

## L'actualité de la semaine

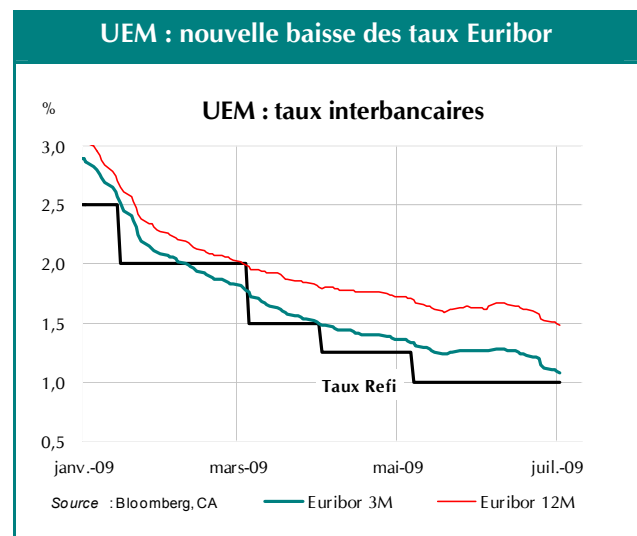
■ **Marchés : Le sentiment de marché oscille au gré de l'actualité conjoncturelle.** En début de semaine, les enquêtes de confiance ont poursuivi leur redressement apportant le carburant nécessaire à un nouveau rebond des marchés (cf. page 4). Pourtant, au dire des enquêtes, il n'est toujours question que d'un ralentissement du rythme de contraction de l'activité dans les pays occidentaux. Seule la Chine peut se targuer d'être déjà en phase de reprise même si cette dernière reste sous perfusion des pouvoirs publics. Le rapport sur l'emploi américain est venu ternir l'ambiance en ranimant les doutes sur le calendrier et l'ampleur de la reprise. Le dollar a repris des couleurs en phase avec cette remontée de l'aversion pour le risque et termine la semaine en dessous des 1,40 contre euro. La monnaie européenne n'a d'ailleurs pas bénéficié de soutien particulier, la réunion de la BCE se soldant par un *statu quo* généralisé (cf. page 2). Depuis jeudi, les investisseurs cherchant à se réfugier vers des segments sûrs du marché, les rendements obligataires ont eu tendance à refluer (sous les 3,5 % pour le 10 ans américain et 3,3 % pour le Bund allemand).

■ **Etats-Unis : Le bilan de la semaine est négatif** (cf. page 5). Le repli de la confiance des ménages en juin (selon l'enquête du *Conference Board*) tempère le signal positif de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier qui, elle, a poursuivi son redressement. **Les 467 000 destructions nettes d'emplois salariés non agricoles sont une piqure de rappel de la profondeur de la récession.** La remontée de seulement 0,1 point du taux de chômage à 9,5 % est une bonne surprise toute relative. Certes, c'est un indicateur retardé. Mais l'envolée du chômage, qui n'est pas terminée, est lourde de conséquences : elle pèse sur le moral des ménages, pousse à une épargne de précaution, accroît le risque de défaut et exerce des pressions baissières importantes sur la progression des salaires nominaux. Vu l'état général du marché du travail, les conditions d'une reprise rapide et vigoureuse ne sont pas en place. Ce qui signifie, d'après nous, que le risque de déflation n'est pas près de se dissiper ni la Fed d'adopter une politique monétaire moins accommodante. L'actualité conjoncturelle de la semaine prochaine est moins riche, les indicateurs publiés étant plutôt de second ordre. On y sera néanmoins attentif car tous les indicateurs s'avèrent utiles lorsque l'incertitude est grande sur les perspectives de croissance. On attend une hausse de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans les secteurs non manufacturiers en juin et de la confiance des ménages à la mi-juillet selon l'enquête

de l'Université du Michigan, un creusement du déficit extérieur sur les échanges de biens et services au mois de mai, et une nouvelle contraction de l'encours des crédits à la consommation en mai.

