

Un Regard Mondial



Étude Macroéconomique

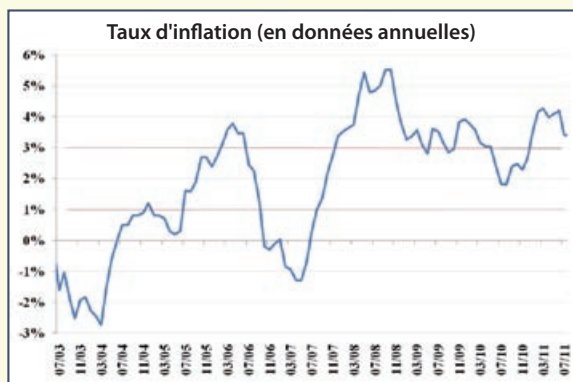
Quatrième Trimestre 2011 | No. 27



Israël

L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,5% en août par rapport au mois précédent, l'inflation se maintenant à 3,4% sur les 12 derniers mois.

L'Indice des Prix à la Consommation (IPC) a progressé de 0,5% au mois d'août, les composants suivants contribuant largement à cette augmentation : achats immobiliers, loisirs, vacances et voyages en Israël et à l'étranger ainsi que l'électricité pour les ménages qui a augmenté en raison de la hausse des tarifs publiée en août. En revanche, une baisse s'est produite dans le secteur des composants saisonniers et dans l'alimentation, qui ont affiché une stabilité sur les trois derniers indices publiés. Depuis le début de l'année, l'augmentation de l'IPC s'élève à 2,4%. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, l'inflation sur la période des 12 derniers mois se situe à 3,4%, chiffre légèrement supérieur à l'objectif de stabilité des prix fixé entre 1 et 3%.



A l'avenir, nous estimons qu'une inflation modérée devrait se poursuivre, l'indice devant revenir dans la fourchette de stabilité des prix. Cette modération devrait survenir dans un contexte de ralentissement de la demande locale, ce qui apparaît évident à la lecture de nombreux

indices économiques comme l'indice d'achat par carte de crédit, les indices des circuits de commercialisation et des secteurs du commerce et des services ainsi que les indices sur les importations. De plus, l'impact de la vague publique de protestations et de manifestations pour une baisse des prix est déjà notable, en particulier sur les prix alimentaires et ce phénomène devrait avoir une répercussion sur les prochains indices.

La plus grande partie de la hausse de l'inflation est imputable aux services d'achats immobiliers. Nous estimons que la hausse devrait se poursuivre, malgré un léger ralentissement lié aux effets saisonniers (le dernier trimestre de l'année étant caractérisé par une baisse de la demande par rapport aux mois d'été). Cela nous permet de rappeler que le composant des services relatifs aux achats immobiliers est calculé dans le cadre de l'IPC sur la base des variations de prix en fonction des renouvellements des baux locatifs : à la lumière du déclin du nombre de transactions d'achats immobiliers, il est raisonnable de considérer qu'il y a un lien entre la demande sur le marché de l'achat immobilier et celle des locations de logements. Cette tendance confirme la poursuite de la hausse des prix de ce composant comme évoqué plus avant. Cependant, nous ajoutons qu'au cours des trois dernières années, on peut considérer que le marché locatif immobilier a progressé en raison de l'afflux de nouveaux investisseurs sur le marché et cela aura un effet, en modérant l'impact de la hausse de la demande.

A propos de la politique monétaire de la Banque d'Israël (BoI), nous considérons dans les circonstances présentes



que la Bol maintiendra son taux d'intérêt au niveau actuel pendant une période prolongée, une inflation modérée, déjà évidente, provoquera une hausse du taux réel prévu au-delà d'un pour cent. Ce chiffre est à comparer avec un taux d'intérêt négatif proche de 2% qui prévalait il y a deux ans.

