



## Les attentes de la semaine du 22 au 28 Octobre

- Première estimation du PIB américain du 3<sup>ème</sup> trimestre (vendredi 26). L'anticipation moyenne est de 2% en taux annualisé. On regardera jeudi les commandes de biens d'équipement de septembre. Car le chiffre de croissance du T3 sera très dépendant de l'investissement.
- Première estimation du PIB britannique pour le T3. Le chiffre sera fort prenant en compte le jour de rattrapage du Jubilé de la Reine (ce jour avait été chômé au printemps) et l'effet des JO. L'attente moyenne est de 0.6% (2.4% en taux annualisé)
- Chiffres d'enquêtes en zone Euro (PMI estimation flash), en Allemagne (PMI/Markit et IFO) et en France (PMI/Markit et INSEE)
- On aura en France aussi les inscriptions à Pôle Emploi



## Les points majeurs à retenir du 15 au 21 Octobre

- Le taux de croissance de l'économie chinoise est ressorti à 7.4% sur un an et au voisinage de 9% en variation trimestrielle à taux annualisé. C'est la consommation (ménages + publique) qui a eu la contribution la plus forte devant l'investissement. C'est un changement de dynamique de l'économie chinoise, surement moins réactive et moins susceptible de créer des impulsions fortes sur le reste du monde
- Rebond significatif des mises en chantier aux USA. Avec des stocks très bas, un prix mieux orienté et des conditions de financement favorables le marché est en train de repartir
- Hausse de l'emploi au Royaume Uni. Celui-ci est désormais au-dessus du pic d'avril 2008. Mais les emplois créés sont à temps partiel et les pressions sur les salaires sont très faibles. La prise en compte des JO et l'après Jubilé au 3<sup>ème</sup> trimestre ne va pas laisser grand-chose au 4<sup>ème</sup>. Hélas



## Le sommet européen (page 2)

- Les européens devaient discuter de la dernière touche du cadre institutionnel renouvelé qu'ils se sont efforcés de mettre en œuvre depuis l'été.
- Le sommet concernait l'Union Bancaire dont l'objectif est de dissocier le secteur bancaire des Etats afin d'accroître la stabilité financière.
- Au sommet de Juin dernier, il avait été décidé que tout serait prêt à la fin de l'année pour un démarrage début 2013. Ce ne sera pas le cas. Le cadre légal sera posé à la fin de l'année et la mise en place se fera dans le courant de l'année 2013.
- De nombreuses questions restent sans réponses notamment sur l'articulation avec le MES
- Les questions liées à la garantie des dépôts et au mécanisme de résolution des crises n'ont pas été abordées. Cela reporte d'autant la mise en place de l'Union Bancaire.



## Les graphes dans le document (pages 5 à 7)

- Les enquêtes américaines de la région de New-York et de Philadelphie-Risque limité de repli
- Les mises en chantier de logement aux USA et indice des constructeurs de maisons Très positif
- Les ventes de détail aux USA (robustes)
- Les composantes de l'inflation aux USA (Inflation à 2% contre 1.7% en raison de l'énergie)
- L'emploi au Royaume Uni qui progresse sensiblement mais principalement sur du temps partiel
- Repli du pouvoir d'achat des salaires (y compris les bonus) depuis fin 2008.
- Amélioration des ventes de détail en Septembre
- Indice ZEW en Allemagne Il se stabilise à un bas niveau mais un peu plus d'optimisme
- PIB Chinois en hausse de 7.4% en T3 contre 7.6% en T2
- Chine - Investissement et ventes de détail en hausse - Meilleure tenue du marché intérieur
- Stabilité de l'inflation à 1.9% (2% en Août) Repli des prix de production. Marges pour la banque centrale chinoise. Elle le fait déjà en créant des liquidités pour booster le crédit.

## Zone Euro – Le sommet de la procrastination

Il y a avait de nombreuses questions ouvertes lors du sommet européen de jeudi dernier mais les attentes étaient fortes. En effet depuis le sommet du mois de juin et en raison des évolutions institutionnelles rapides observées depuis, il est apparu qu'une résolution définitive de la crise européenne était possible.

Ainsi la BCE a-t-elle réduit le risque sur l'ensemble de la zone en parlant d'irréversibilité et en se positionnant en prêteur en dernier ressort si un pays le demandait (mais sous certaines conditions). Le Mécanisme Européen de Stabilisation (MES) existe et a été inauguré. Enfin le traité sur la gouvernance définissant le cadre budgétaire a été aussi adopté. Tous ces éléments sont essentiels pour disposer d'un cadre institutionnel plus stable dans le futur. Ce cadre crée les outils de solidarité, de coordination et de surveillance pour que les comportements de chacun des pays soient plus homogènes. L'objectif est aussi de rassurer l'ensemble des acteurs de l'économie en Europe et dans le monde sur la pérennité de la zone et les inciter ainsi à revenir y investir et créer des emplois.