■ **UEM : Les enquêtes de la Commission européenne sont venues confirmer la poursuite de l'amélioration du climat des affaires en zone euro** (cf. page 6). Toutefois, le niveau de l'indice du sentiment économique (ESI) reste particulièrement faible, en deçà des points bas atteints à la fin de l'année 1992. De son côté, la situation sur le marché du travail continue de se détériorer. **Le taux de chômage est passé à 9,5 % de la population active en mai (+0,2 point).** Dans la mesure où nous n'anticipons pas de véritable reprise de l'activité avant 2010, la hausse du taux de chômage devrait se poursuivre (10 % à l'horizon fin 2009). **En matière d'inflation, l'indice des prix à la consommation a reculé en juin de 0,1% en glissement annuel** (après une stabilisation en mai). L'inflation devrait poursuivre sa décélération graduelle, avec un point bas en juillet (à -0,2%), pour se redresser ensuite et s'établir autour de 1 % fin 2009.

■ **Royaume-Uni : Un statu quo** sur les taux de la BoE (0,50 %) est largement anticipé, mais l'incertitude est plus grande quant à une éventuelle augmentation de son programme de rachats de titres. Une rallonge de 25 Mds£ lui permettrait d'utiliser l'intégralité des 150 Mds£ autorisés par le Trésor. Toute autre option serait probablement une déception pour les marchés.



## La BCE laisse filer les taux de marché

- La BCE maintient le *statu quo*, mais s'accommode de la forte baisse des taux interbancaires.
- Le jugement sur l'activité économique reste globalement inchangé, la prudence reste de mise.
- Les conditions monétaires devraient rester ultra accommodantes pendant une période de temps prolongée.

### Le *statu quo* conforté

Comme on pouvait s'y attendre, la réunion de la BCE du 2 juillet s'est soldée par un *statu quo* généralisé, tant sur la politique monétaire conventionnelle que sur les mesures complémentaires de soutien aux banques. La BCE a maintenu son principal taux de refinancement à 1% pour le deuxième mois consécutif. Le taux de la facilité de dépôt est également inchangé à 0,25%. **Le niveau des taux est de nouveau jugé « approprié », un qualificatif qui suggère que le *statu quo* reste l'option la plus probable dans les mois qui viennent.** Ceci étant, le président Trichet a également répété, lors de la conférence de presse, que le niveau de 1% n'était pas nécessairement le point bas pour le taux directeur. Si cette remarque peut surprendre dans un contexte d'amélioration progressive des conditions économiques et financières, elle reflète probablement les dissensions qui règnent toujours au sein du Conseil des gouverneurs. Ses membres les plus *dovish* avaient ainsi évoqué la possibilité d'une nouvelle baisse de taux, mais leurs commentaires les plus récents suggèrent que la probabilité d'un tel geste a nettement baissé depuis quelques semaines. Enfin, si la BCE réaffirme un biais neutre vis-à-vis de l'évolution future des taux (et certainement pas un biais haussier), c'est également une façon pour elle de maîtriser les anticipations des marchés, en évitant notamment que ceux-ci ne prévoient des hausses de taux jugées prématurées.

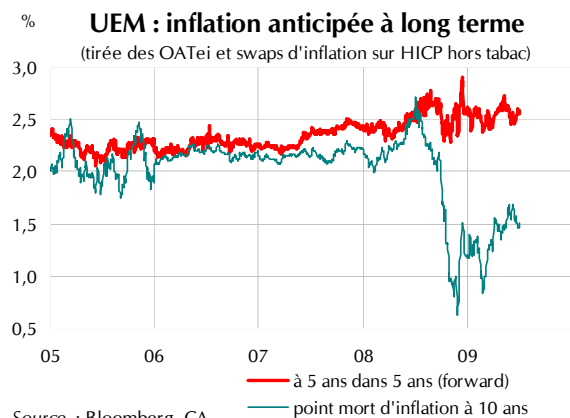
D'une façon générale, la BCE semble favoriser un environnement de taux d'intérêt bas pendant une période de temps prolongée, en ligne avec notre propre prévision d'un *statu quo* jusqu'à la fin 2010. Ce scénario est compatible avec l'analyse par la BCE de l'environnement macroéconomique, mais aussi avec sa stratégie de gestion de la liquidité.

