

# Un Regard Mondial



## Étude Macroéconomique

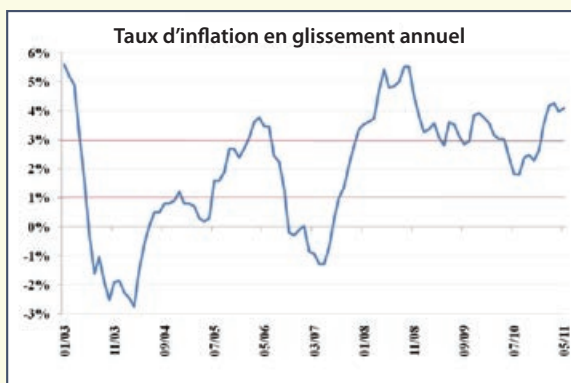
Troisième Trimestre 2011 | No. 26



Israël

**L'Indice des Prix à La Consommation a augmenté de 0,5% en mai (en données mensuelles) alors que l'inflation est à 4,1% sur les 12 derniers mois.**

En mai, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,5% par rapport au mois précédent, niveau correspondant aux prévisions des différents acteurs du marché. Au cœur de cet indice, il faut noter le composant du taux d'accès à la propriété dans l'immobilier, qui a progressé de 1,1%. Sur les 12 derniers mois, le logement a augmenté de 6,8%, taux de croissance équivalent aux quatre derniers mois. Sur les douze derniers mois, l'inflation a augmenté de 4,1%, légèrement au-dessus de la limite supérieure de l'objectif de stabilité des prix.



Comme on peut le constater sur le diagramme ci-dessus, l'inflation s'est détournée de l'objectif de stabilité des prix depuis le début de l'année d'abord à cause des chiffres bas de l'indice 2010 comme nous l'avions mentionné par le passé. En d'autres mots, cette situation provient du fait que le taux des hausses de prix est calculé comme étant le taux d'évolution sur les 12 derniers mois et la "sortie"

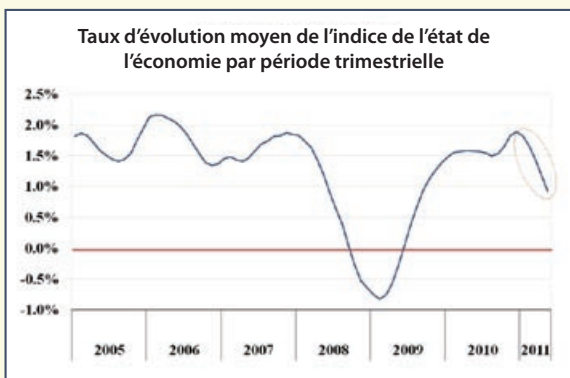
de la fourchette des chiffres de l'indice de l'an dernier par le bas se traduit par un "rebond" de l'inflation. Cette situation devrait s'équilibrer en fin d'année. Au-delà de cet aspect technique, l'inflation est affectée par la hausse continue des prix du logement et le niveau élevé des prix de l'énergie et des matières premières.

**L'indice composite de l'état de l'économie a progressé de 0,3% en mai**

L'indice composite de l'état de l'économie a progressé de 0,3% en glissement mensuel, différentes tendances pouvant être observées dans les éléments qui le composent. La hausse de l'indice sur les douze derniers mois atteint 5,8% en rapport avec un taux annualisé moyen d'augmentation de 6,5% depuis le second semestre 2010. Il s'agit peut-être d'un élément signalant une tendance modérée du taux d'expansion de l'activité économique. Une analyse des composants de ces indices montrent comment le taux d'augmentation de l'indice composite de l'état de l'économie est resté modéré sur les quatre derniers mois.

Une analyse des composantes de l'indice montre que la tendance à la hausse des importations des biens de consommation et des produits manufacturiers est continue. D'autre part, il existe une modération notable du taux d'augmentation annualisé des exportations et des composantes de la production industrielle ainsi que de l'indice des recettes des secteurs du commerce et des services et dans les postes salariés de

l'économie. En conséquence, ces éléments ralentissent le taux d'augmentation de l'indice composite de l'état de l'économie.



