



Vue d'ensemble **La BCE, pas à pas**

Page 2

Focus 1

Etats-Unis : marché du crédit : pas de progrès significatifs selon l'enquête de la Fed

Page 5

Selon la dernière livraison du « *Senior Loan Officer Opinion Survey* », dans chacune des catégories de crédits considérées, les banques ont majoritairement continué à durcir les conditions d'octroi entre janvier et avril. Dans la majorité des cas, cependant, ce durcissement a été un peu moins généralisé qu'à l'automne dernier ou qu'en janvier. Sur les quatre grands segments de crédits considérés par l'enquête, les banques attendent, en très grande majorité, une détérioration de la qualité des prêts dans le courant de 2009. En général, les banques relèvent aussi une poursuite de la baisse de la demande. Cependant, une exception notable est le marché du crédit immobilier résidentiel « prime », où la demande est jugée en progression pour la première fois depuis 2005 – un signe supplémentaire que la contraction immobilière se fait moins violente.

Focus 2

Australie : des signes de stabilisation

Page 8

Après avoir baissé son taux directeur de 25 points de base en avril dernier à 3%, la RBA a opté, en mai, pour le *statu quo* monétaire. Bien que la banque centrale ait révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation, elle reste confiante dans une reprise progressive de l'activité vers la fin de l'année.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 9

Eco
WEEK

Direction
des Études
Économiques

Vue d'ensemble

La BCE, pas à pas

L'atténuation des tensions sur les marchés financiers se poursuit et le retour de l'appétit pour le risque des investisseurs se confirme. Ceux-ci sont encouragés par la détermination montrée par les gouvernements et les Banques centrales pour amortir la récession et éviter la déflation. Nul doute que le résultat des stress tests menés sur les plus grandes banques américaines (voir *infra*) va contribuer à renforcer la confiance des investisseurs.

Nous continuons d'estimer que si une reprise durable (*i.e.* au-delà de l'effet temporaire d'une reconstitution des stocks) ne peut être envisagée avant le début de l'année prochaine, la dégradation de l'activité va être de moins en moins marquée d'ici à la fin de l'année.

Les dernières enquêtes et données d'activité illustrent le propos. Ainsi, aux Etats-Unis, les pertes nettes d'emplois (dans le secteur non-agricole) se sont élevées à 539k en avril, un nombre encore extrêmement élevé, mais qui doit être comparé à une moyenne mensuelle de 680k depuis le début de l'année. En Allemagne, le commerce extérieur confirme son amélioration et la production industrielle n'a pas reculé en mars, pour la première fois en sept mois. Pour autant, compte tenu des plonges enregistrés au cours des derniers mois, le recul annuel est de 20%, et pour l'ensemble du trimestre le repli s'affiche à 12% t/t, près du double de la baisse de 6,6% au T4 2009, pourtant déjà un record. Le PIB allemand devrait d'ailleurs avoir reculé très fortement au T1 2009 et pourrait accuser un repli de près de 6% cette année (ceux de la zone euro et de la France abandonnant respectivement près de 4% et de 3%). Enfin, les indices de confiance tirés des principales enquêtes menées auprès des ménages et des entreprises se sont encore redressés en avril, tant aux Etats-Unis, qu'en Europe, mais ils demeurent à des niveaux encore très bas.

Comme largement anticipé, la BCE a décidé de baisser le taux *refi* de 25 pb à 1% au cours de la réunion du Conseil des gouverneurs de jeudi. Après une baisse cumulée de 325bp depuis octobre dernier, le *refi* se situe à un nouveau plus bas historique. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est resté inchangé à 0,25%, conduisant à une réduction de l'écart entre le taux *refi* et les taux des facilités permanentes à +/- 75 pb. La BCE a également décidé d'allonger la maturité maximale de ses opérations de refinancement de 6 à 12 mois, afin d'améliorer les conditions de financement de l'économie. En effet, dans la zone euro, le financement bancaire représente la moitié du financement total, alors qu'outre-Atlantique, il est cinq fois moins important que le recours au marché.

Tab. 1 : structures de financement du secteur privé en 2007

En % du PIB	Zone euro	Etats-Unis
Crédits bancaires au secteur privé	145	63
Titres de dette émis par le secteur privé	81	168
Actions cotées émises par le secteur privé	85	144
Total	311	375

Source : Bulletin mensuel de la BCE, avril 2009

La première adjudication à un an aura lieu le 23 juin et sera conduite, également, à taux fixe (le *refi*) et pour des montants illimités. Pour les opérations suivantes, en septembre et décembre, la BCE s'est réservée le droit d'ajouter une prime au taux *refi*, voulant probablement éviter de donner l'impression qu'elle a décidé de garder les taux à un niveau bas pour une très longue période.

Si le Conseil juge « appropriés » les niveaux actuels des taux directeurs, le président Trichet a souligné que le Conseil n'avait pas décidé que 1% était le seuil du taux *refi*, laissant la porte ouverte à la poursuite du cycle d'assouplissement monétaire. Si une pause est désormais probable au cours des toutes prochaines réunions, le *refi* pourrait être réduit de 25 pb supplémentaires en septembre.

La Banque centrale européenne a également décidé de franchir une nouvelle étape dans le recours aux mesures non conventionnelles d'assouplissement monétaire. La BCE prévoit d'acheter EUR 60 mds de *covered bonds* (ou obligations sécurisées), titres adossés à des crédits hypothécaires garantis ou à des créances du secteur public. Certes, le montant paraît faible, ne représentant que 0,5% du PIB de la zone euro. A titre de comparaison, il n'est que de peu supérieur à la nouvelle enveloppe de GBP 50 mds, soit environ EUR 56 mds, que la Banque d'Angleterre va consacrer à son programme de rachats d'actifs, le portant à un montant total de GBP 125 milliards, soit 10% du PIB du Royaume-Uni. Toutefois, le marché des *covered bonds* a particulièrement souffert de la crise et le résultat pourrait être plus visible que celui obtenu par la BoE. En effet, celle-ci achète des Gilts et des obligations d'entreprises bien notées, dont l'émission n'a jamais rencontré de difficultés. D'ailleurs, si les *spreads* à moyen et long terme sur les actifs appartenant à la catégorie *Investment grade* continuent à se rétrécir, l'écart de rendement à dix ans entre les Gilts et les Bunds s'est élargi depuis le 1er avril d'environ 10 à près de 40 pb, en raison des soucis croissants concernant l'augmentation de la dette du gouvernement britannique.

En outre, l'Espagne, l'Allemagne et la France sont (dans cet ordre) les trois plus gros émetteurs d'obligations sécurisées et se trouvent justement faire partie des pays de la zone euro les plus affectés par la récession. Le choix de la BCE (actifs moins risqués, montant limité) est probablement le reflet de l'absence de consensus au sein du Conseil des gouverneurs au sujet des mesures non conventionnelles de rachat de titres publics comme privés, dont en outre la mise en œuvre opérationnelle est délicate. Toutefois, le premier pas a été fait...