### Message 1 : ne pas trop attendre de la reprise

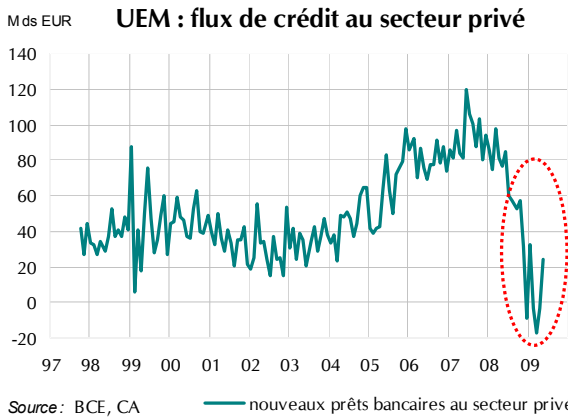
Malgré l'amélioration des perspectives économiques reflétée dans la hausse marquée des enquêtes de confiance, **la BCE considère que l'activité restera faible en zone euro jusqu'à la fin de l'année.** Des taux de croissance positifs du PIB ne sont pas attendus avant la mi-2010. Les risques restent par ailleurs équilibrés autour de son scénario central. D'un côté, les effets du stimulus monétaire et fiscal pourraient surprendre positivement au cours des prochains trimestres mais de l'autre, l'ajustement se poursuit sur le marché du travail et la hausse des prix des matières premières pourrait peser davantage sur la demande domestique.

Du côté des prix à la consommation, l'estimation préliminaire de l'inflation en juin est ressortie à

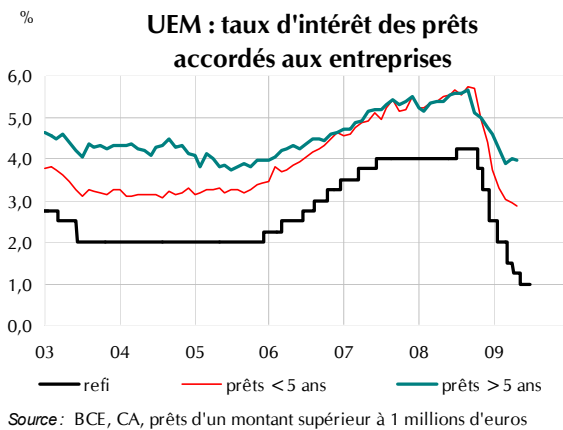
-0,1% a/a, négative pour la première fois depuis la création de la série, et la BCE attend toujours des taux d'inflation légèrement négatifs pendant l'été. Cette situation est anticipée depuis plusieurs mois, et ses décisions de politique monétaire n'en seront pas affectées à court terme, d'autant que l'inflation est attendue en hausse d'ici la fin d'année. La hausse récente des prix du pétrole devrait compenser pour partie les effets de base favorables au cours des prochains mois. Au total, le relèvement du profil d'inflation à court terme et la stabilité des anticipations d'inflation de moyen terme ont contribué à diminuer quelque peu les craintes déflationnistes sur la période récente.



**A contrario, la BCE semble davantage préoccupée par la dynamique des agrégats monétaires et de crédit.** Le ralentissement de M3 a été plus prononcé que prévu, à 3,7% a/a en mai (cf. page 4), sous la valeur de référence de 4,5% pour la première fois depuis 2001, et au plus bas depuis 1997. D'une façon générale, la forte baisse des taux d'intérêt à court terme a entraîné en retour une baisse de la rémunération des dépôts et des instruments de marché type SICAV monétaires, d'où un ralentissement de la croissance des sous agrégats M2-M1 et M3-M2. La BCE semble surtout s'inquiéter du ralentissement des agrégats de crédit (la contrepartie de la création monétaire), qui poursuivent leur modération, certes graduelle, mais néanmoins marquée. Les encours de crédit aux ménages et aux entreprises ont nettement décéléré en mai et ne croissent plus qu'à 1,8% sur un an, contre plus de 11% début 2008. La BCE note par ailleurs que les flux de nouveaux prêts au secteur non financier sont restés particulièrement limités sur la période récente. Tout juste les dernières données de la BCE font elles état d'un léger mieux en mai (cf. graphique infra).

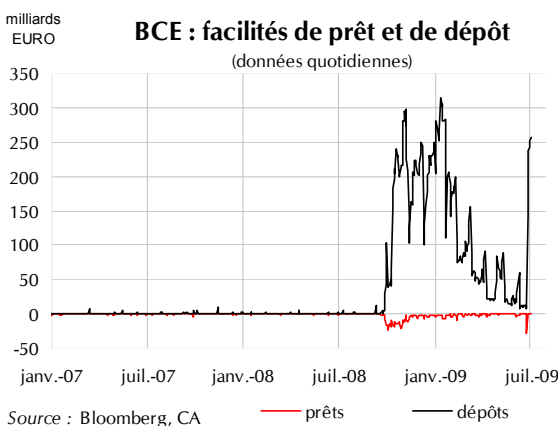


Les données disponibles suggèrent donc à ce stade que les injections de liquidité de la BCE n'ont que peu, voire pas d'impact du tout sur les volumes de prêts distribués par les banques au secteur privé. Les taux d'intérêts pratiqués par les banques, eux, continuent de baisser au mois de mai, en particulier pour les nouveaux prêts à court terme octroyés aux entreprises et aux ménages (cf. graphique infra).