Les développements des composantes de cet indice sont cohérents avec les indications liées au comblement de l'écart de production qui a prévalu dans l'économie israélienne pendant la crise et l'approche de l'économie vis-à-vis du plein-emploi. Ainsi, nous estimons que ces tendances se poursuivront en 2011. L'importation de produits manufacturés qui a augmenté depuis début 2010 à un niveau annuel à deux chiffres, soit 26%, devrait déboucher sur une expansion de la capacité de production et permettre une croissance économique plus rapide.

By: Sagit Cohen, Services économiques, Leumi Israël



### La Zone Euro

#### Le mot-clé est Grèce

Au cours du dernier trimestre, la Grèce a fait les gros titres de la Zone Euro. Fin juin, le Parlement grec a finalement trouvé un accord et voté les lois budgétaires nécessaires à

l'obtention d'une aide financière supplémentaire de 12 milliards d'euros. La Grèce franchit ainsi la dernière étape obligatoire avant l'obtention des fonds qui devraient permettre d'éviter un défaut de paiement synonyme de désordre au cours du prochain mois. Ceci étant dit,

beaucoup pensent que ce vote n'a pour objectif que de gagner du temps et le risque de défaut de paiement et de contagion est bien réel. L'Union Européenne se démène toujours pour mettre sur pied un plan de renflouement d'un montant dépassant les 100 milliards d'euros pour contrer un défaut de remboursement systémique en 2012.

Je suis désolé de devoir annoncer que les malheurs de la Zone euro ne commencent ni ne s'arrêtent aux frontières grecques. Selon de nombreuses sources récentes, le secteur privé de toute la zone économique affiche une croissance modeste et sans le soutien de l'Allemagne et de la France, l'UE aurait sombré. La nouvelle Directrice du FMI, Christine Lagarde, fraîchement nommée, a du pain sur la planche ! Même Mervin King, de la Banque d'Angleterre annonce après consultation du Comité de Politique Financière, que la crise financière de la Zone Euro constituait la "menace la plus concrète et la plus immédiate" à la stabilité financière du Royaume-Uni. Bien que l'exposition des banques britanniques à la crise grecque soit relativement faible, le vrai problème réside dans leur exposition indirecte aux problèmes grecs. En d'autres mots, les banques britanniques sont exposées à travers les banques françaises et allemandes. Ce type d'exposition est donc dangereux non seulement pour le Royaume-Uni mais pour toute la Zone Euro. Enfin, le risque le plus important serait le développement d'une certaine incertitude menant à un retrait des investisseurs et un sentiment d'urgence dans les emprunts. Si cela se produisait, on pourrait assister à une crise de confiance et à l'apparition d'un sentiment qui pourrait se terminer par une seconde crise comparable à celle de Lehman !

Autre point-clé constituant une menace : l'impact de l'inflation. Pour exemple, le revenu disponible réel au premier trimestre de cette année pour le Royaume-Uni a chuté de 2,7% en données annuelles, niveau record depuis 1977. Il est inutile de préciser que cet élément a un impact négatif sur la consommation des ménages, ces derniers ressentant la baisse de leur pouvoir d'achat. L'inflation a progressé de 2,7% dans la Zone Euro incitant les marchés à se tourner vers la Banque Centrale Européenne pour qu'elle augmente les taux d'intérêts en juillet. La BCE est revenue à une politique de hausse des taux d'intérêts

depuis son premier mouvement à hauteur de 1,25% en avril. Alors que l'Europe tente de contenir l'inflation en deçà des objectifs par la hausse des taux d'intérêts, la Banque d'Angleterre semble réticente à utiliser cet outil. Elle préfère maintenir ses taux pour éviter de créer une 'instabilité malvenue pour l'économie'.

Ceci étant dit, il existe quelques lueurs d'espoir et tout n'est pas perdu mais face à une toile de fond difficile et diverse, on peut se demander comment l'Euro est parvenu à maintenir une telle faculté de reprise face aux devises principales. Devant les défis qui se présentent, combien de temps cela peut-il encore durer ?