L'Union Bancaire vecteur essentiel pour la stabilité financière devait être discuté afin de mettre en place un calendrier et ses modalités d'application. On savait le sujet difficile car depuis l'accord du mois de juin et la présentation formelle du 12 septembre par la Commission Européenne de nombreuses discussions ont eu lieu.

Parmi les questions soulevées ces dernières semaines on relèvera :

- Le champ de supervision de la BCE qui est dans les textes originaux le superviseur unique. Les discussions ont porté sur la distinction possible entre banques présentant un risque systémique et les banques de plus petite taille non transfrontalières. La position de départ est que la BCE supervise l'ensemble des 6 000 banques. Finalement après le sommet ce sera toujours le cas mais les régulateurs nationaux pourraient intervenir dans un premier temps. Un système à deux niveaux se met en place sous la supervision de la BCE.  
Une remarque sur la taille des banques: une banque de la taille de Northern Rocks a créé les conditions d'une panique bancaire en septembre 2007. Elle n'était en aucun cas une banque systémique ni une banque intervenant au-delà des frontières britanniques. Il n'est pas besoin d'être une très grande banque pour causer des déséquilibres et des chocs.
- Un autre point est celui de l'utilisation du MES pour restructurer le secteur bancaire. Il semblait acquis en juin que le MES pourrait recapitaliser directement les systèmes bancaires. Cela semble plus complexe désormais car la position allemande a changé par rapport à celle du mois de juin. Comme cela avait été évoqué par Wolfgang Schäuble à la fin du mois de septembre, Angela Merkel est plutôt d'avis que le MES n'intervienne que pour le futur. Cela veut dire que les déséquilibres passés ne seront pas pris en charge collectivement par le MES. Il faudra alors l'aide des Etats. Le cadre défini par la commission européenne pour séparer les Etats des banques pour éviter les contagions pro-cyclique ne fonctionnera donc pas maintenant. On peut avoir l'impression alors que le MES est construit pour s'intégrer dans un système qui sera toujours à l'équilibre et qui finalement ne servira que de garantie sans jamais intervenir.  
Ce pilier devant faciliter la stabilité financière n'a plus de fondements aussi solides qu'espérés.  
En outre se pose la question de la date de mise en œuvre éventuelle de ces opérations de recapitalisation. Les allemands souhaitent repousser ces opérations au-delà de leurs élections générales de Septembre 2013. Francois Hollande et d'autres notamment Mariano Rajoy et Enda Kenny (Irlande) souhaiteraient une mise en place rapide dès que le système de supervision devient opérationnel. L'accord n'a pas été trouvé.
- Se posait également la question des pays membres de l'UE mais non membres de la zone Euro. La question et la réponse apportée restent floues
- Ces questions majeures ne sont qu'un prélude à deux autres qui n'ont pas été abordées et qui auraient dû l'être. En septembre lors de la présentation par la commission européenne il était prévu qu'avant la fin de l'année les textes établissant le mécanisme de garantie des dépôts et celui de la gestion de crise soient prêts avant la fin de l'année. Ce ne sera pas le cas. Là aussi les échéances sont repoussées à 2013 sachant que l'Union Bancaire ne peut fonctionner sans ces deux modes d'intervention.
- Le sommet de jeudi/vendredi devait établir le Single Supervisory Mechanism (SSM) qui sera l'outil de supervision du secteur bancaire et dans les mains de la BCE. Initialement tout devait être en place à la fin de l'année pour démarrer le 1<sup>er</sup> janvier 2013. Finalement, le cadre légal devrait être défini pour la fin de l'année et la mise en œuvre se fera dans le courant 2013.

Tous les éléments, sur lesquels devaient se faire les décisions, ont été repoussés dans le temps. Tout devait être en place à la fin de l'année 2012 pour donner un cadre institutionnel stable. Cela aurait rassuré l'ensemble des acteurs de l'économie tant européens que non européens.

Le report dans le temps sur la mise en place de l'Union Bancaire va maintenir l'incertitude au risque d'accentuer l'attentisme. Cela sera forcément dommageable pour la dynamique conjoncturelle européenne. Il est probable que sans signaux supplémentaires indiquant la possibilité d'une résolution de la crise, l'Europe va rester sur une note incertaine surtout si les mesures d'austérité sont effectivement mises en place. L'Europe continuera ainsi de peser sur la conjoncture mondiale.