D'après les termes utilisés lors de la dernière annonce du taux d'intérêt de la Bol, nous pensons qu'une baisse du taux d'intérêt est envisageable. Une telle baisse apparaîtrait dans un contexte de détérioration des conditions économiques internationales et domestiques. Les chiffres ci-dessus montrent que la Bol dispose d'une grande marge de manœuvre pour abaisser son taux d'intérêt, en cas de nécessité. Ceci contraste par exemple avec la situation en Europe et aux Etats-Unis.

Commerce extérieur par pays

Les données du commerce extérieur pour les huit premiers mois de l'année répertorient 19 pays qui constituent les partenaires privilégiés des exportations israéliennes (hors commerce des diamants). La proportion de chaque pays est d'au moins 1,5% et l'ensemble de ces pays achètent 77% des exportations israéliennes (hors diamants).

Les premiers de la liste sont les Etats-Unis qui reçoivent 26% des exportations israéliennes (hors diamants). Le second pays est la Chine dont la proportion a tendance à augmenter. La Turquie qui a récemment connu quelques tensions politiques avec Israël, qui pourraient également avoir des conséquences économiques, est le sixième partenaire dans le secteur des exportations israéliennes (sa proportion en 2011 est de 4% du total des exportations israéliennes hors diamants).

On constate que parmi les principaux pays destinataires en matière d'exportations israéliennes, certains pays continuent de souffrir de la crise, dont certains grands pays européens et d'autres pays qui n'ont été que légèrement affectés par la crise. L'analyse des pays destinataires des exportations israéliennes montre que parallèlement à certains facteurs affectant négativement le secteur de l'export, comme la baisse notable de l'activité économique des Etats-Unis et des pays de l'UE, il existe d'autres destinations majeures pour les exportations israéliennes qui disposent de situations économiques positives et cela a un impact sur la baisse modérée des exportations. Nous ajoutons à cela que les exportations israéliennes disposent de secteurs "niches" pour lesquels Israël dispose d'un

avantage comparatif. Cela a aussi un effet positif dans la modération de la faiblesse des exportations.

By: Sagit Cohen, Services économiques, Leumi Israël



La Zone Euro

Faiblesse ou récession en double creux ?

Alors que nous entamons le quatrième trimestre 2011, les plus pessimistes d'entre nous semblent s'interroger pour savoir si le ralentissement évident qui a cours pourrait être symptomatique d'une période de récession en double creux. L'or a une nouvelle fois battu des records historiques début septembre au-delà de 1900 US dollars avant de revenir autour de 1600 US dollars et un consensus généralisé des marchés semble conduire à une prise de risque plus réduite aujourd'hui. Les Etats-Unis constituent un baromètre fiable pour juger un certain nombre des économies mondiales et malheureusement les choses se présentent mal. Le Produit Intérieur Brut, les dépenses des ménages, les indices de services et de production ainsi que la Bourse sont autant d'éléments pour lesquels la période est délicate. Si le vieux dicton qui dit " quand les Etats-Unis éternuent, le reste du monde attrape un rhume " est vrai, il est sans doute temps de sortir les vaccins contre la grippe.

La Grèce fait toujours la une des journaux, en particulier depuis l'été, avec une baisse de la note de crédit tout au long de l'année. Les révisions du taux de crédit de la Grèce ont été suivies d'une rétrogradation en Italie en septembre. Malheureusement, le marché semble s'attendre à de nouvelles dégradations des taux souverains. L'Espagne, le Portugal, Chypre et selon certains l'Irlande figurent parmi les candidats à une dégradation possible mais un manque de volonté d'action de la part de l'Union Européenne continue de jeter un voile de pessimisme sur un quelconque signe de reprise.

Le marché reste circonspect face à l'absence de détails provenant des conférences de l'Union Européenne et du Fonds Monétaire International. Pour couronner le tout, il y a actuellement des discussions autour d'une information selon laquelle le Premier Ministre grec envisagerait de soumettre au peuple grec un référendum pour savoir si la Grèce doit rester dans la Zone Euro. Nous sommes très loin d'en avoir fini avec la saga grecque mais concernant la

Zone Euro, il semble évident que nous ayons à passer par une situation difficile avant une quelconque reprise.