---

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



### États-Unis

#### Ce qui se passait

Partout où j'ai pu voyager, les vues et les sons de personnages hauts en couleur étaient tellement évidents, qu'il était impossible

de les manquer. Partout dans les villes, j'ai vu fleurir des grues et des ouvriers s'attelant à construire des hôtels vertigineux et des appartements, des maisons de toutes les formes et de toutes les tailles sortir de terre ou être restaurées ; des boutiques débordant de clients et des cafés dont les patrons souriaient, traduisaient parfaitement le bien-être reflétant un taux d'inactivité faible et un PIB de l'ordre de 4,5%. Des exportations en croissance, des comptes extérieurs solides et des réserves de devises de la banque centrale contribuent à une monnaie forte, une inflation modérée et des taux d'intérêts élevés, autant de signes d'une bonne santé économique. Oh ! J'ai oublié de préciser que je viens de passer une semaine à l'étranger et que cette description ne concerne pas les Etats-Unis mais Israël.

#### Ce qui ne va pas si bien

Aux Etats-Unis, 2011 n'a jusqu'ici, pas été aussi brillante que je l'aurais pensé. Après une croissance correcte de 2,9 % au cours du second semestre 2010, le premier trimestre 2011 a affiché un décevant 1,9 %, les prévisions du deuxième trimestre étant du même ordre.

Il est vrai que le début 2011 a été marqué par une suite d'événements extraordinaires ayant des conséquences sociales économiques majeures. Parmi ceux-ci, on compte le tremblement de terre, le tsunami et la catastrophe nucléaire de Tohoku, le "Printemps arabe" en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, la montée des prix de l'énergie et les inquiétudes persistantes sur la Grèce et d'autres membres en situation difficile dans la Zone Euro. Ces événements ont provoqué un recul de la production manufacturière mondiale (effet domino sur l'offre après le désastre japonais) et un pouvoir d'achat réduit pour les consommateurs (nourriture, matières premières et énergie plus chères). De plus, il existe un risque de contagion des banques européennes si la crise grecque se transforme en une situation plus sombre qu'une tragédie de Phrynicus.

L'immobilier se trouve lui dans une situation où la demande dépasse l'offre, de saisies et de chute des prix. Cet élément de patrimoine, que beaucoup d'Américains ont vu passer du statut d'actif à celui de garantie, continue de peser sur le comportement d'achat des consommateurs. Avec un taux de chômage passant de 8,8% en mars à 9,1% en mai, le mot qui convient aux comportements des consommateurs est 'fragile'.

Parallèlement à la détérioration des données économiques, le S&P500 a chuté de 8,0% passant de 1370 en mai à 1258 mi-juin alors qu'il n'avait que peu évolué au cours de l'année. Les taux d'intérêts ont également baissé face aux craintes de défaut de remboursement de la Grèce et du non-changement de politique de la Fed pour une très longue période. Les taux du trésor à deux ans sont

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.

passés de 0,85% en avril à 0,32 le 24 juin. Le chiffre est proche du record de 0,31% datant de novembre 2010 et indique peut-être un record par le bas pour les taux des Bons au trésor à court terme. Les taux à 10 ans sont passés de 3,60% à 2,85% alors que la Fed mettait un terme à QE2. Pendant ce temps, le dollar affichait une volatilité normale mais en moyenne il est resté proche des moyennes mobiles à 30, 60 et 90 jours et s'échangeait à EUR 1,435 et JPY 81.

