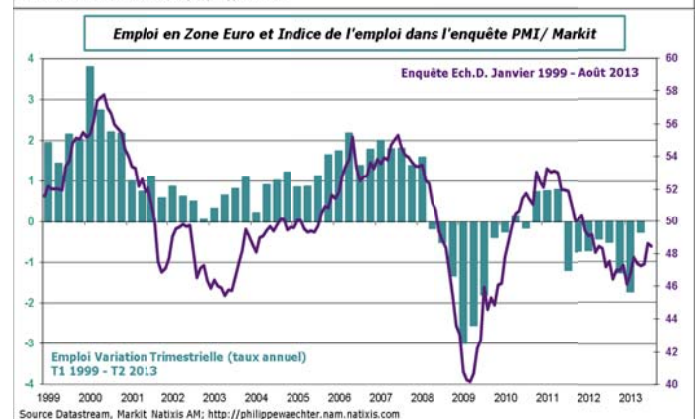
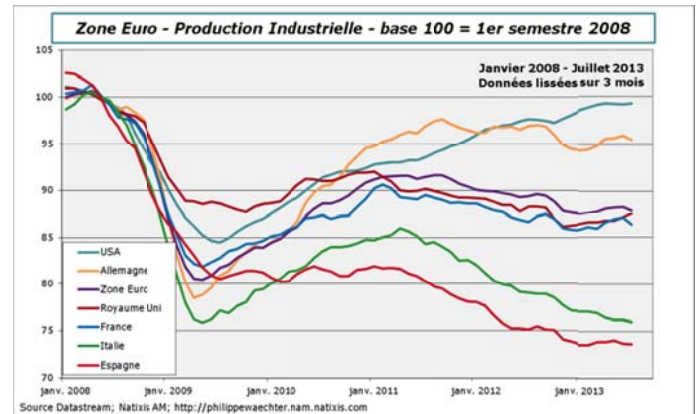
Le PIB italien a reculé de -1.2% au 2^{ème} trimestre après -2.4% en T1. C'est le 8^{ème} recul consécutif de l'activité dans la péninsule. Sur un an elle se replie de -2.1% et l'acquis pour 2013 à la fin du 2^{ème} trimestre est de -1.8%.

La situation reste préoccupante même si l'ampleur du recul est moindre que depuis le début de l'année 2012. On note que la demande interne reste en recul. C'est le 10^{ème} trimestre consécutif. Depuis le premier semestre 2008 celle-ci a baissé de près de 11% et la demande interne privée (consommation des ménages et investissement) de plus de 12%. C'est une situation exceptionnelle et l'on peut s'étonner de la relative stabilité de la situation sociale italienne. LE bon chiffre est celui des exportations dont la contribution est enfin positive. Des perspectives qui restent fragiles et un chiffre d'évolution du PIB en 2013 qui restera au-delà de -1.5% probablement vers -1.8%.

ECONOMIE FRANCAISE

Chiffres de l'emploi du 2ème trimestre

L'emploi marchand a reculé de -0.9% en taux annualisé au 2^{ème} trimestre après -0.5% en T1. Par rapport au premier semestre 2008 (avant la crise) le recul de l'emploi est de près de 3% comme le montre le graphe. Depuis la récession de la zone Euro le repli est un peu supérieur à 1% alors que dans le même temps (depuis le T2 2011 le PIB augmentait de 0.4%). La stabilisation de l'emploi pourrait s'observer au début de 2014.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE FRANÇAISE

Taux d'inflation en Août

Le taux d'inflation en France n'est que de 0.9% en août. Si l'on prend la moyenne pour l'année 2013 celle-ci est de 0.8% à fin août et si l'on prend la moyenne hors tabac alors le chiffre est de 0.7%. Cette situation ne va pas se traduire par une forte revalorisation des salaires. Cela ne permettra pas d'alimenter la demande.