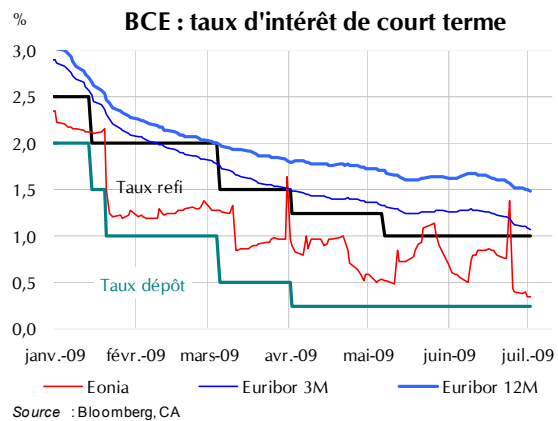
**Message 2 : tout faire pour maintenir des taux interbancaires au plus bas**

Enfin, la BCE a été assez transparente sur ses objectifs en termes de gestion de la liquidité. Sa première allocation de liquidité à 12 mois à 1% a généré un excès de liquidité massif dans l'Eurosystème, de l'ordre de 250 Mds€, ce qui a eu pour conséquence d'augmenter à nouveau l'encours de la facilité de dépôt (cf. graphique infra).



Cette opération de refinancement a également alimenté une volatilité inhabituellement élevée sur les taux courts. Le fixing de l'Eonia, en particulier, suit désormais des cycles marqués en lien avec les périodes de maintenance des réserves des banques et il s'établissait à 0,34% le 1<sup>er</sup> juillet, un nouveau point bas historique proche du taux de dépôt. Il est probable qu'en moyenne, l'Eonia reste plus proche de ce taux plancher de 0,25% que du taux refi dans les prochains mois, le temps de résorber progressivement l'excès de liquidité. La BCE n'ayant pas signalé son intention d'intervenir dans l'immédiat pour drainer elle-même la liquidité excédentaire, ce processus devrait intervenir progressivement, au fur et à mesure que les banques commerciales réduiront leur demande lors des prochaines opérations de refinancement de la BCE. Cette demande ne sera pas nulle pour autant (à l'image du dernier tender à une semaine) et par ailleurs, deux autres opérations à 12 mois sont programmées en septembre et en décembre. Autant de raisons de penser que la liquidité restera abondante jusqu'à l'année prochaine.

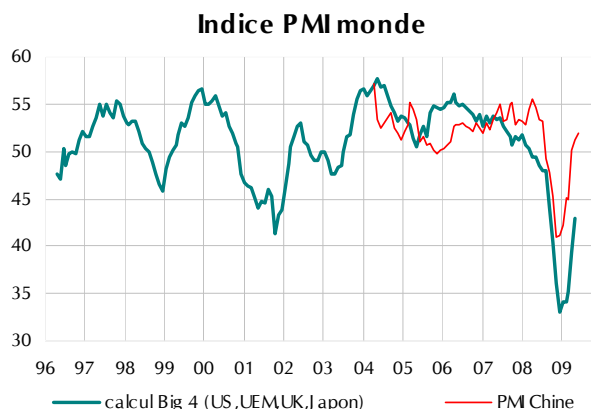
Toutes ces distorsions dont le marché monétaire fait l'objet depuis plusieurs mois constituent en quelque sorte le « prix à payer » pour atteindre l'objectif prioritaire de la BCE qui est de faire baisser les taux et les spreads de taux interbancaires. Avec succès, puisque le taux Euribor 3 mois a de nouveau baissé pour atteindre le point bas historique de 1,06% en fin de semaine (cf. graphique infra). Le taux Euribor 12 mois est même inférieur au taux équivalent aux Etats-Unis (Libor 12 mois à 1,53%).