Comme attendu depuis quelques jours, les résultats des tests de résistance (*Supervisory Capital Assessment Program – SCAP*) menés auprès des 19 plus grandes banques américaines¹ ont été plutôt rassurants, tout en étant crédibles. Ces tests, dirigés par la Fed, l'*Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* et la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, visaient, comme prévu dans le *Financial Stability Plan* présenté le 10 février dernier, à juger du maintien de la capacité des banques à prêter dans un contexte de récession plus forte qu'anticipé. Sous les hypothèses du scénario *more adverse* retenu par les régulateurs, les pertes supplémentaires pourraient s'élever à USD 600 mds d'ici à la fin de 2010, dont 455 mds au titre des portefeuilles de crédit (soit un montant cumulé sur deux ans de 9,1% du total des prêts, plus que les taux atteints à l'occasion des pics précédents de pertes des années 1930). Cela porterait le total des pertes depuis la mi-2007 à USD 950 milliards...

Le besoin de capitaux supplémentaires, afin qu'à la fin de 2010, les banques du panel présentent des ratios Tier 1 capital ordinaire (*Tier 1 Common capital*) et Tier 1 total supérieurs à 4% et 6%, respectivement, des actifs corrigés du risque, a été calculé en deux étapes. En se fondant sur les ratios de capital à la fin de 2008, et, (toujours dans le cadre du *more adverse scenario*) sur les revenus estimés pour 2009 et 2010 et la nécessité de mettre une partie de ceux-ci en réserve pour affronter les difficultés sur le portefeuille de crédits en 2011, les régulateurs estiment le besoin de capital supplémentaire à USD 185 mds. Ce montant est ramené à USD 75 mds en prenant en compte les efforts déployés, depuis la fin de 2008, en matière de restructuration du capital, de ventes d'actifs (réalisées ou devant l'être), et les résultats du premier trimestre, plus élevés que ceux résultant du scénario des régulateurs. Selon les tests de résistance, seules 10 banques sur 19² seraient sous capitalisées, et, en outre, cela concerne quasi exclusivement le Tier 1 capital ordinaire. Les établissements concernés disposent d'un mois (jusqu'au 8 juin) pour présenter un plan détaillé de recapitalisation qui devra être approuvé par la Fed (après consultation du Trésor et de la FDIC)

et de six mois (jusqu'au 9 novembre) pour le mettre en place. Les possibilités qui s'offrent sont variées : lever du capital auprès du secteur privé (solution qui semble avoir la préférence des autorités américaines) ; vendre des actifs ; réduire les dividendes et les rachats d'actions. Les banques sous-capitalisées pourront également avoir recours aux capitaux publics (dispositif *Mandatory Convertible Preferred (MCP)* du *Capital Assistance Program (CAP)* du Trésor) sous la forme de *contingent common capital* convertible en actions ordinaires en tant que de besoin. Enfin, il sera également possible d'échanger les actions préférentielles vendues dans le cadre du TARP (l'encours actuel pour les 19 banques testées s'élève à USD 216 mds) contre du *contingent common capital*.

Tab. 2 : Scénarios central et alternatif *more adverse*

	2009	2010
PIB réel (% moyenne annuelle)		
Scénario central *	-2,0	2,1
Scénario <i>more adverse</i>	-3,3	0,5
Taux de chômage (moyenne annuelle)		
Scénario central *	8,4	8,8
Scénario <i>more adverse</i>	8,9	10,4
Prix de l'immobilier résidentiel (Indice Case-Shiller composite, 10 villes, g.a. % au T4)		
Scénario central	-14	-4
Scénario <i>more adverse</i>	-22	-7

Source : The Supervisory Capital Assessment Program : Design and Implementation, Board of Governors of the Fed, 24 avril 2009

* : moyenne des prévisions : Consensus Forecasts, Blue Chip et Survey of Professional Forecasters.

Au total, les stress tests indiquent que le secteur bancaire américain semble pouvoir traverser la crise et, last but not least, que, très probablement, le Trésor ne devra pas demander une nouvelle enveloppe au Congrès (il reste encore USD 100 mds au titre du TARP). Deux bonnes nouvelles pour les marchés.

Un Focus proposant une analyse approfondie des résultats des stress tests sera présenté dans l'EcoWeek de la semaine prochaine.

¹ Bank of America, Citigroup, Wells Fargo, GMAC LLC, Morgan Stanley, Regions Financial Corp, Fifth Third Bankcorp, KeyCorp, PNC Financial Services Group, SunTrust Banks, JP Morgan Chase, Goldman Sachs, American Express, BB&T Corp, State Street, MetLife Inc., Bank of New-York Mellon, US Bancorp et Capital One Financial : soit 2/3 des actifs et la moitié des prêts des 8 300 banques commerciales d'outre Atlantique).

² Les dix premières de la liste donnée dans la note de bas de page n°1.

Devises et taux d'intérêt

	Jeudi 7 mai	Jeudi 30 avril	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines		Jeudi 7 mai	Jeudi 30 avril	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
Libor à 3 mois	0,96	0,97	4,82	0,96	EUR/USD	1,3390	1,3340	1,5972	1,2448
US-Bonds 10 ans	3,33	3,16	4,27	2,07	USD/JPY	99,12	98,31	110,48	87,68
Euribor à 3 mois	1,32	1,33	5,39	1,32	EUR/JPY	132,71	131,10	169,47	113,08
Bund 10 ans	3,38	3,24	4,68	2,90	EUR/GBP	0,8916	0,8809	0,9600	0,7753
Taux à 3 mois	0,54	0,54	1,60	0,54	USD/CHF	1,1304	1,1313	1,2244	1,0045
JGB 10 ans	1,42	1,41	1,88	1,17	EUR/CHF	1,5135	1,5085	1,6351	1,4443

Source : Financial Times, (*) cours de clôture du jeudi

Focus 1

Etats-Unis : marché du crédit : pas de progrès significatifs selon l'enquête de la Fed

- Selon la dernière livraison du « *Senior Loan Officer Opinion Survey* », dans chacune des catégories de crédits considérées, les banques ont majoritairement continué à durcir les conditions d'octroi entre janvier et avril.
- Dans la majorité des cas, cependant, ce durcissement a été un peu moins généralisé qu'à l'automne dernier ou qu'en janvier.
- Sur les quatre grands segments de crédits considérés par l'enquête, les banques attendent, en très grande majorité, une détérioration de la qualité des prêts dans le courant de 2009.
- En général, les banques relèvent aussi une poursuite de la baisse de la demande. Cependant, une exception notable est le marché du crédit immobilier résidentiel « prime », où la demande est jugée en progression pour la première fois depuis 2005 – un signe supplémentaire que la contraction immobilière se fait moins violente.

Nous présentons dans ce focus les principaux enseignements de la dernière enquête trimestrielle de la Réserve fédérale auprès des institutions de crédit (« *Senior Loan Officer Opinion Survey* »), en date d'avril (en nous concentrant sur les réponses des banques américaines).