Selon Robert Zoellick, Directeur de la Banque Mondiale, l'économie mondiale est " dans une zone de danger " et la Directrice du FMI, Christine Lagarde, a confirmé ce point en évoquant un rétrécissement du chemin de la reprise. Les contrats sur risque de crédit allemand, français, espagnol et italien ont tous atteint des niveaux records à la fin septembre, la morosité du marché se renforçant et les doutes concernant la capacité de remboursement des gouvernements européens s'intensifient.

Etant donné cette période de forte volatilité, une chose est certaine : les taux directeurs des principales économies ne vont probablement pas bouger dans un futur proche. Considérant que le Royaume-Uni, les Etats-Unis et la Zone Euro indiquent conjointement qu'aucun changement n'est prévu à ce niveau en 2012 ni même en 2013, le marché se tourne une nouvelle fois vers des discussions autour du Quantitative Easing (assouplissement quantitatif).

La volatilité du marché et la nervosité provoquée par les événements des six derniers mois sont telles qu'il est difficile d'imaginer ce qui pourrait suivre!

By: Sarah Card, Cambiste-clientèle; Bank Leumi UK



États-Unis

Lancement avorté

J'ai dans la tête l'image d'un lancement de fusée avorté, de celles que l'on peut voir aux informations. Vous savez ces

reportages où on voit une gigantesque fusée chargée de kérosène, placée sur son pas de tir. Arrive le compte à rebours, 3,2,1, allumage. Elle monte à plusieurs centaines de mètres d'altitude, tout semble bien se passer et puis tout à coup quelque chose ne va pas. A ce stade, la gravité fait son œuvre et la fusée s'écrase sur terre dans un crash cataclysmique avant de prendre feu.

Cette scène est un petit peu extrême mais elle me fait penser à ce que les Etats-Unis et les économies mondiales pourraient avoir à affronter. Je parle de ça parce qu'il y a deux ans, après la crise financière et la grande récession,

après le plan Paulson, les stimuli fiscaux I et II, après les rabaisements de taux à zéro, les politiques de " quantitative easing " I et II... Après tous ces efforts, l'économie américaine a semblé montrer des signes de reprise en 2010. Cependant, en 2011, la reprise a perdu de sa vigueur semblant avoir cédé à un effet de gravité. La baisse de la note du crédit américain par S&P symbolise les faiblesses des perspectives américaines à travers les conséquences de la crise financière et l'impasse continue dans laquelle se situe Washington. Mais même si la situation est périlleuse aux Etats-Unis, l'Europe est encore plus enlisée face à une crise de la dette souveraine en pleine expansion. Et des économies plus importantes comme l'Italie ou l'Espagne pourraient se retrouver en situation de récession alors que la Grèce et le Portugal ont déjà abdicé.

Chaque continent se trouvant en situation d'observation du voisin, les espoirs venant des marchés émergents sont faibles et même la Chine a perdu de sa superbe. Aux Etats-Unis, après avoir progressé de 3,1% en 2010, le PIB n'a augmenté que de 0,85% au cours du 1er trimestre 2011, en données annuelles. Cette décélération est illustrée par un mois d'août à zéro emploi, c'est le chiffre le plus faible depuis septembre 2010 avec un taux de chômage se maintenant au-delà de 9,0%. La croissance de l'emploi se situait à environ 180 000 emplois par mois au cours des quatre premiers mois de l'année mais s'est effondré au cours des quatre mois suivants avec un chiffre de 40 000. La croissance au cours des quatre mois qui viennent devrait péniblement arriver à une moyenne juste au-delà de 1,5%.