Au regard du graphe ci-contre on constate qu'il n'y a aucun phénomène de dérapage dans les différentes composantes de l'inflation. Les matières premières, énergie et produits alimentaires, ont une contribution nulle pour l'énergie et de 0.3% pour les produits alimentaires. Ces deux composantes ne vont pas s'accélérer au cours des prochains mois. Les prix de matières premières alimentaires en euros baissent de 20% en août sur un an et le prix du pétrole est légèrement inférieur à celui de l'an dernier sur les premiers jours de septembre. Ces effets de pression à la baisse vont continuer et l'accord sur la Syrie ne devrait pas se traduire par une hausse durable du prix du pétrole. En d'autres termes les pressions limitées sur les matières premières et sur l'appareil productif se traduiront par une inflation réduite pendant encore de longs mois.

ECONOMIE BRITANNIQUE

Emploi

Le graphe reprend bien le changement qui s'opère au sein de l'économie britannique. L'emploi à temps partiel se stabilise à un haut niveau et l'amélioration du marché du travail s'observe principalement via les emplois à taux plein. Le basculement peut traduire le changement constaté dans l'économie britannique d'une conjoncture plus robuste. On l'évoquait plus haut sur la production industrielle. Une crainte néanmoins est qu'une source majeure de ce mouvement soit le secteur de l'immobilier. Certes les prix sont encore bas mais l'on perçoit d'importantes créations d'emplois dans le secteur, une hausse des crédits immobiliers pour profiter de taux d'intérêt qui resteront très bas encore très longtemps (l'engagement fort de Mark Carney qui veut maintenir des taux bas jusqu'en 2016). Il faudra être attentif à ses développements car si effectivement l'immobilier est le facteur principal du changement de perception de la conjoncture, alors il n'est pas certain que tout cela soit une bonne nouvelle dans la durée.

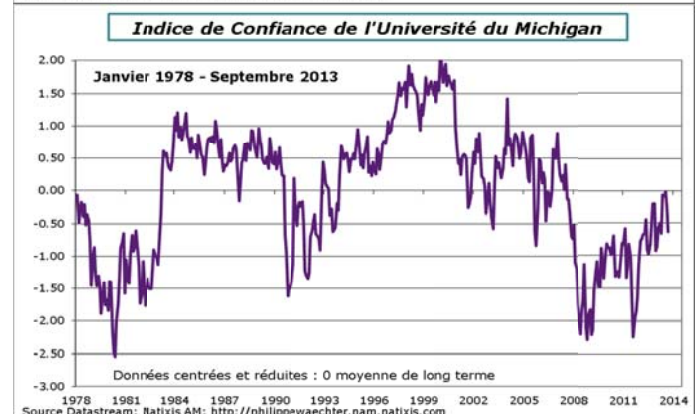
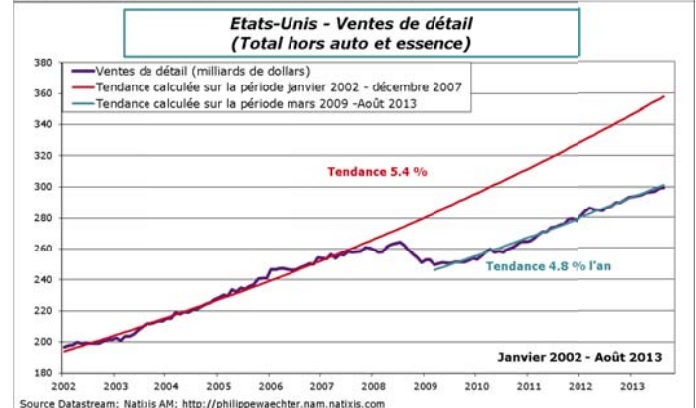
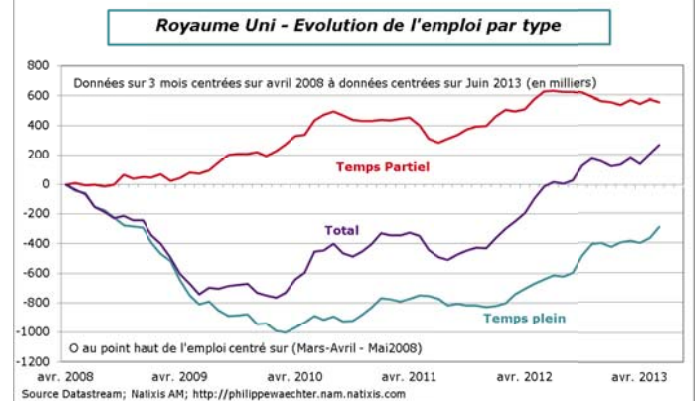
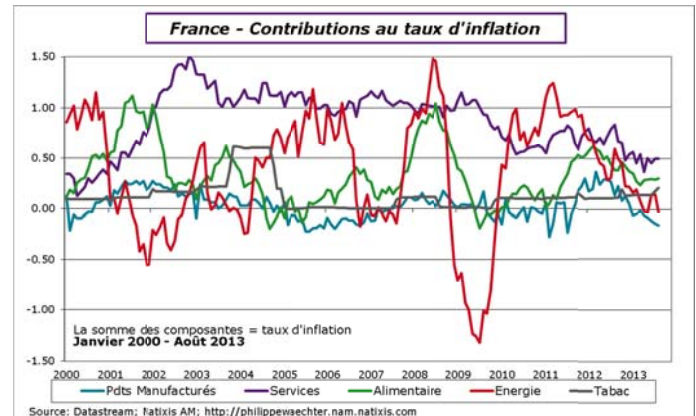
ECONOMIE AMERICAINE