Du côté des ménages

Crédits hypothécaires

- Offre. En termes nets, environ une banque sur deux a continué à durcir ses critères d'octroi de crédits hypothécaires entre janvier et avril, sur les segments « prime » (+49%¹) et « non traditionnel » (+64%) (graphique 1). Si ces proportions sont en retrait par rapport aux pics atteints en octobre dernier, elles sont en revanche plus élevées qu'en janvier, ne montrant aucun progrès sur la période la plus récente. L'absence de réponses en nombre suffisant au sujet des crédits

Senior Loan Officer Opinion Survey, avril 2009

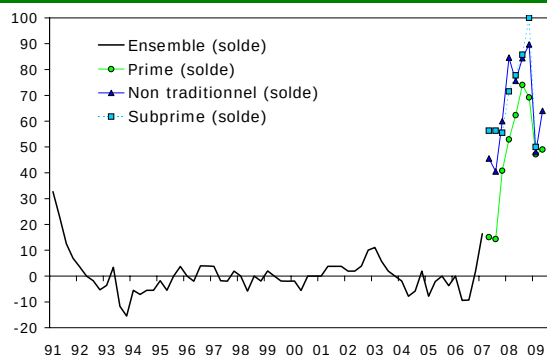
Soldes nets, % ⁽¹⁾	T3 08	T4 08	T1 09	T2 09
Crédits immobiliers résidentiels "prime"				
Durcissement des critères	74,0	69,2	47,1	49,0
Demande plus forte	-30,5	-51,9	-9,8	36,7
Crédits immobiliers résidentiels "non traditionnels"				
Durcissement des critères	84,4	89,7	48,0	64,0
Demande plus forte	-46,9	-72,4	-64,0	-12,0
Crédits immobiliers résidentiels "subprime"				
Durcissement des critères	85,7	100,0	50,0	-
Demande plus forte	-28,6	-100,0	-50,0	-
Crédits à la consommation				
Durcissement des critères	67,4	64,2	58,0	47,1
Demande plus forte	-30,0	-48,1	-47,1	-17,6
Crédits immobiliers non résidentiels				
Durcissement des critères	80,7	87,0	79,2	66,0
Demande plus forte	-30,8	-55,6	-54,7	-66,0
Crédits commerciaux et industriels ⁽²⁾				
Durcissement des critères	61,5	79,1	66,7	41,0
Demande plus forte	-9,6	-12,1	-59,1	-62,0

Source : Réserve fédérale

(1) : les réponses sont exprimées en "soldes nets" : "pourcentage indiquant un durcissement - pourcentage indiquant un assouplissement" ; "pourcentage indiquant une demande plus forte - pourcentage indiquant une demande plus faible".

(2) : les soldes ayant trait aux crédits commerciaux et industriels sont des moyennes simples des soldes calculés pour les grandes entreprises et les petites entreprises.

Graphique 1 : proportion nette de banques indiquant un durcissement des critères d'octroi de crédits immobiliers



Source : Réserve fédérale (Senior Loan Officer Opinion Survey)

Note : avant le T1 2007, la question portait sur l'ensemble des crédits immobiliers ; depuis, la Réserve fédérale distingue trois compartiments.

¹ Tous les indices mentionnés dans ce focus sont des soldes nets d'opinion : "pourcentage de banques indiquant un durcissement - pourcentage de banques indiquant un assouplissement", ou "pourcentage de banques indiquant une demande plus forte - pourcentage de banques indiquant une demande plus faible".

« subprime »² n'a pas permis à la Réserve fédérale de fournir une indication à ce sujet... ce qui confirme la désertion de ce segment par les établissements interrogés.

- **Demande.** La demande de crédits hypothécaires aurait, en revanche, évolué de façon positive au cours des derniers mois. Alors qu'elle avait toujours été signalée en repli depuis la fin de 2005, elle a été jugée en hausse dans le cas des crédits « prime » (+37%), et en baisse nettement plus modérée que récemment dans le cas des crédits « non traditionnels » (-12%). On peut y voir les effets conjugués de la baisse des prix immobiliers et de la modération des taux d'intérêt hypothécaires (facilitée par les actions de la Réserve fédérale). Ce raffermissement de la demande peut être rapproché du léger redressement des demandes de crédit hypothécaire en avril (selon les données de la Mortgage Bankers Association) comme des premiers signes de frémissement sur le marché immobilier résidentiel³.

Crédits à la consommation

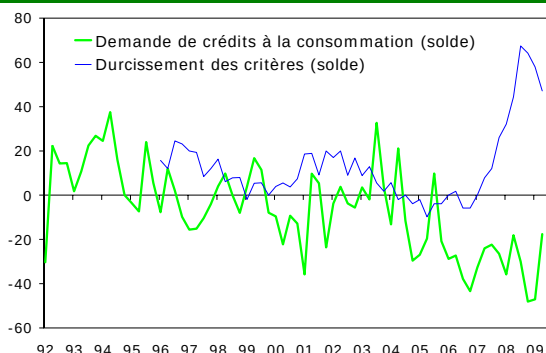
- **Offre.** En matière de crédits à la consommation, les restrictions des banques n'ont guère évolué au cours des trois derniers mois. Que l'on considère les cartes de crédit (+47%) ou les autres crédits à la consommation (+58%), environ une banque sur deux a continué à durcir ses conditions. Ceci n'est guère surprenant, alors que l'aggravation marquée de la situation sur le marché du travail au début de 2009 a fait bondir le taux de chômage – une évolution évidemment susceptible de pousser les taux de défaut à la hausse.
- **Demande.** En parallèle, la demande perçue continue à se rétracter, mais moins fortement qu'au cours des trimestres précédents (-18% contre -47% en début d'année). De fait, la consommation est orientée plus favorablement depuis le début de 2009 qu'au second semestre 2008, même si le contexte reste peu favorable aux consommateurs (pertes d'emplois, effet richesse négatif).

Du côté des entreprises

Crédits industriels et commerciaux

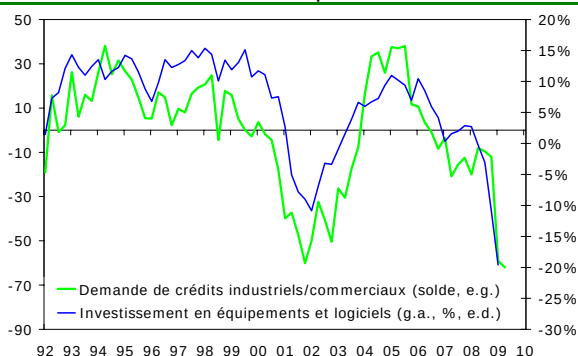
- **Offre.** Entre janvier et avril, les banques ont continué à durcir leurs conditions d'octroi de crédits industriels et commerciaux, mais de façon moins uniforme que dans

Graphique 2 : demande de crédits à la consommation et durcissement des critères de prêts



Source : Réserve fédérale (Senior Loan Officer Opinion Survey)

Graphique 3 : demande de crédits industriels et commerciaux et investissement productif



Sources : Réserve fédérale (Senior Loan Officer Opinion Survey), BEA

un passé récent (+41% en termes nets, si l'on fait la moyenne des soldes sur les grandes et les petites entreprises, contre +67% en janvier et +79% en octobre). Le plus souvent, cela fut fait par le biais de crédits plus chers (spread élargi par rapport au coût de financement, prime plus élevée sur les crédits plus risqués). Parmi les principales raisons mentionnées par les banques figurent les perspectives économiques générales, les difficultés spécifiques de certaines industries et une volonté de minimiser les risques.