" Twist and Shout "

Une nouvelle fois, afin d'éviter un crash meurtrier, le Gouvernement et la Banque Centrale ont pris des mesures. Le Président Obama a soumis un nouveau plan d'action de 450 milliards de dollars (American Jobs Act aussi appelé stimulus III) au début du mois de septembre. Le plan a été présenté au public au cours d'une allocution télévisée en prime time. Dans les jours qui ont suivi, le plan a été soutenu par le Président avec une tournée dans plusieurs états au cours de laquelle il a " vendu " les vertus de cette vague de stimuli et a exhorté le Congrès à " adopter ce projet sans délai ! ". Le Président a souligné

Les informations contenues dans ce bulletin sont basées sur des sources, publications incluses, que la Bank Leumi le-Israël, ainsi que ses filiales, considèrent comme fiables, mais pour lesquelles elle n'a pas effectué de vérifications. La Banque ne garantit en aucune manière leur exactitude ou leur caractère complet. Les opinions exprimées dans ce bulletin sont sujettes à changement sans avis préalable. Les informations contenues dans ce bulletin ne sauraient être considérées comme une incitation à acheter ou vendre, ou une sollicitation à acheter ou vendre tout titre ou devise. La Banque et ses filiales peuvent afficher des positions sur des titres ou devises référencés dans ce bulletin. Les produits d'investissement qui ne sont pas des dépôts ne sont pas assurés par le FDIC. Ces produits ne sont pas des dépôts ou obligations émis par la Banque ou garantis par celle-ci. Ils sont sujets aux risques d'investissement, y compris de perte possible sur le capital investi.

que le projet permettrait de conserver les emplois des professeurs, de créer des emplois dans la construction d'infrastructures, de donner des aides aux entreprises recrutant des chômeurs de longue durée, d'allonger la période d'indemnisation des chômeurs de longue durée, de leur donner une formation et de prolonger la baisse des prélèvements sur les salaires initiée en 2011. Bien que le Président déclare que l'addition sera réglée dans le cadre de son plan de réduction du déficit à long terme, de nombreux Républicains n'y croient pas et estiment qu'il sera difficile d'approuver le projet sous cette forme.

La Fed a également pris des mesures en ressuscitant un plan vieux d'un demi-siècle appelé "Opération twist", stratégie visant à rabaisser les taux d'intérêts, en particulier dans l'immobilier. Ce plan permettra à la Fed de vendre des Bons au trésor à court-terme (de 3 mois à 3 ans) pour une valeur de 400 milliards de dollars et d'utiliser ces recettes pour acheter des Bons à long-terme (5 ans et plus) pour le même montant d'ici mi-2012.

Cette annonce a fait baisser les taux à long-terme de manière significative mais les Bons au Trésor à court-terme n'ont pas affiché d'appréciation face à la vente annoncée pour une valeur de 400 milliards de dollars. Pourquoi ? Parce qu'au mois d'août, la Fed a été suffisamment intelligente pour annoncer au reste du monde qu'elle envisageait de maintenir virtuellement son taux directeur à zéro jusqu'à mi-2013 au minimum. Ainsi, toute hausse des taux à court-terme n'aurait pas de conséquence. Reste à voir si le rabaissement continu des taux immobiliers auront un effet sur un marché du logement toujours en crise avec une offre trop élevée et une demande trop faible.

Une volatilité à tous vents

Dans un contexte mondial où les économies sont défaillantes et face à la nervosité liée à la crise de la dette souveraine européenne, l'engagement de la Fed de maintenir des taux bas jusqu'à la mi-2013 et l'"opération twist" ont permis de rabaisser les taux à des niveaux records. Les taux des Bons au Trésor à deux ans ont atteint un niveau record à 0,14% le 20 septembre à rapprocher d'un record vers le haut, à 0,90% en avril. Les taux à dix ans ont récemment plongé à un niveau record de 1,67, à rapprocher du record annuel à 3,77% en février. Les rendements à trente ans ont lourdement chuté (bien que ce ne soit pas à un niveau record) à 2,74% après avoir été à 4,79% en février. Le déclin des taux à dix et

trente ans rendra les taux immobiliers encore plus attractifs même si je prévois un attrait limité auprès des consommateurs, ceux-ci n'affichant qu'une confiance mesurée dans l'économie et l'avenir du marché de l'emploi. Dans un futur immédiat, il semble que les taux resteront à un niveau bas.