# ANTICIPATIONS HEBDO

22 Octobre 2012

## MARCHE DES ACTIONS AU 19 OCTOBRE 2012

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/11	19/10/12	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	3159.81	3504.56	2822.25	3594.83	13.63	10.91	3.41			
<b>DAX</b>	5898.35	7380.64	5428.11	7451.62	27.99	25.13	2.05			
<b>EuroStoxx</b>	2316.55	2542.24	2068.66	2608.42	11.91	9.74	2.96			
<b>FTSE</b>	5572.28	5896.15	5127.57	5965.58	9.50	5.81	1.78	17.59	8.68	0.87
<b>SNP 500</b>	1257.60	1433.19	1158.67	1465.77	17.92	13.96	0.32	23.96	13.53	-0.17
<b>Nasdaq</b>	2605.15	3005.62	2441.51	3183.95	15.66	15.37	-1.26	21.59	14.94	-1.74
<b>Nikkei 225</b>	8455.35	9002.68	8160.01	10255.15	3.69	6.47	5.49	5.56	2.81	3.62
<b>MSCI Emerging</b>	916.39	1006.07	877.41	1079.94	10.84	9.79	0.94	16.52	9.37	0.45
<b>MSCI World USD</b>	1182.60	1322.28	1097.81	1347.61	13.31	11.81	1.25	19.12	11.39	0.75

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 19 OCTOBRE 2012

	Taux d'intérêt au 19 Octobre 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				
<b>USA</b>	0 - 0.25	0.317	0.3	1.79	-0.02	0.03	0.10	0 - 0.25	0.58	0.25	1.89
<b>Zone Euro</b>	0.75	0.204	0.088	1.512	-0.01	0.06	0.16	1	1.36	0.13	1.78
<b>UK</b>	0.5	0.56	0.336	1.914	0.00	0.09	0.19	0.5	1.05	0.34	1.98
<b>Japon</b>	0.1	0.328	0.1	0.790	0.00	0.00	0.02	0.1	0.34	0.12	0.99
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (19/10/12)</b>	<b>2 ans (19/10/12)</b>	<b>10 ans (19/10/12)</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>		0.11 (0.13) §	0.21 (0.24) §	0.28 (0.34) §	-0.775	0.116				0.106	
<b>UK – Zone Euro</b>		0.36 (0.35) §	0.25 (0.21) §	0.40 (0.38) §	-0.306	0.205				0.197	

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

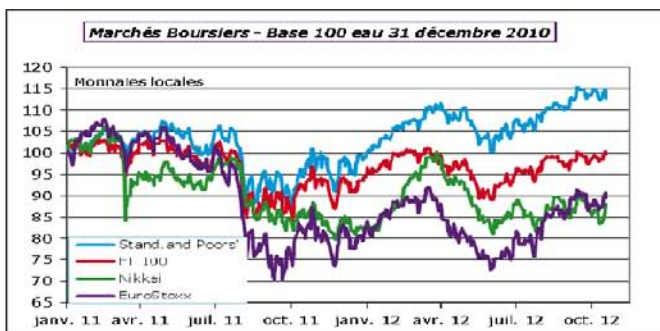
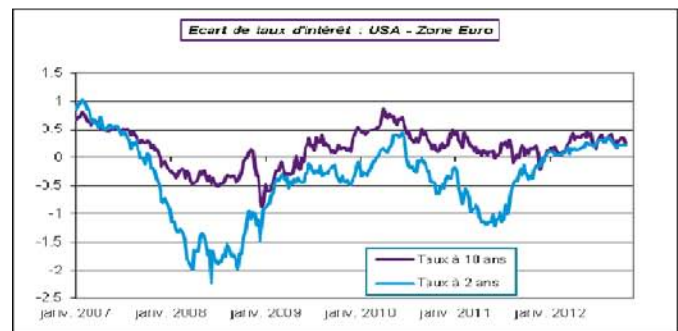
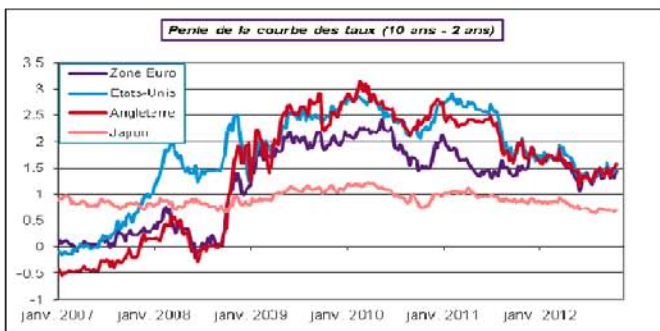
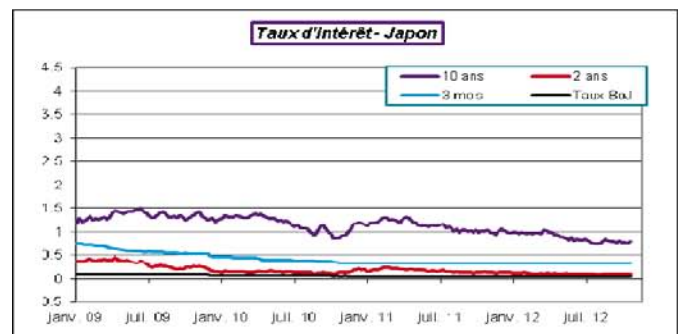
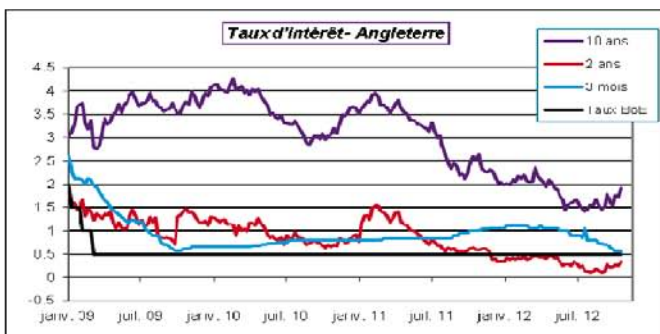
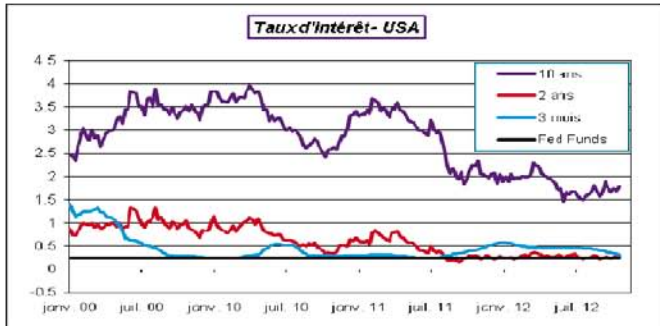
## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 19 OCTOBRE 2012