- **Demande.** Le repli de la demande de crédits industriels et commerciaux s'est, en revanche, poursuivi à un rythme tout aussi rapide entre janvier et avril (-62% en termes nets) qu'au cours des trois mois précédents (-59%). Le principal motif évoqué est la diminution des investissements. De fait, les dépenses en machines et logiciels se sont effondrées encore plus fortement au T1 2009 (-34% t/t en rythme annualisé, la contraction la plus prononcée depuis 50 ans) qu'au T4 2008 (-28%), dans un

² Seules deux banques parmi les 53 sondées ont indiqué avoir accordé des crédits « subprime ».

³ Cf. Ecoweeks 09-16 et 09-17 pour plus de détails.



contexte extrêmement défavorable (taux d'utilisation des capacités à son plus bas niveau historique, profits en baisse, perspectives incertaines). Les besoins en investissement productif resteront faibles dans les trimestres à venir.

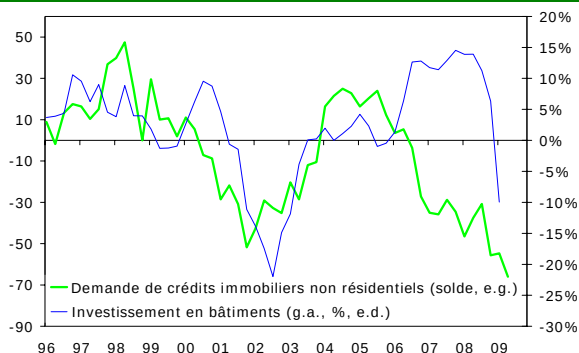
Crédits immobiliers commerciaux

- Offre. En termes nets, deux tiers des banques interrogées (+66%) ont indiqué avoir durci leurs critères d'octroi de crédits immobiliers commerciaux entre janvier et avril – une proportion encore très élevée, bien qu'inférieure à celle observée au cours des trimestres récents. De fait, les taux de défaut observés en ce domaine se sont fortement accrus l'an dernier.
- Demande. En parallèle, le repli de la demande de crédits immobiliers commerciaux ne montre aucun signe de modération (-66% en termes nets, un record depuis que cette série est disponible (1995)). Après avoir été extrêmement dynamiques entre 2006 et 2008 (+10,8% l'an en moyenne), les dépenses en bâtiments ont, en effet, été revues à la baisse de façon marquée au tournant de l'année. Elles le seront encore dans les trimestres à venir, étant donné les hausses excessives constatées dans un passé récent et le caractère typiquement retardé (par rapport à l'activité) de ce type de dépenses.

Principaux enseignements

- Selon la dernière livraison du « *Senior Loan Officer Opinion Survey* », dans chacune des catégories de crédits considérées, les banques ont majoritairement continué à durcir les conditions d'octroi entre janvier et avril. Dans la majorité des cas, cependant, ce durcissement a été un peu moins généralisé qu'à l'automne dernier ou qu'en janvier. L'avancée la plus significative est constatée dans le domaine des crédits industriels et commerciaux (41% de banques indiquant un durcissement supplémentaire des conditions de crédit).

Graphique 4 : demande de crédits immobiliers commerciaux et investissement en bâtiments



Sources: Réserve fédérale (Senior Loan Officer Opinion Survey), BEA

- Ceci peut notamment s'expliquer par des attentes majoritairement négatives en matière de qualité des prêts. Sur les quatre grands segments de crédits considérés par l'enquête (immobiliers résidentiels, à la consommation, industriels et commerciaux, immobiliers commerciaux), les banques attendent, en très grande majorité (soldes nets variant entre -72% et -93% selon les cas), une détérioration de la qualité des prêts dans le courant de 2009, en cas de réalisation d'un scénario économique conforme à celui du consensus. En la matière, les anticipations les plus faibles ont trait aux cartes de crédits (-90%), aux crédits immobiliers commerciaux (-90%) et aux crédits hypothécaires « non traditionnels » (-93%).
- En général, les banques relèvent aussi une poursuite de la baisse de la demande (crédits à la consommation, crédits industriels et commerciaux, crédits immobiliers commerciaux). Cependant, une exception notable est le marché du crédit immobilier résidentiel « prime », où la demande est jugée en progression pour la première fois depuis 2005 – un signe supplémentaire que la contraction immobilière se fait moins violente, et que l'action des autorités a sans doute une influence positive en ce domaine.

Focus 2

Australie : des signes de stabilisation

- Après avoir baissé son taux directeur de 25 points de base en avril dernier à 3%, la RBA a opté, en mai, pour le *statu quo* monétaire.
- Bien que la Banque centrale ait révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation, elle reste confiante dans une reprise progressive de l'activité vers la fin de l'année.

L'Australie traverse le huitième épisode de contraction de l'activité, depuis la Seconde Guerre mondiale. Toutefois, il devrait être moins marqué qu'en 1990-1991 (sept trimestres de croissance négative ou nulle) et, également, que dans les autres pays membres de l'OCDE. En effet, les plans de relance budgétaires¹, mis en place dès la fin de l'année dernière et relayés par une importante et rapide baisse des taux d'intérêt (400 points de base en six mois, de 7,25% en septembre à 3,00% en avril), devraient soutenir la demande interne.

Récession

Une récession courte et de faible ampleur

Les données et enquêtes les plus récentes montrent que l'activité s'est encore probablement contractée au premier trimestre 2009, à un rythme proche de celui affiché au T4 2008 (-0,5% t/t premier recul trimestriel du PIB depuis la récession de 1990-1991). A l'issue du T4, l'acquis de croissance est désormais nul et le PIB pourrait reculer de plus de 1% en 2009. Toutefois, cette récession serait plus courte que la précédente et la reprise se profile à l'horizon de l'année prochaine.

Les ménages privilégient le désendettement

La consommation privée a été morose tout au long de 2008. En 2008, elle a progressé de 2%, après 4% en 2007 et plus de 3% au cours des vingt dernières années (1988-2008). Au début de 2009, elle semble se redresser, probablement à la faveur des baisses de taux d'intérêt consenties en quelques mois. Les

¹ En février, un deuxième plan de relance représentant au total AUD 41,5 milliards, après déjà 10,7 milliards à la fin de l'année dernière, a été mis en place. Il comprend en outre AUD 11 milliards à l'intention des familles, distribués en mars et en avril, après déjà 8 milliards à la fin de l'année dernière. Au total, les deux plans représentent 4,5% du PIB étalés sur quatre ans. Les comptes publics devraient se trouver en déficit en 2009, pour la première fois en huit ans, après un excédent de plus de 2% en 2008.

ventes au détail ont crû de 2,2% t/t au premier trimestre, après 1,2% au T3 08 et 1,6% au T4 08. L'indice composite d'activité de l'enquête de confiance dans les services a continué de se redresser en avril, de 35,6 en mars à 39,8, après avoir touché, en février, son point le plus bas depuis le début de la série. Depuis un an, il demeure sous la barre des 50 qui sépare les phases d'expansion et de contraction de l'activité. Cette évolution reflète en partie la faiblesse de la consommation des ménages. En mai, la confiance des ménages a de nouveau reculé après être restée quasiment stable les trois mois précédents. Le *statu quo* de la RBA en mai explique probablement ce repli, en dépit de la remontée de la Bourse australienne depuis mars, lorsqu'elle avait atteint son plus bas niveau en six ans. Plus généralement, il semble que les ménages sont plus enclins qu'auparavant à se désendetter et à épargner. De fait, leur endettement atteint un niveau préoccupant, à plus de 110% du PIB en 2009. En outre, le secteur de l'immobilier résidentiel a amorcé une phase de correction l'année dernière. Les prix ont baissé en moyenne de 3% en 2008. De plus, les enquêtes montrent que la construction de nouveaux logements devrait demeurer anémique au premier semestre de cette année. Les permis de construire ont augmenté en février mais demeurent à des niveaux historiquement bas. Au total le taux d'épargne des ménages devrait nettement se redresser. Alors qu'il se situait à 3% en 2008, il s'établirait cette année à plus de 7%.