Enfin, en réponse à plusieurs questions sur le sujet, M. Trichet a indiqué que l'effet de toutes les mesures non-standard serait neutralisé dès que les conditions économiques et financières le permettraient (y compris le programme de rachats de covered bonds qui devrait débuter le 6 juillet). Selon nous, une telle stratégie de sortie ne devrait toutefois pas être d'actualité avant la mi-2010 au plus tôt.

## Enquêtes PMI : le V de la victoire

Les enquêtes de confiance rebondissent nettement un peu partout au point de voir un V se dessiner. **Ce V est celui de la victoire pour avoir évacué le scénario du pire. Mais en aucun cas il ne décrit la forme de la reprise qui s'annonce molle.** Dans les pays occidentaux, il est encore question d'un ralentissement du rythme de contraction de l'activité, lequel n'en reste pas moins un prélude à toute reprise. Des facteurs purement techniques risquent de jouer à court terme, notamment dans le secteur industriel. Une fois les stocks purgés, la production va rapidement repartir mais la faiblesse persistante de la demande globale va continuer à brider cette dynamique. En Chine, en revanche, la reprise est déjà au rendez-vous (PMI au dessus des 50) mais elle est largement insufflée par l'activisme forcené des pouvoirs publics alors que le moteur externe de croissance reste en panne. Cette perfusion ne pourra pas durer éternellement et la machine à exporter doit redémarrer pour pérenniser ce schéma de reprise.

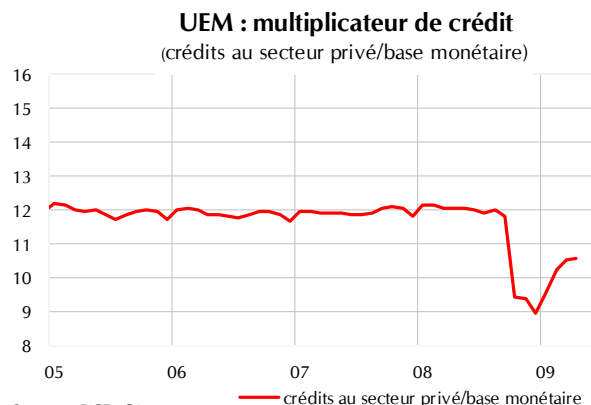


Source : Reuters, CA

Isabelle JOB  
isabelle.job@credit-agricole-sa.fr

## Crédit : poursuite de la modération du crédit en zone euro

**Le ralentissement du crédit en zone euro s'est poursuivi en mai.** Les encours de crédits au secteur privé se sont modérés (+1,8 % en g.a., après +2,1 % en avril). Le taux de croissance annuel des crédits aux entreprises a également décéléré (+4,4 % en g.a. après +5,3 %), en lien avec la chute de l'investissement. Les encours de prêts aux ménages se sont, quant à eux, contractés de 0,2 % en g.a. (après 0 % en avril), sous l'effet du recul des crédits à la consommation (-0,6 %) et à l'habitat (-0,5 %). La modération du crédit en zone euro reflète essentiellement l'affaiblissement des perspectives d'activité, mais aussi la poursuite du durcissement des conditions de financement. La faiblesse des crédits au secteur privé contraste avec le dynamisme de la monnaie banque centrale (base monétaire), les liquidités reçues par les banques commerciales n'étant pas transformées en prêts (aversion au risque et faiblesse de la demande). **Le multiplicateur de crédit (ratio crédits sur base monétaire) continue donc de baisser.** Par ailleurs, la croissance de l'agrégat monétaire large M3 a continué à ralentir (+3,7 % en mai après +4,9 %).