	Cours		Variation			
	31/12/2011	19/10/12	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.298	1.303	0.49	0.38	-4.87	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	99.880	103.440	1.81	3.56	-1.76	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.835	0.813	0.77	-2.70	-7.11	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	77.740	79.430	1.16	2.17	3.33	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.554	1.602	-0.40	3.10	2.15	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.294	6.254	-0.21	-0.64	-2.04	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	108.28	113.05	-1.27	4.41	2.22
	<b>Euro</b>	83.41	86.76	-1.75	4.01	7.45
<b>Prix de l'Once d'or</b>	<b>Dollar</b>	1574.57	1734.53	-1.65	10.16	7.45
	<b>Euro</b>	1212.94	1331.11	-2.12	9.74	12.95

# ANTICIPATIONS HEBDO

22 Octobre 2012

## Indicateurs Financiers au 19 Octobre 2012





## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE AMERICAINE

#### Enquêtes sur l'activité en Octobre

Rebond de l'indice de la Fed de Philadelphie en octobre. L'indicateur en orange sur le graphe revient sur sa moyenne de long terme.

En revanche l'indice de la Fed de New York en bleu ciel reste très éloigné de cette moyenne.

Ces signaux suggèrent que la situation ne se détériore pas davantage aux USA. Cependant le détail des enquêtes ne suggère pas une dynamique très robuste. Cela s'observe sur l'indicateur des Nouvelles Commandes qui, même s'il s'améliore à New York, reste dans les deux cas en-dessous de leur moyenne. C'est le cas aussi de l'emploi qui se dégrade rapidement dans les deux cas

Le rebond du PhylliFed vient de l'accélération des livraisons et d'un effet de stocks. Cela n'est pas encore suffisant pour convaincre d'un réel changement de tendance.

#### Mises en Chantier en Septembre

Le graphe ci-contre met en regard l'indice des constructeurs de maisons (NAHB) et les mises en chantier de maisons individuelles. Depuis juillet 2011, l'indice des constructeurs est en hausse significative. L'interrogation portait sur le moment où l'indicateur des mises en chantier rebondirait effectivement. L'automne 2012 semble être le bon moment. Le stock de maisons neuves à vendre mesuré en mois de vente est inférieur à la moyenne historique (même si celle-ci est calculée sans tenir compte de la crise) et les prix se stabilisent voire s'améliorent dans certaines régions. (Les stocks de maisons à revendre ont aussi beaucoup diminué) Comme en plus la Fed est très attentive à la question du financement immobilier, il est probable que le marché de l'immobilier est en phase de reprise. L'effet direct sur la croissance sera limité. En 2006, l'investissement logement représentait (en volume) 6.1% du PIB, sur les 2 premiers trimestres de 2012 le chiffre est de 2.6%. Mais cela aura un effet positif sur la perception par les ménages de l'évolution de leur patrimoine (principalement leur maison). Cela aura un effet positif sur les dépenses.