Graphique 1 : Bourse de Sydney



Source : Reuters

Le chômage dépassera 6% avant l'été

De fait, l'inquiétude des ménages demeure alimentée par les tensions sur le marché de l'emploi, même si le taux de chômage s'est replié à 5,4% en avril, après avoir atteint, le mois précédent, son niveau le plus élevé depuis février 2004 (5,7%). Dans le secteur manufacturier, qui représente près du tiers de l'emploi total, les perspectives sont inquiétantes, comme en témoigne l'indice relatif à l'emploi de l'enquête PMI manufacturier qui a touché en avril un nouveau plus bas historique, à 32,9. Celui de l'enquête PMI services

s'est, quant à lui, redressé de 37,2 en mars à 41,7, après s'être inscrit, en février, à son niveau le plus faible depuis le début de la série en 2003. Dans ce contexte, la croissance des salaires hebdomadaires ralentit progressivement.

Le plan de relance chinois devrait soutenir les exportations australiennes

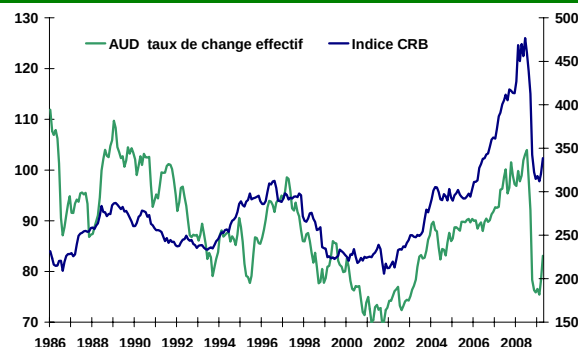
Entre 2003 et 2008, les termes de l'échange sont fortement améliorés, de plus de 50%, grâce à la flambée des cours des matières premières, minières en particulier (avec une hausse de plus de 60% au cours de la période)², combinée à la désinflation mondiale. Les échanges extérieurs souffrent désormais de la contraction de l'activité de la plupart des partenaires commerciaux de l'Australie. Pour l'ensemble de cette année, les exportations devraient reculer d'environ 7%. La récession américaine (-3,7% prévus en 2009 après +1,1% en 2008), couplée à la forte contraction de l'activité japonaise (-7% prévus en 2009), laminera les exportations australiennes à destination de ces pays. Cette tendance était perceptible en début d'année. Selon les données douanières, les exportations ont reculé de plus de 16% t/t au T1, enregistrant leur plus fort repli depuis le début de la série en 1988. Celles à destination du Japon ont chuté de 29,8% t/t, alors que le recul atteignait 28,4 % vers les Etats-Unis. Notons toutefois que les exportations à destination de la Chine, qui représentent un cinquième du total, se sont nettement redressées depuis le mois de février, probablement soutenues par les efforts du gouvernement chinois pour relancer la demande interne. Au T1, elles ont progressé de 35,7% t/t. Parallèlement, les importations baissent régulièrement depuis octobre 2008. Au premier trimestre, elles se sont effondrées, -18,8% t/t, soulignant le repli de la demande intérieure. Au cours de la récession de 1990-1991, elles avaient reculé de 5,6% t/t au T2 1990.

Après la baisse en avril, la RBA opte pour une pause en mai

Après une baisse de base de son taux directeur de 25 points en avril, le ramenant à 3%, la RBA a de nouveau opté pour une pause. Le communiqué du gouverneur, à cette occasion, montre que la Banque centrale demeure relativement optimiste. Les récentes baisses de taux d'intérêt couplées aux plans de relance budgétaire adoptés par le gouvernement devraient à terme exercer un impact positif sur la demande interne, via en particulier l'allègement du service de la dette des ménages³, et la production. Toutefois à court terme, les perspectives demeurent médiocres. En outre, le bas niveau d'utilisation des capacités et la

faiblesse du marché du travail augmentent la probabilité d'un repli de l'inflation à moyen terme, bien qu'à un rythme modeste compte tenu de la baisse récente du dollar australien. La Banque centrale anticipe que l'inflation devrait continuer de reculer et respecter, cette année, son objectif compris entre 2% et 3%. En avril, l'inflation totale a reculé de 2,6% en mars à 2,1%.

Graphique 2 : AUD et CRB



Sources : EcoWin AB et Banque d'Angleterre

² Les matières premières, en particulier le charbon, le fer et l'or, représentent trois-quarts des exportations australiennes.

³ En septembre 2008, le service de la dette totale des ménages représentait plus de 15% de leur revenu disponible. Fin décembre, ce ratio était déjà revenu à moins de 13%. Il doit désormais s'approcher à nouveau de 10%.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Etats-Unis

A suivre du 11 au 15 mai

En mars, les ventes au détail ont rechuté de façon sensible (-1,1% m/m), après avoir progressé au cours des deux premiers mois de l'année. Si la consommation est clairement mieux orientée au premier semestre 2009 qu'au second semestre 2008 (quand elle s'était fortement contractée), les conditions restent cependant peu propices à un redressement significatif des dépenses. Bien que certains facteurs aient été récemment plus porteurs (redressement des marchés actions et de la confiance des ménages, à partir de niveaux extrêmement bas), les principaux déterminants de la consommation restent défavorables (pertes d'emplois, effet richesse immobilier négatif, crédit rare). Les ventes au détail devraient légèrement baisser en avril (-0,4% m/m attendu, chiffre diffusé le 13 mai).

En mars, les prix à la consommation ont été à peu près stables (-0,1% m/m), portant le taux d'inflation en territoire négatif pour la première fois depuis les années 1950. En avril également, les prix devraient peu varier (-0,1% m/m attendu, chiffre diffusé le 15 mai), laissant le taux d'inflation en deçà de zéro. En ce qui concerne les catégories les plus volatiles de l'indice, le prix de l'essence a légèrement augmenté en avril (en données non CVS) ; a contrario, le fléchissement des prix alimentaires à la production se propage désormais aux prix à la consommation. Les prix sous-jacents – hors énergie et alimentation –, quant à eux, devraient ne progresser que de façon marginale, la récession limitant le pouvoir de fixation des entreprises.