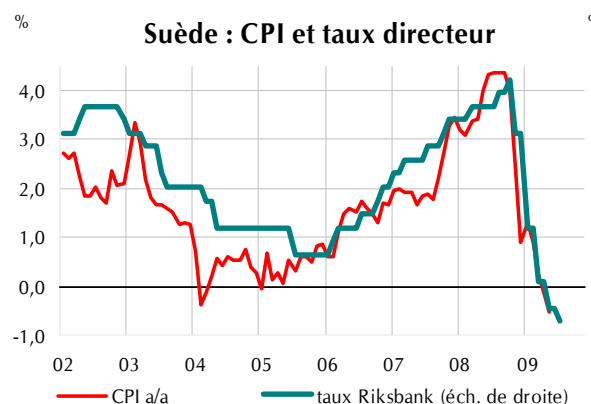


Source : BCE, CA

Olivier BIZIMANA  
olivier.bizimana@credit-agricole-sa.fr

## Riksbank : dernière baisse surprise

Contre toute attente, la Riksbank a procédé le 2 juillet à une nouvelle baisse de son taux directeur de 25 pnb pour le porter à 0,25%. Comme l'explique le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion, l'objectif principal de cette baisse de taux est de tenter de ramener l'inflation vers la cible de 2% à moyen terme. En effet, celle-ci est passée de 4,4% a/a en septembre 2008 à -0,4% en mai 2009, ramenant ainsi le risque de déflation sur le devant de la scène. D'autant que ces pressions déflationnistes pourraient être amplifiées par la récession actuelle, la banque centrale suédoise prévoyant désormais un repli du PIB de 5,4% en 2009 et une très faible expansion en 2010 (+0,3%), tandis que le chômage devrait continuer d'augmenter jusqu'en 2011. Consciente des risques qui pèsent sur son économie, la Riksbank a décidé par ailleurs d'offrir à partir du 13 juillet 100 milliards de couronnes (soit l'équivalent de 3% du PIB) à taux fixe à 12 mois aux banques suédoises afin de s'assurer de l'efficacité des dernières baisses de taux.



Source : SCB, Crédit Agricole

Grégory CLAEYS  
gregory.claeys@credit-agricole-sa.fr

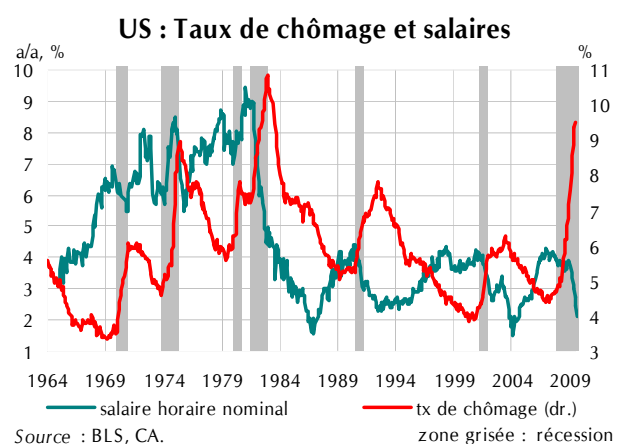
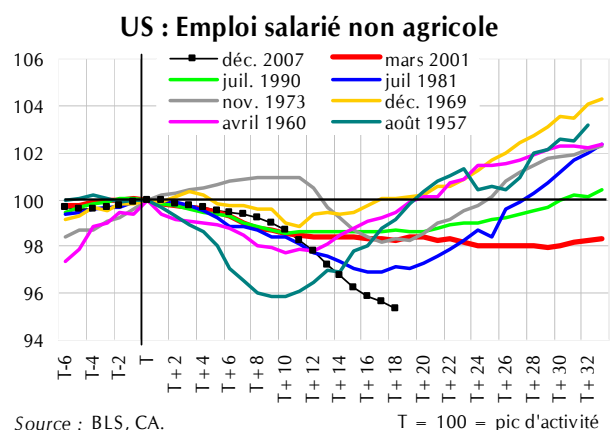
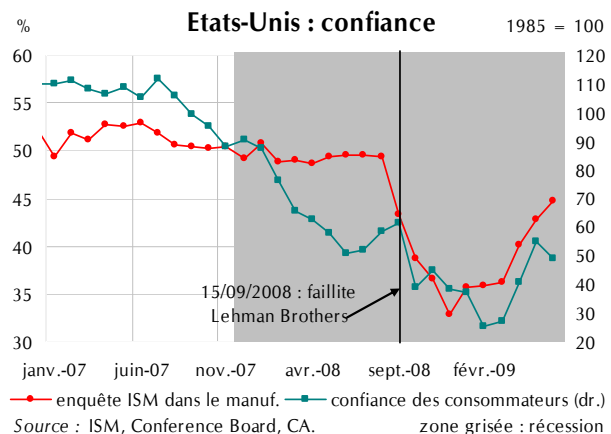
## États-Unis : attention, chute d'emploi

- 467 000 emplois salariés non agricoles ont été détruits en juin. Le taux de chômage augmente à 9,5 %.
- Selon l'enquête du *Conference Board*, la confiance des consommateurs a légèrement fléchi en juin.
- L'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier se redresse à 44,8.