Le Dollar US a subi de nombreuses vagues de spéculations au cours des derniers mois, la frilosité au niveau des prises de risques ayant vitaminé l'attrait du billet vert et il devrait continuer à se renforcer. Malheureusement, un dollar plus fort aura un effet négatif sur les valeurs américaines puisqu'il réduira les exportations. L'Euro a été particulièrement faible, perdant 10% de sa valeur en passant de 1,49 (en mai) à 1,34. A certaines périodes, des craintes sont nées quant à la possibilité d'exclure certains membres de la Zone Euro ou encore que l'Allemagne, elle-même, puisse se retirer. A l'avenir, l'Euro devrait continuer de subir cette pression, l'Europe luttant pour redresser ses finances mais un effondrement n'est pour l'instant pas d'actualité. Le Yen reste stable dans l'ensemble et devrait le rester, étant considéré comme une devise alternative à l'écart de la tourmente américano-européenne.

Les actions ont quelque peu vacillé au cours de l'été face aux incertitudes de la croissance mondiale et américaine. La volatilité, mesurée par VIX, a culminé à presque 50 en août après avoir été mesurée à 14 en avril et on constate que les indices boursiers varient désormais de plusieurs points dans la même journée. Le DOW Jones 30 a chuté de 17,5% à 10597 récemment et après un record 2011 à 12 876 en mai. Pour cette année, le DOW Jones a clôturé le 3e Trimestre avec une baisse de 5,7%. Le S&P 500 a fait encore pire chutant le 9 août de 19,6% à 1 101 par rapport au record de l'année à 1 371. Pour 2011, le S&P 500 a perdu 10%. La volatilité devrait rester forte dans un futur proche et je pense que les valeurs boursières pourraient encore perdre 5% avant d'atteindre leur niveau le plus bas.

By: Bob Giordano, Trésorier, Bank Leumi USA

Select Indices – 1 Octobre 2011

Index	Value	% Return YTD in 2011
S&P 500	1124	-10.5
MSCI World	1074	-16.0
Global Broad Corp.	223.15	3.5
High Yield Global Bond	775.67	-1.05
CRB Total Commodity	293.3	-12.0

Israël

Département Int'l et de Gestion Privée
Tel.: +972-3-514-7717

Centres de Gestion Privée Internationale en Israël

Tel Aviv

Tel.: +972-3-621-7444
Tel.: +972-3-621-7333

Jérusalem

Tel.: +972-2-620-1811

Centres de Gestion Privée Nationale

Tel Aviv

Tel.: +972-3-623-7300

Haifa

Tel.: +972-4-835-0333

Herzeliya

Tel.: +972-9-960-9311

Jérusalem

Tel.: +972-2-620-1877

U.S.A.

Bank Leumi USA
New York Head Office
Tel.: +1-917-542-2343

Suisse

Bank Leumi (Switzerland)
Tel.: +41-44-207-9111

Luxembourg

Bank Leumi (Luxembourg) S.A.
Tel.: +352-346390

Royaume Uni

Bank Leumi (UK) plc
Tel.: +44-20-7907-8000

Bank Leumi (Jersey) Limited

Tel.: +44-1534-702-525

Roumanie

Bank Leumi Romania S.A.
Tel.: +40-21-206-7075

France

Bank Leumi
Bureau de Représentation
Tel.: +33-1-53679140

Pour plus d'information, visiter notre site web:

www.bankleumi.com

Rédaction: Smadar Ilan –
Chef du Département Int'l et
de Gestion Privée Leumi
Tel.: +972-3-5149989
E-mail: smadari@bll.co.il