En mars, la production industrielle a chuté pour le cinquième mois consécutif (-1,5% m/m), en raison notamment d'une contraction significative de la production manufacturière. Les principales enquêtes conduites en avril auprès des entreprises signalent une récession manufacturière un peu moins marquée qu'il y a quelques mois. En particulier, l'indice ISM portant sur la production est passé de 36,4 en mars à 40,4 en avril. Sur le marché du travail également, les pertes d'emplois semblent se modérer quelque peu (159 000 dans l'industrie manufacturière en avril, selon le cabinet ADP, contre plus de 190 000 au cours des trois mois précédents). En conséquence, si un repli supplémentaire de la production industrielle semble probable en avril, il devrait être moins prononcé que les mois précédents (-0,8% m/m attendu, chiffre diffusé le 15 mai). Le taux d'utilisation des capacités s'établirait à un niveau historiquement bas.

Du 24 avril au 8 mai

Rapport sur le marché de l'emploi (hors agriculture)				EcoFlash
	Février	Mars	Avril	
Emploi m/m,000	-681	-699	-539	
Secteur manufacturier	-172	-167	-149	
Services privés	-393	-375	-341	
Taux de chômage %	8,1	8,5	8,9	
Salaires horaires g.a.,%	3,5	3,4	3,2	
Horaire hebdomadaire	33,3	33,2	33,2	

Source : Department of Labor - Bureau of Labor Statistics

Produit Intérieur Brut				EcoFlash
Variations en t/t % ann.	T3 08	T4 08	T1 09	09-169
PIB	-0,5	-6,3	-6,1	
Consommation privée	-3,8	-4,3	2,2	
Dépenses publiques	5,8	1,3	-3,9	
FBCF	-5,3	-22,0	-37,9	
équipement et logiciels	-7,5	-28,1	-33,8	
résidentiel	-16,1	-22,7	-38,0	
Contributions (pp)				
Demande intérieure finale	-2,4	-6,1	-5,3	
Variations des stocks	0,8	-0,1	-2,8	
Commerce extérieur net	1,1	-0,2	2,0	

Source : Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis (BEA)

Enquêtes ISM				EcoFlash
ISM - manufacturier	Février	Mars	Avril	09-177
PMI	35,8	36,3	40,1	
Production	36,3	36,4	40,4	
Nouvelles commandes	33,1	41,2	47,2	
Emploi	26,1	28,1	34,4	
Prix	29,0	31,0	32,0	
ISM – non manufacturier				
NMI	41,6	40,8	43,7	
Activité	40,2	44,1	45,2	
Nouvelles commandes	40,7	38,8	47,0	
Emploi	37,3	32,3	37,0	
Synthèse (M&N) (*)				
Indice synthétique (*)	41,0	40,3	43,3	
Indice d'activité/production(*)	39,7	43,2	44,6	
Indice d'emploi (*)	36,2	31,8	36,7	

Source : ISM - (*) manufacturier et non manufacturier : indices pondérés par les poids respectifs des secteurs dans le PIB.

Zone euro

A suivre du 11 au 15 mai

Confiance des ménages - Université du Michigan

Indices 1996=100, ncvs	Février	Mars	Avril	EcoFlash
Indice de confiance	56,3	57,3	65,1	
Conditions actuelles	65,5	63,3	68,3	
Anticipations	50,5	53,5	63,1	

Source : Université du Michigan

Confiance des ménages - Conference Board

Indices 1985=100, cvs	Février	Mars	Avril	EcoFlash
Indice global	25,3	26,9	39,2	09-167
Situation courante	22,3	21,9	23,7	
Anticipations à six mois	27,3	30,2	49,5	

Source : Conference Board

Commandes de biens durables

Variations en % m/m, cvs	Janvier	Février	Mars	EcoFlash
Nouvelles commandes	-7,8	2,1	-0,8	09-164
Sous-jacentes (*)	-12,3	4,3	1,5	
Livraisons	-5,5	-0,8	-1,7	
Sous-jacentes (*)	-9,4	0,1	-1,7	
Commandes non satisfaites	-2,0	-1,6	-1,4	
Sous-jacentes (*)	-3,1	-2,1	-1,3	
Stocks	-1,1	-1,3	-1,1	
Sous-jacents (*)	-0,8	-0,8	-0,9	

Source : Census Bureau

(*) biens d'investissement hors défense et hors aéronautique

Revenu et consommation des ménages

Variations en %m/m, cvs	Janvier	Février	Mars	EcoFlash
Revenu nominal	0,1	-0,2	-0,3	
Consommation nominale	1,1	0,4	-0,2	
Déflateur (PCE)	0,2	0,3	0,0	
Déflateur sous-jacent	0,2	0,2	0,2	
Revenu réel	-0,1	-0,5	-0,3	
Consommation réelle	0,9	0,1	-0,2	

Source : Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis

Ventes de maisons

Millions, cvs	Janvier	Février	Mars	EcoFlash
Maisons neuves	0,33	0,36	0,36	
% m/m	-11,0	8,2	-0,6	
% g.a.	-44,6	-37,4	-30,6	
Maisons anciennes	4,49	4,71	4,57	
% m/m	-5,3	4,9	-3,0	
% g.a.	-8,6	-4,8	-7,1	

Sources : Census bureau - National Association of Realtors

Dans la zone euro, la production industrielle s'est contractée de 2,3% m/m en février, reculant pour le sixième mois consécutif. Les données d'enquêtes, que ce soit l'indice de confiance industrielle de la Commission européenne ou le PMI manufacturier, sont ressorties très faibles en mars, suggérant que la production s'est encore repliée (diffusion le 13 mai). Au T1, la chute devrait être supérieure à 7% t/t (l'acquis en février était déjà de -6,7%). Au quatrième trimestre 2008, la production industrielle avait reculé de 6,2% t/t.

Compte tenu de la corrélation élevée entre les taux de croissance de la production et du PIB, ce dernier devrait avoir enregistré une chute plus marquée au T1 (diffusion de l'estimation flash le 15 mai) qu'au T4 2008 (-1,6% t/t). Les composantes du PIB seront publiées en juin. La demande interne tout comme étrangère ont probablement été particulièrement faibles. Au vue de la baisse des ventes au détail (-1% t/t au T1 09), la consommation privée s'est probablement contractée pour le deuxième trimestre consécutif. Les données d'enquête suggèrent que l'investissement a dû reculer de façon marquée. En outre, les stocks devraient avoir contribué négativement à la croissance, les entreprises continuant d'ajuster leur niveau encore trop élevé compte tenu de la contraction de la demande. Enfin, les exportations devraient avoir baissé, reflétant la faiblesse de la demande mondiale. L'activité devrait se contracter encore pendant plusieurs trimestres, bien qu'à un rythme plus modéré, que ce que ne suggèrent les dernières enquêtes.

En avril, l'inflation est demeurée inchangée à 0,6%. Des facteurs saisonniers ont probablement poussé l'inflation sous-jacente à la hausse (le détail de l'inflation sera diffusé le 15 mai), la date précoce du week-end pascal en 2008 a contribué cette année à amplifier le repli de l'inflation sous-jacente entre février et mars (de 1,7% à 1,5%). Toutefois, la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires devrait avoir compensé cette hausse. L'estimation finale de l'inflation devrait confirmer l'estimation préliminaire. L'inflation devrait recommencer à baisser dès le mois prochain. Des effets de base significatifs, liés à l'alimentation et en particulier aux prix de l'énergie, devraient la conduire en territoire négatif cet été, avant qu'elle ne rebondisse au dernier trimestre 2009, les effets de base jouant alors en sens contraire.