#### Ventes de détail en Septembre

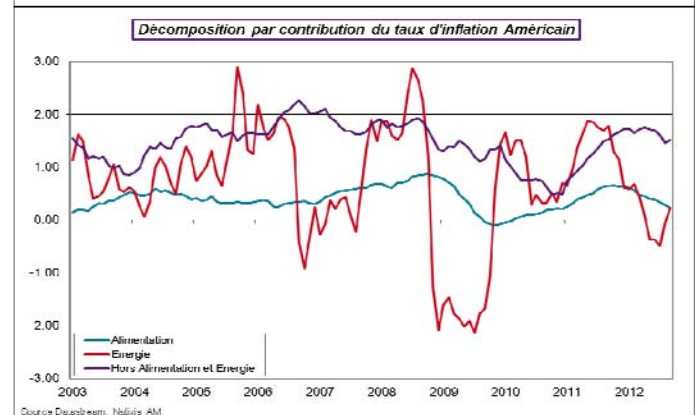
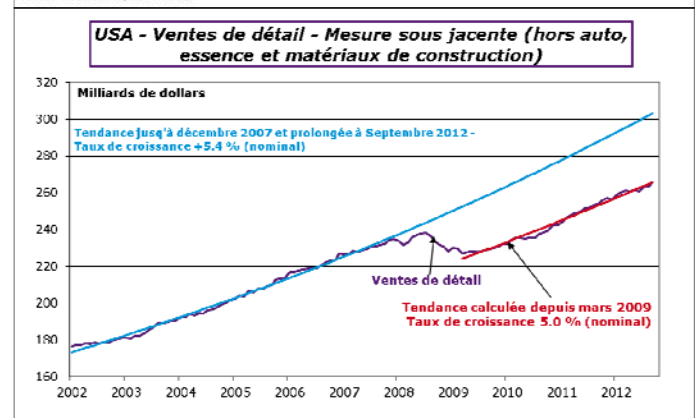
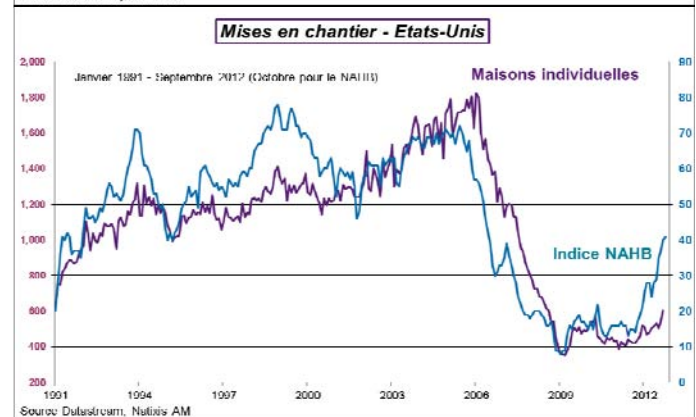
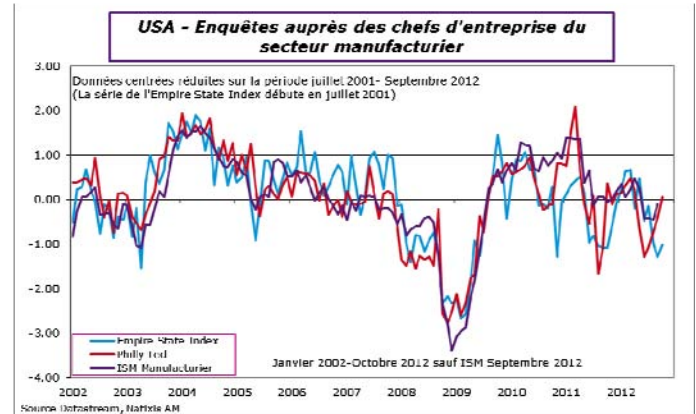
La dynamique des ventes de détail est toujours robuste comme le suggère le graphe ci-contre. L'essoufflement constaté au deuxième trimestre a été effacé. A la contraction de -1% en taux annualisé a ainsi succédé un rebond de 5.5%. Hors éléments volatils, ces variations sont passées de +1.4 % en T2 à 4.6% en T3. Le graphe et le détail des composantes suggèrent qu'il n'y a pas de remise en cause de cette tendance. Les données sont dynamiques puisqu'en septembre, tous les postes de dépenses étaient en progression.