Ventes de détail

Les dépenses des ménages ont été un peu décevantes en août avec une progression de seulement 0.2% et de 0.1% hors automobile et essence. Cependant les révisions qui ont été faites sur les mois précédents permettent de maintenir une progression plutôt stable des ventes de détail comme le montre le graphe ci-contre. Depuis mars 2009 la progression des ventes de détail (hors auto et essence) est de l'ordre de 4.8% en taux annualisé et le dernier point ne s'écarte pas de façon significative de la tendance calculée. D'ailleurs sur les 3 derniers mois la progression des ventes (hors auto et essence) est de 3.5% (taux annuel) et l'acquis pour le troisième trimestre à la fin août est de 3.4% soit la même progression qu'au T2. Les dépenses ne sont pas très robustes mais il n'y a pas de rupture et ce point est important pour la conjoncture.

Indice de confiance de l'Université du Michigan (Septembre)

L'indice a baissé à 76.8 contre 82.1. Comme le suggère le graphe de droite il est très en-dessous de sa moyenne historique (0 sur le graphe). Les deux composantes baissent mais c'est celle relative aux anticipations qui se replie le plus rapidement.



Graphiques d'illustration

ECONOMIE CHINOISE

Taux d'inflation du mois d'août

Le taux d'inflation s'est établi à 2.6% en août après 2.7% en juin et en juillet. C'est comme le montre le graphe ci-contre la composante alimentaire qui a la contribution la plus élevée. On note cependant que le taux d'inflation reste modeste et n'est pas à court terme une contrainte pour la gestion de l'économie chinoise et dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

On notera aussi le prix de l'immobilier, pris en compte dans l'indice des prix, a une évolution limitée à 2.6%

Indicateurs d'activité en août

L'indice de la production industrielle était en hausse en août à 10.4% après 9.7% en juillet. Ce chiffre est cohérent avec l'amélioration constatée notamment sur l'indice PMI officiel durant les mois d'été.

Les ventes de détail sont en progression de 13.4%. Cela n'a rien d'excessif surtout qu'en prenant en compte l'évolution des prix cela donne une hausse qui est systématiquement inférieure à 11% depuis le début de l'année. La demande n'est pas si robuste. Enfin l'investissement est passé d'une progression de 20.1% en juillet à 20.3 M en août. On note sur le graphique ci-contre que la progression depuis le printemps 2012 est très limitée.