En Allemagne, plusieurs enquêtes publiées ces dernières semaines témoignent en effet d'une amélioration du climat de confiance des chefs d'entreprises. Ainsi l'indice des anticipations des chefs d'entreprises publié par l'enquête IFO a progressé tout au long du premier trimestre pour s'établir à 83,9 en avril. De même, en mars, les nouvelles commandes à l'industrie ont progressé pour la première fois depuis l'été

dernier (3,3% m/m). L'activité industrielle reste toutefois déprimée. L'acquis de croissance à la fin février est de -11,5% t/t pour le premier trimestre. De même, l'acquis de croissance pour les ventes de détail est de -1,2% t/t (-0,2% t/t au dernier trimestre 2008), augurant d'une consommation des ménages atone au premier trimestre. Ces chiffres coïncident donc avec nos prévisions d'une contraction de 3,5% t/t du PIB au **premier trimestre** (publication vendredi 15 mai) après -2,1% t/t au T4 2008, lequel devrait toutefois diminuer à un rythme moindre le reste de l'année.

En France, la **production industrielle** avait de nouveau reculé au mois de février 2009, mais de façon nettement plus limitée que par le passé (-0,5% m/m après -2,7% m/m en moyenne au cours des trois mois précédents). En particulier, après cinq mois consécutifs de forte baisse, l'activité s'était quasiment stabilisée dans l'industrie manufacturière, malgré une nouvelle et forte baisse de la production automobile. La plupart des enquêtes menées dans ce secteur suggèrent que le climat des affaires a cessé de se détériorer au cours des derniers mois, il reste néanmoins très dégradé, compatible avec une poursuite du recul de l'activité. En mars (diffusion lundi 11), le repli de la production industrielle pourrait dès lors être du même ordre de grandeur qu'au cours du mois précédent.

Pour l'ensemble du premier trimestre, la production aura dès lors reculé à peu près au même rythme que fin 2008 (-6,7% t/t). Dans ces conditions, le repli du PIB attendu au T1 2009 (diffusion vendredi 15) pourrait être un peu plus important celui qui avait été enregistré au T4 2008 (-1,1% t/t), du fait de l'affaiblissement plus progressif de l'activité dans les services et la construction. Le commerce extérieur et l'investissement des entreprises devraient une nouvelle fois apparaître comme les principaux facteurs du repli de la demande.

L'inflation était pour sa part repartie à la baisse au mois de mars, pour s'établir à 0,3%, au plus bas depuis 1999. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains mois, et en particulier en avril (diffusion mercredi 13). Le repli de l'inflation devrait résulter à la fois d'effets de base favorables dans les secteurs énergétiques et alimentaires, et d'une évolution de plus en plus modérée de l'indice des prix sous-jacent, dont la croissance était tombée à 1,6% en mars. Au final, le taux d'inflation pourrait être quasiment nul en avril, avant de devenir négatif dès le mois de mai.

Du 24 avril au 8 mai

Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs				EcoFlash
Soldes de réponses, %, cvs	Février	Mars	Avril	09-168
Climat économique général (Ind. 2000=100) *	65,3	64,7	67,2	
industrie	-36	-38	-35	
ménages	-33	-34	-31	
Confiance des ménages				
Allemagne	-29	-31	-34	
France	-36	-36	-32	
Italie	-28	-31	-25	
Espagne	-48	-43	-39	
Confiance dans l'industrie				
Allemagne	-41	-41	-40	
France	-37	-39	-33	
Italie	-31	-35	-31	
Espagne	-37	-40	-36	

Source : Commission européenne

(*) Calculé à partir des indices de confiance dans les secteurs de l'industrie, de la construction, du commerce de détail, des services et des ménages.

Zone euro - PMI				EcoFlash
	Février	Mars	Avril	09-180
Secteur manufacturier				
Indice total	33,5	33,9	36,8	
Secteur services				
Indice d'activité	39,2	40,9	43,8	
Indice composite activité	36,2	38,3	41,1	

Source: Markit Economics

Zone euro – IPCH				EcoFlash
Variations en %, cvs	Février	Mars	Avril	09-173
Indice total g.a. ncvs	1,2	0,6	0,6	
m/m, cvs	0,4	0,4	0,4	
Sous-jacent (1), g.a.ncvs	1,7	1,5		

Source : Eurostat - (1) : Hors énergie, alimentation et tabac

* estimation flash - ** estimation BNP Paribas

Allemagne - Production industrielle				EcoFlash
Variations en %, cvs	Janvier	Février	Mars	
Ensemble industrie m/m	-6,1	-3,4	0,0	
g.a.	-17,9	-21,3	-20,4	
Manufacturier et mines m/m	-7,3	-3,4	-0,4	
g.a.	-19,6	-22,7	-22,8	

Source : Bundesbank

Allemagne – Enquête IFO				EcoFlash
<i>Indice base 100 en 2000</i>	Février	Mars	Avril	09-162
Climat des affaires	82,6	82,2	83,7	
Situation courante	84,3	82,7	83,6	
Anticipations	80,9	81,6	83,9	

Source : IFO

Allemagne - Commandes manufacturières				EcoFlash
<i>Variations en %</i>	Janvier	Février	Mars	09-181
Commandes totales m/m	-6,7	-3,1	3,3	
g.a.	-34,0	-36,1	-33,1	
Commandes intérieures m/m	-1,8	-5,5	1,1	
g.a.	-27,2	-30,7	-29,4	
Comm. Etrangères m/m	-10,9	-0,9	5,6	
g.a.	-39,6	-40,5	-36,0	

Source : Bundesbank-- données cvs pour les variations mensuelles

Allemagne – Chômage				EcoFlash
<i>données cvs</i>	Février	Mars	Avril	09-174
Chômeurs (000)	3 334	3 405	3 463	
Variation mensuelle (000)	52	71	58	
Taux de chômage (%)	8	8,1	8,3	

Source : Statistisches Bundesamt

Allemagne - Prix à la consommation				EcoFlash
<i>Variations en % - ncvs</i>	Février	Mars	Avril	09-166
IPC g.a.	0,6	-0,1	0,0	
m/m	1,0	0,5	0,7	
IPCH g.a.	0,7	-0,2	0,0	
m/m	1,0	0,4	0,7	

Source : Statistisches Bundesamt

France - Dépenses des ménages en produits manufacturés				EcoFlash
<i>Variations en %, CVS-CJO</i>	Janvier	Février	Mars	09-160
Total m/m	1,7	-1,8	1,1	
g.a.	1,8	-1,9	0,6	
Biens durables m/m	2,5	-0,3	1,2	
g.a.	5,7	1,9	3,8	

Source : INSEE

France – Confiance des ménages				EcoFlash
<i>Soldes d'opinion, CVS</i>	Février	Mars	Avril	09-165
Indicateur résumé	-43	-42	-41	
Sit. Financ. perso. future *	-20	-20	-18	
Niveau de vie France futur*	-59	-59	-55	
Opportunité d'acheter *	-33	-29	-31	
Chômage – perspectives	81	78	82	
Prix – perspectives	-46	-51	-53	