### Ce qui pourrait se passer

Tout n'est peut-être pas perdu, en particulier parce que certaines données positives ont été publiées dans les derniers jours du trimestre. L'un des facteurs importants est le retour de la production japonaise qui va non seulement relancer sa propre économie mais aussi la production mondiale, les goulots d'étranglement de la demande se libérant. Les prix du pétrole après un niveau record début mai ont vu le tarif du baril de pétrole brut WTI passer de \$115 à \$100 début juin. Puis, après l'annonce de l'IAE, prévoyant la mise sur le marché de 60 millions de barils des réserves stratégiques de pétrole, les prix ont chuté à hauteur de \$90-95 ce qui devrait favoriser les consommateurs. Le nombre de permis de construire pour de nouveaux logements (indicateur majeur) a progressé de 8,7% en mai pour un chiffre annuel de 609 000, chiffre bas en comparaison des 2,26 millions de septembre 2005 mais au-dessus des 504 000 de mars. Les principaux indicateurs économiques affichent une progression encourageante de 0,8% (la dixième en 11 mois). Les commandes de biens durables imposent un taux solide à hauteur de 1,9% en mai et sont sur une tendance en progression, la moyenne sur 3 mois (+1,27%) étant supérieure aux moyennes sur 6 mois (+1,0%) et sur 12 mois (+0,77%). Sur cette même ligne, l'Indice Manufacturier ISM a réalisé un chiffre meilleur que prévu avec 55,3%.

En Grèce, le gouvernement de George Papandreou a survécu malgré un vote de non-confiance. Quelques jours plus tard, le Parlement a approuvé un plan d'austérité de 28 milliards d'euros visant à éviter un défaut de paiement de la Grèce grâce à l'assistance financière de l'UE et du FMI. Les marchés boursiers se reprennent un peu partout dans le monde stimulés par les propositions de la paire franco-allemande pour couvrir l'excédent de la dette grecque de telle manière que cela 'puisse' éviter une déclaration de défaut de remboursement sur le marché des dérivatifs.

### Ce qui peut se faire

Au cours du second semestre 2011 et par la suite, plusieurs facteurs façonneront le paysage économique. Selon la Fed, l'économie traverse une période de transition annonçant des perspectives de croissance, un chômage plus bas et une inflation encore plus modérée. Le deuxième trimestre se terminant, ces perspectives sont probablement suffisamment bonnes pour éviter que la Fed évoque un nouvel assouplissement quantitatif (QE3). Le débat qui a lieu au Congrès sur la manière de réduire un déficit budgétaire gargantuesque bat son plein. La tactique visant à arracher un débat aux Démocrates sur la réduction des dépenses est une astuce des Républicains pour augmenter le plafond de la dette sans aucune action mais elle deviendra caduque début août. Bien que de nombreux keynésiens craignent que ce soit le mauvais moment pour prendre acte de contraintes fiscales, il est fort probable que les coupes budgétaires n'aient pas lieu avant les élections de 2012. Et s'il apparaît nécessaire d'aider un peu plus le consommateur, la suppression de la taxe professionnelle de 2,0% (équivalente à \$110 milliards) pourrait être prolongée d'une année.

Selon moi, la fin de QE2 et de sérieuses baisses des dépenses fédérales soutiendront le dollar, permettront aux valeurs boursières de se relever et maintiendront le niveau de l'inflation. Parallèlement, les taux d'intérêts qui ont augmenté en fin de trimestre après le vote grec et des données économiques meilleures, vont certainement stagner car la Fed n'a pas d'urgence à augmenter les taux face à un certain resserrement fiscal. Tout cela devrait conduire à un léger rebond de l'économie avec une croissance de l'ordre de 3,0 à 3,5% sur les six prochains trimestres. Ceci devrait entraîner un déclin lent mais constant du taux de chômage autour de 8,0% en 2012, ce qui est toujours élevé mais bien meilleur que les 10% de la fin 2010.

By: Bob Giordano, Trésorier, Bank Leumi USA

### Select Indices – 1 July 2011

| Index                  | Value   | % Return YTD in 2011 |
|------------------------|---------|----------------------|
| S&P 500                | 1339.67 | 6.52                 |
| MSCI World             | 1343.81 | 5.00                 |
| Global Broad Corp.     | 220.80  | 2.41                 |
| High Yield Global Bond | 827.95  | 4.93                 |
| CRB Total Commodity    | 336.71  | 1.17                 |

### 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](http://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](mailto:smadari@bll.co.il)