■ Le repli de la confiance des ménages en juin (selon l'enquête du *Conference Board*) tempère le signal positif de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier qui, elle, a poursuivi son redressement. Si le rebond des marchés actions est un facteur de soutien du moral des ménages, la hausse du chômage, du prix de l'essence et la baisse des prix immobiliers (même si elle ralentit) tirent clairement dans l'autre sens. Dans ces conditions, l'effet attendu du stimulus budgétaire sur la demande risque fort d'être limité, le surcroît de ressources étant pour l'essentiel épargné. L'amélioration du climat des affaires pourrait donc assez vite s'essouffler, une fois épuisé le *momentum* actuel alimenté par le rebond de la composante « nouvelles commandes ». Il y a néanmoins une planche de salut : la prime à la casse tout juste votée.

■ La poursuite de la baisse des inscriptions hebdomadaires au chômage est la seule véritable bonne nouvelle de la semaine concernant le marché du travail. La durée hebdomadaire du travail, autre indicateur avancé, est tombée à 33 heures en juin, un nouveau plus bas. **Les 467 000 destructions nettes d'emplois salariés non agricoles sont une piqure de rappel de la profondeur de la récession.** Le décompte du total des pertes depuis décembre 2007 atteint désormais 6,5 millions, un chiffre proprement historique : les 11 précédentes récessions se sont soldées en moyenne par 1,7 million d'emplois en moins. La panique financière de l'automne dernier a une part de responsabilité en ce qu'elle a exacerbé la baisse des embauches. La panique s'étant dissipée, les entreprises devraient revenir à un comportement d'embauches plus normal, contribuant à ramener à environ 200 000 le rythme mensuel des destructions nettes d'emplois. C'est notre hypothèse par défaut pour les prochains mois.

■ La remontée de seulement 0,1 point du taux de chômage à 9,5 % est une bonne surprise toute relative. Certes, c'est un indicateur retardé, le reflet de la détérioration passée de la conjoncture. Mais **l'envolée du chômage, qui n'est pas terminée, est lourde de conséquences : elle pèse sur le moral des ménages, pousse à une épargne de précaution, accroît le risque de défaut et exerce des pressions baissières importantes sur la progression des salaires nominaux.** Ceux-ci ont stagné sur le mois de juin, ramenant à 2,7% leur hausse sur un an. Le ralentissement est sensible, en voie d'accélération, et le risque d'une stagnation à un horizon proche est non négligeable. Vu l'état général du marché du travail, les conditions d'une reprise rapide et vigoureuse ne sont pas en place. Ce qui signifie, d'après nous, que le risque de déflation n'est pas près de se dissiper ni la Fed d'adopter une politique monétaire moins accommodante.



## UEM : nouvelle hausse du taux de chômage en mai

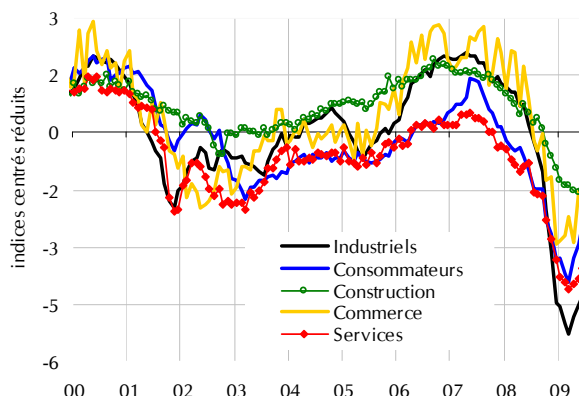
- En dépit d'un redressement en juin, l'indice du climat des affaires reste à un niveau faible.
- Le marché du travail continue de se dégrader, le taux de chômage ayant atteint 9,5% en mai.
- Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation européen baisse de nouveau en juin (-0,1%).

■ Les enquêtes de la Commission européenne sont venues confirmer la poursuite de l'amélioration du climat des affaires en zone euro. L'indice du sentiment économique (ESI) a continué d'augmenter en juin (à 73,3 après 70,2 en mai). Toutefois, le niveau de cet indice reste particulièrement faible, en deçà des points bas atteints à la fin de l'année 1992. Cette progression de l'ESI résulte de la hausse du moral des chefs d'entreprise dans les secteurs des services et de l'industrie, et de celui des consommateurs. Si les perspectives d'activité et d'emploi sont bien orientées, les carnets de commandes, en revanche, continuent de se dégarnir. **Cette enquête conforte ainsi notre scénario d'une nouvelle contraction de l'activité européenne au 2<sup>e</sup> trimestre, mais d'une moindre ampleur qu'au 1<sup>er</sup> trimestre (-0,8% t/t après -2,5%).**