Source : INSEE. * Pris en compte dans l'indicateur résumé

Espagne - Production industrielle				EcoFlash
<i>Variations en %, cvs-cjo</i>	Janvier	Février	Mars	09-179
Ensemble industrie g.a.	-21,1	-22,5	-24,7	

Source : INE

Espagne – Chômage				EcoFlash
<i>Données trimestrielles</i>	T3 2008	T4 2008	T1 2009	09-161
Chômeurs (000)	2 599	3 208	4 011	
Variation mensuelle (000)	217	609	803	
Taux de chômage (%)	11,3	13,9	17,4	

Source : Eurostat

Espagne – Chômage				EcoFlash
<i>Données mensuelles</i>	Février	Mars	Avril	09-176
Chômeurs (000)	3 482	3 605	3 645	
Variation mensuelle (000)	154	124	39	

Source : INE

Espagne – Confiance des ménages				EcoFlash
<i>Données mensuelles</i>	Février	Mars	Avril	09-176
Indice général	48,6	53,7	61,9	
Indice général (mm3m)	49,2	50,8	54,7	

Source : ICO

Espagne - Prix à la consommation				EcoFlash
<i>Variations en %</i>	Février	Mars	Avril	09-172
IPCH g.a.	0,7	-0,1	-0,1	
m/m	0,0	0,2	1,0	

Source : INE

Japon

A suivre du 11 au 15 mai

Les commandes privées sous-jacentes de machines (hors navires et commandes en provenance des centrales électriques) ont légèrement augmenté en février (+1.4% m/m), pour la première fois en cinq mois. ont plongé de 15,7% t/t entre décembre et février. Cette hausse devrait rester isolée. Leur tendance baissière ne s'inversera qu'en cours d'année. En conséquence, les commandes privées sous-jacentes de machines, qui sont un indicateur avancé fiable de l'investissement privé, devraient à nouveau s'être repliées en mars (diffusion vendredi 15 mai). En effet, l'investissement privé ne devrait pas redémarrer rapidement et continuerait au contraire de reculer cette année, avant de repartir progressivement en 2010.

Du 24 avril au 8 mai

Production industrielle				EcoFlash
Variations en % m/m, cvs	Janvier	Février	Mars	09-171
Production	-10,3	-9,2	1,7	
Livraisons	-10,8	-6,1	1,4	
Stocks	-1,5	-4,2	-3,3	
Ratio stocks / livraisons	13,8	5,5	-4,9	

Source : METI

Consommation et revenu des ménages *				EcoFlash
en %, m/m, termes réels	Janvier	Février	Mars	
Dépenses	-2,2	4,0	0,2	
Revenu disponible	-1,6	-1,9	-0,2	

Source : Cabinet Office, * dont le chef de famille est salarié

Rapport sur le marché du travail				EcoFlash
	Janvier	Février	Mars	
Chômage en %, cvs	4,1	4,4	4,8	
Offres / Demandes d'emplois	0,67	0,59	0,52	

Source : Cabinet Office

Prix à la consommation				EcoFlash
Variations en %	Février	Mars	Avril	
Tokyo				
Total m/m, cvs	-0,3	0,3	-0,1	
g.a.	0,5	0,2	-0,2	
Sous-jacent * m/m, cvs	-0,1	0,3	0,0	
g.a.	0,6	0,4	0,0	
National				
Total m/m, cvs	-0,3	0,3	nd	
g.a.	-0,1	-0,3	nd	
Sous-jacent * m/m, cvs	-0,1	0,3	nd	
g.a.	0,0	-0,1	nd	

Source : Cabinet Office, *: hors produits alimentaires frais

Nos articles les plus récents

AVRIL	24 avril	09-17	Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le Japon : crise industrielle et retour à la déflation Modération... de la récession Etats-Unis : quels progrès sur le marché immobilier ? (2 ^{ème} partie) Royaume-Uni : l'effrayante arithmétique budgétaire
	17 avril	09-16	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Garder patience Inde : ralentissement douloureux en 2009/2010 Etats-Unis : quels progrès sur le marché immobilier ? (1 ^{ère} partie)
	10 avril	09-15	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Pour l'économie mondiale, le soleil ne se lève pas toujours à l'Est France : perspectives d'emploi Turquie : le moment de vérité face au choc externe
	3 avril	09-14	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Un nouvel ordre mondial ? Pays-Bas : le gouvernement a dévoilé un plan de relance modeste Hong Kong : la récession en 2009 presque aussi grave qu'en 1998
MARS	27 mars	09-13	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Docteur Easing BCE : une vie après la baisse des taux Mexique : une économie durement éprouvée mais des amortisseurs plus solides
	20 mars	09-12	Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	La situation financière des agents économiques américains : ruptures Encore une fois, la Fed Banques espagnoles : le risque est surtout interne Etats-Unis : quand l'endettement et la richesse diminuent
	13 mars	09-11	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Week-ends à Londres Etats-Unis : les ménages au cœur de la récession Australie : entrée tardive en récession
	6 mars	09-10	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	La banque d'Angleterre adopte des mesures d'assouplissement quantitatif, la BCE va-t-elle suivre ? Zone euro : dégradation du marché du travail Real brésilien : toujours des risques baissiers, mais beaucoup de chemin parcouru déjà
FEVRIER	27 février	09-09	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Baisse des taux directeurs en Europe la semaine prochaine L'Europe centrale et les pays baltes dans la tourmente Les banques américaines sous perfusion
	20 février	09-08	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le Pacte de Stabilité, oui... mais pas tout de suite La Suède et le Danemark sont désormais plus enthousiastes à l'égard de l'Euro Italie : progression continue des dépôts des ménages
	13 février	09-07	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Plan Geithner : ne question de prix Pays développés : sombres perspectives 2009 Etats-Unis : marché du crédit : des signaux d'enquêtes toujours négatifs
	6 février	09-06	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	La Banque d'Angleterre devance la BCE Royaume-Uni : sus à la crise Australie : contraction de l'activité et baisse des taux
JANVIER	30 janvier	09-05	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	En attendant le plan Obama BCE : prochain assouplissement en mars Japon : une fin d'année en berne

Nos publications sont disponibles sur economic-research.bnpparibas.com

Direction des Etudes Economiques

economic-research.bnpparibas.com

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
ECONOMIES OCDE Philippe d'ARVISENET		
Eric VERGNAUD Responsable Economies OCDE Questions structurelles, Marché financier unique	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHÉ DU TRAVAIL ZONE EURO Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE, Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	philippe.sabuco@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOLET Philippe SABUCO	01.57.43.02.91 01.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com philippe.sabuco@bnpparibas.com
RISQUES PAYS Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER Christine PELTIER	01.43.16.95.41 01.42.98.56.27	delphine.cavalier@bnpparibas.com christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE Valérie Perracino	01.42.98.26.77 01 42 98 74 26	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	stephane.alby@bnpparibas.com jeanloic.guieze@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Alexandre VINCENT	0143.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

Nos publications economic-research.bnpparibas.com

- Conjoncture traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- Conjoncture Taux Change assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- EcoWeek étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- EcoFlash est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- EcoTV, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmis à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2008). Tous droits réservés