Dans l'ensemble de ces données relatives au mois d'août on constate que les chiffres ont tendance à se stabiliser mais pas franchement à s'accélérer comme cela est parfois indiqué. Le soulagement est de constater que les risques d'une croissance plus faible s'estompent. Au printemps dernier et surtout après les mises en garde la banque centrale visant à mieux maîtriser l'évolution du crédit et le shadow-banking on avait craint une baisse rapide de l'activité financière qui aurait pénalisé d'abord le marché immobilier puis l'ensemble de l'activité. Ce scénario est écarté pour l'instant. La banque centrale n'a pas voulu prendre ce type de risque.

Toutes ces données sont cohérentes avec une croissance voisine de 7.5% mais pas forcément beaucoup plus. Les données de commerce extérieur si elles contribuent à la croissance n'ont plus la capacité à porter à elle seule la croissance. Il faut que le marché intérieur prenne davantage d'ampleur pour que l'économie soit plus solide et serve de support à nombre de pays émergents.

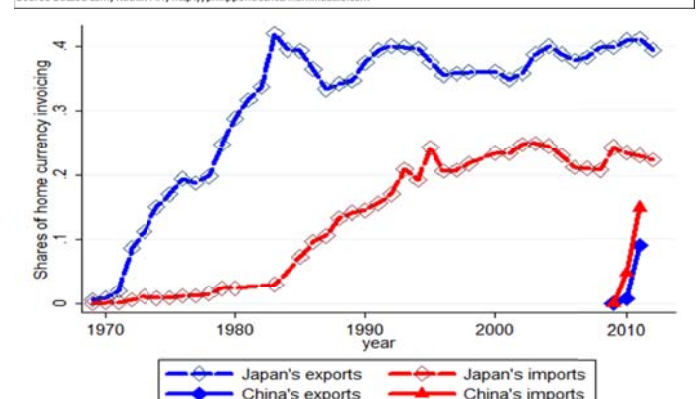
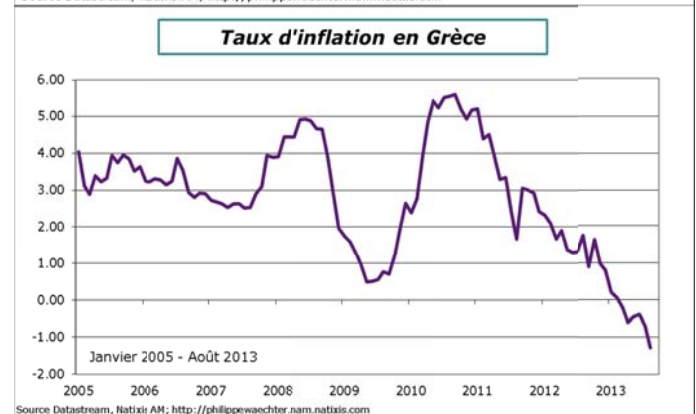
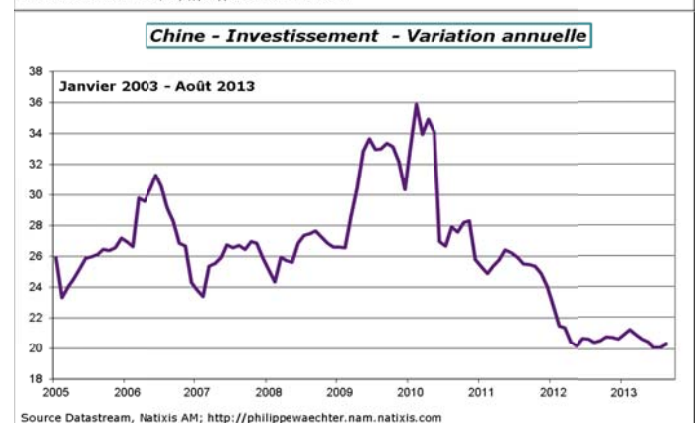
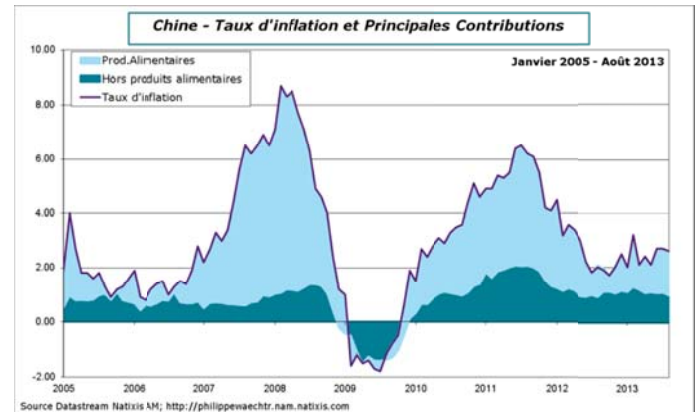
ECONOMIE GRECQUE