Tous ces éléments sont positifs et traduisent un risque de retour en arrière très réduit. Cela est un support pour les chiffres de croissance au T3.

#### Evolution de l'inflation en Septembre

Le taux d'inflation s'est inscrit à 2%, comme le taux d'inflation sous-jacent. La contribution de l'indicateur sous-jacent est à 1.5% comme le montre le graphe. La contribution du prix de l'énergie a rebondi repassant positive après été négative pendant 4 mois. La contribution des prix alimentaires continue de se réduire. Elle est équivalente en septembre à celle de l'énergie. L'effet prix des céréales reste limité.

L'indice sous-jacent est un peu plus élevé en septembre qu'en août en raison de la stabilisation de la composante logement de cet indice. Le prix de l'automobile baisse sur un an et les autres indicateurs ne présentent pas de rupture. Seul l'indicateur du prix des services de la santé s'accroît un peu plus vite depuis le début de l'année. Point à surveiller



## Graphiques d'illustration

### ECONOMIE BRITANNIQUE

Les chiffres de croissance du 3<sup>ème</sup> trimestre vont être publiés dans la semaine (jeudi à 10h30). Le taux de croissance du PIB qui sera publié pour le 3<sup>ème</sup> trimestre sera fort. Les estimations vont de 0.4 à 0.8% en taux non annualisé. Cette publication marquera la fin de la récession et des 3 trimestres consécutifs de repli de l'activité. Ils prendront en compte les effets des Jeux Olympiques (les ventes de billets sont concentrées sur le trimestre quelle que soit le moment de la vente) et il y aura un jour de travail en plus puisque le Jubilé de la Reine avait été chômé au printemps. Ne doutons pas que ce chiffre saura être exploité comme un succès de la politique d'austérité menée par David Cameron et George Osborne.

Le Royaume Uni n'est cependant pas sorti de sa période critique.

Cela s'observe déjà sur le premier graphe de la colonne de droite. L'emploi est revenu à son point haut d'avant crise mais uniquement par la mise en place de travail à temps partiel. Les emplois à temps plein, ceux qui traduisent effectivement d'une situation économique plus robuste sont encore à un très faible niveau, indiquant clairement que les entreprises sont encore très prudentes. Le risque est que le travail à temps partiel soit des petits boulots peu rémunérateurs. Cela ne dessine pas une allure de reprise mais une capacité à trouver des emplois de durée très diverse.

Dans le même temps, le pouvoir d'achat des salaires recule. Le retour de l'emploi s'est fait avec une baisse de pouvoir d'achat que ce soit dans le secteur privé comme dans le secteur public.

Cela traduit le fait qu'il n'y a pas de tensions sur le marché du travail britannique et que les revenus, tirés des emplois à temps partiel, ne sont pas suffisants. La hausse de l'emploi n'est donc pas un signal suffisant d'amélioration de l'économie.

En outre si l'effet de JO s'estompe les emplois à temps partiels vont probablement se réduire, ne pouvant pas permettre d'imaginer une orientation haussière marquée pour l'activité.

Par ailleurs, malgré l'emballlement de l'emploi (le retour à l'emploi d'avant crise n'est pas près d'être assuré en France), comme les revenus évoluent peu, la consommation évolue toujours sur un rythme limité. Depuis 2008 on constate un net changement de tendance en phase avec les changements de conditions sur le marché du travail et le repli du pouvoir d'achat.

Faire l'hypothèse d'une reprise soutenue au Royaume Uni ce serait imaginer que la situation du côté des ménages puisse s'améliorer très rapidement (pourquoi ?) ou/et que l'environnement extérieur se renforce très sensiblement. Or l'Union Européenne représente 55% des exportations britanniques. Si la zone Euro ne retrouve pas une allure très robuste ce calcul ne fonctionnera pas. En outre le maintien d'une politique d'austérité de la part du gouvernement ne permettra pas de relâcher les contraintes pour le secteur privé. Après les JO et le Jubilé, retour aux réalités en Grande Bretagne

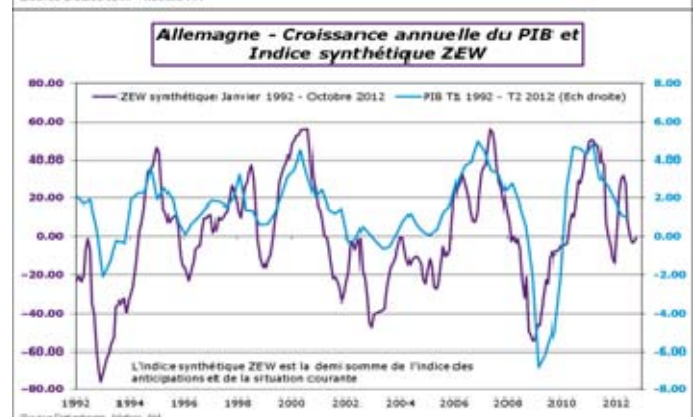
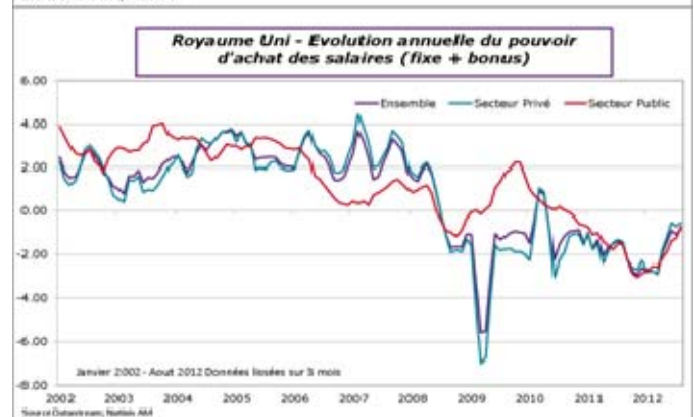
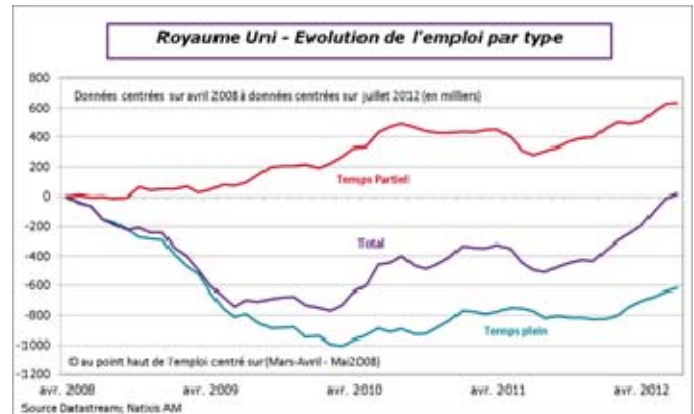
### ECONOMIE ALLEMANDE

#### Indicateur ZEW en Octobre

La première enquête du mois d'octobre en Allemagne indique un arrêt de la chute constatée depuis le mois d'avril 2012. Cela s'observe clairement sur le graphique.

La composante "Conditions Courantes" continue de se dégrader mais reste au-dessus de sa moyenne de long terme. C'est la composante "Anticipations" qui s'est améliorée.

On note que cet indicateur a une allure assez cohérente avec celle du PIB prise en variation annuelle. Les données de l'été et du début de l'automne suggèrent une inflexion supplémentaire des chiffres de croissance pris en variation sur un an.



## ECONOMIE CHINOISE

L'inflexion de l'activité chinoise depuis le début de l'année 2012 est un facteur d'interrogation. Le chiffre de croissance de 7.4% sur un an au 3<sup>ème</sup> trimestre confirme cette tendance au ralentissement mais sans l'accentuer de façon excessive. Au 2<sup>ème</sup> trimestre le rythme de croissance était de 7.6%. On note aussi qu'au 3<sup>ème</sup> trimestre, la progression par rapport au 2<sup>ème</sup> trimestre est de l'ordre de 9% en taux annualisé. On voit sur le graphique une probable stabilisation de l'activité.

Les interrogations sur l'économie chinoise sont de deux types.

D'abord le ralentissement de l'activité traduit probablement un changement de modèle et de dynamique de l'économie chinoise. D'ailleurs les dirigeants chinois semblent avoir en tête une croissance potentielle comprise 7 et 8%. L'objectif de 7.5% pour 2012 s'inscrit dans ce schéma. Comme on l'observe sur le premier graphe, les chiffres étaient généralement plus élevés par le passé, notamment dans la période d'avant crise.

Ensuite, et c'est la seconde remarque, si la croissance chinoise est durablement plus réduite que par le passé, l'impulsion engendrée par celle-ci sur le monde ne se renouvellera pas. En d'autres termes, la Chine qui avait tiré la croissance mondiale avant la crise et pendant la phase de reprise en 2009/2010 n'aura plus nécessairement la capacité de le faire.

Cela veut dire que les autres pays devront améliorer leurs capacités d'autonomie pour améliorer leurs performances économiques.