Taux d'inflation en Août

Les prix en Grèce ont reculé de -1.3% en août sur un an. On observe la tendance baissière très marquée depuis le début de l'année 2011. Cette situation est dramatique car elle provoque un reflux des salaires et donc la demande interne est franchement pénalisée. En outre la question de la déflation pose un vrai problème d'ajustement pour l'économie grecque puisque les variables nominales comme le PIB reculent encore plus rapidement que les indicateurs réels. L'effort fait par les citoyens grecs pour rééquilibrer rapidement leur budget primaire (hors paiement des intérêts sur la dette publique) est galvaudé par la baisse rapide du PIB. Pareil pour la dette qui ne peut pas se stabiliser en % du PIB si la valeur nominale de ce dernier recule. L'action à mettre en œuvre en Grèce est de casser ce mécanisme infernal qui ne permet pas à la Grèce de se stabiliser et qui pourrait faire le lit des votes extrêmes puisque les efforts ne sont jamais et ne peuvent être perçus comme des succès.

CHINE: MONNAIE DE FACTURATION

Ce graphe de Menzie Chinn (www.econbrowser.com) pour montrer le poids qui s'accroît du yuan dans la facturation des transactions. Le niveau est encore modeste mais cela devrait changer rapidement



Pour prolonger ces échanges

Suivez-moi sur Twitter

http://twitter.com/phil_waechter

et sur mon Blog

<http://philippewaechter.nam.natixis.com>

Cette semaine sur le Blog

[Vidéo – Retournement de tendance en zone Euro](#)

Publié le **9 septembre 2013** par **[Philippe WAECHTER](#)**

[Deux remarques sur la politique industrielle et l'emploi](#)

Publié le **10 septembre 2013** par **[Philippe WAECHTER](#)**

L'industrie est généralement perçue comme étant un secteur pourvoyeur d'emplois en grand nombre. C'est souvent, au moins implicitement, une raison de mettre en avant la nécessité d'une politique industrielle. Cela ne fonctionne plus comme cela. L'activité manufacturière se développe en créant très peu d'emplois. Les nouvelles technologies se sont emparées du système productif et ont accentué des tendances déjà perceptibles depuis de nombreuses années. L'exemple américain illustre bien ce phénomène. Le rebond de l'activité industrielle a été significatif sans être pour autant générateur d'emplois. C'est cette dynamique qu'il faut appréhender désormais lorsque l'on évoque le secteur manufacturier et l'Europe n'y échappera pas. [Lire la suite →](#)

[Larry Summers n'est plus candidat potentiel à la présidence de la Fed](#)

Publié le **15 septembre 2013** par **[Philippe WAECHTER](#)**

Larry Summers vient de décliner la possibilité d'être nommé à la présidence de la Federal Reserve en remplacement de Ben Bernanke dont le mandat s'arrêtera le 31 janvier prochain. (Sa lettre est disponible en format pdf ici [Lettre de Summers](#)) Cette situation relance le débat sur le successeur de Ben Bernanke. Janet Yellen pourrait redevenir favorite mais si elle a les faveurs des économistes (voir [ici](#) la pétition) elle ne semble pas emporter l'enthousiasme de la Maison Blanche. [Lire la suite →](#)