La stabilisation de l'économie s'observe sur le chiffre trimestriel du PIB mais aussi dans évolutions mensuelles si l'on regarde l'investissement qui se stabilise (20.5% sur un an en septembre contre 20.2% en août) sous l'impulsion des dépenses d'infrastructures (stabilisation des investissements immobiliers), la production industrielle qui progresse, repassant au-dessus de 9% de croissance annuelle (9.2% en septembre contre 8.9% en Août) et par la stabilisation des ventes de détail.

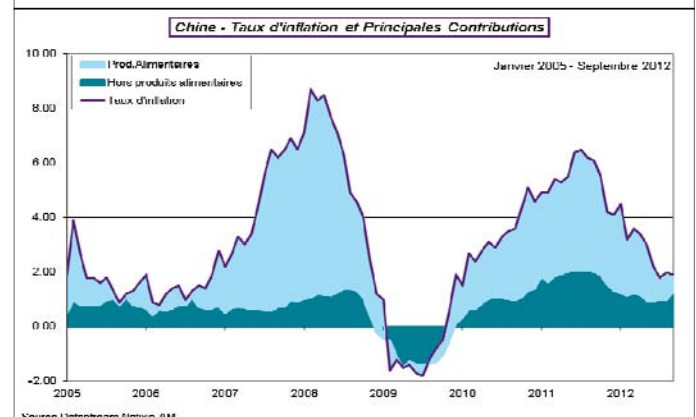
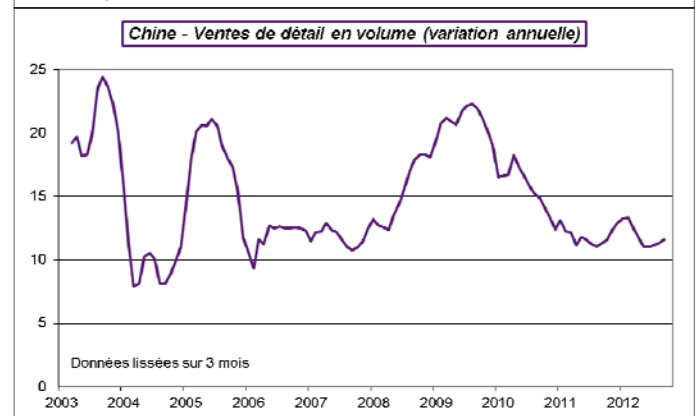
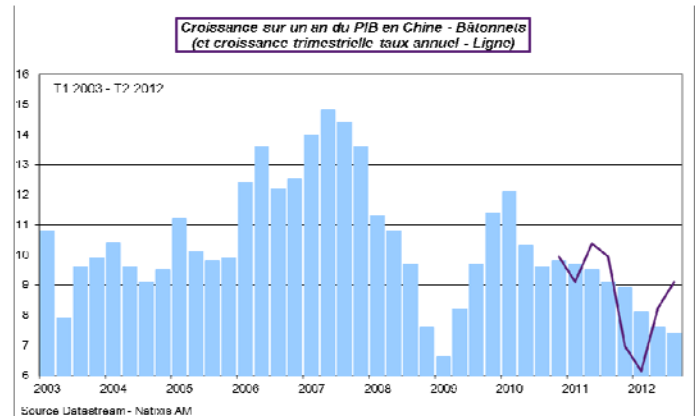
Le rythme de progression des exportations a continué de glisser sur le trimestre même si le chiffre de septembre était robuste (voir ce document daté du 15 octobre).

C'est la dynamique interne qui est à l'origine de cette stabilisation de l'activité. Comme le suggère The Economist, lors de la conférence de presse tenue lors de la publication des chiffres, les statisticiens chinois ont indiqué que dans les contributions à la croissance c'est la consommation qui avait eu l'impact le plus important. La consommation recouvre ici celle des ménages et la consommation publique. La consommation explique ainsi 55.5% de la croissance sur les 3 premiers semestres de 2012, l'investissement contribue à hauteur de 48.8% alors que le commerce extérieur à une contribution négative (-4.3%). Comme en 2011, après révisions des contributions, la croissance chinoise s'explique davantage par la consommation que par l'investissement. C'est un changement par rapport à toute la décennie précédente. Il pourrait alors y avoir moins d'accélération brutale et de fait une impulsion sur le reste du monde plus limitée.

L'indice des prix à la consommation est en hausse de 1.9% sur un an après 2% en août. On observe sur le graphe que la contribution des produits alimentaires s'est légèrement réduite.

Le repli des prix de production (-3.6% sur un an) est un signal selon lequel les risques d'accélération des prix à la consommation sont réduits.

De la sorte, les autorités monétaires peuvent continuer à mettre en œuvre une politique accommodante. Elle le fait d'ailleurs en alimentant très largement en liquidité le marché monétaire afin



# ANTICIPATIONS HEBDO

22 Octobre 2012