■ Le chômage s'est encore aggravé en zone euro en mai. Le taux de chômage est passé à 9,5% de la population active en mai (+0,2 point). Le nombre de demandeurs d'emploi en zone euro s'établit à 21,5 millions (+273 000 sur un mois). Au plan géographique, le taux de chômage a continué à augmenter dans tous les grands pays, à l'exception de l'Allemagne où il est resté stable à 7,7%. L'Espagne continue d'afficher le taux de chômage le plus élevé (18,7%), tandis que les Pays-Bas ont le plus bas niveau (3,2%). Ce mouvement devrait se poursuivre au cours des prochains mois. **Plus fondamentalement, dans la mesure où nous n'anticipons pas de véritable reprise de l'activité avant 2010, la hausse du taux de chômage devrait se poursuivre (10% à l'horizon fin 2009).**

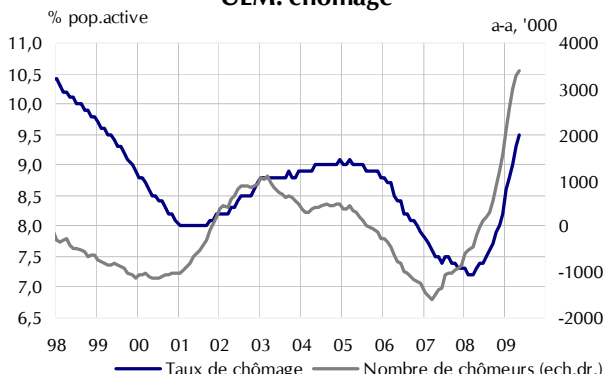
■ En première estimation, l'inflation européenne annuelle baisse, passant de 0,0% en mai à -0,1% au mois de juin. Cette baisse – légèrement moindre que celle attendue (-0,2% a/a) – est essentiellement due à la remontée des prix du pétrole qui amoindrisent les effets de base favorables. Selon nos estimations sur le mois, la composante énergie grimpe de 0,3% et l'inflation sous-jacente de 0,2%. **Du fait de la contraction de l'activité, cette dernière devrait poursuivre sa décélération graduelle et s'établir autour des 1% fin 2009.** L'inflation annuelle, elle, continuera de glisser lentement cet été, atteignant son point bas en juillet (-0,2% a/a), mais devrait, ensuite, amorcer une vive remontée au T4 pour s'établir autour des 1% a/a. D'un point de vue national, l'inflation annuelle reste stable en juin en Allemagne (0,0%) mais passe de -0,9% à -1,0% en Espagne.

### UEM : climat de confiance



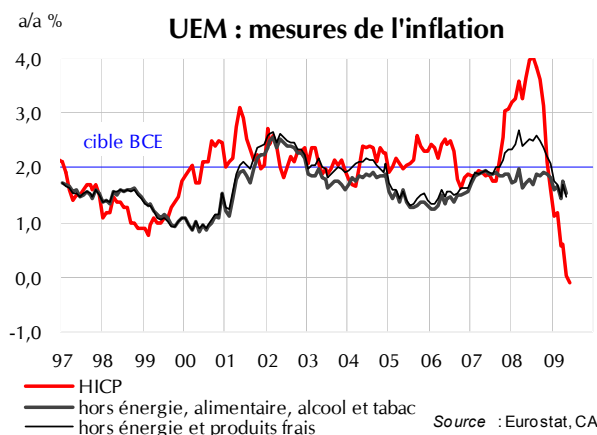
Source : Eurostat, CE, CA

### UEM: chômage



Source : Eurostat, CA

### UEM : mesures de l'inflation



Source : Eurostat, CA

## Central Bank Watch

		Actuel 3 juil	Dernier mouvement	Prochain mouvement en 2009
<b>Amérique</b>				
États-Unis	Federal Funds	0-0,25	-75 pdb 16 déc 08	<p><b>Statu quo jusqu'à fin 2010 (prochain FOMC, les 11-12 août)</b></p> <p>Maintenant que les <i>Fed funds</i> sont à zéro (ou presque), la cible oscillant dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25%, et qu'ils resteront à ce niveau "exceptionnellement bas une période de temps prolongée" selon les dires mêmes de la Banque centrale, la Fed se consacre au déploiement de tout l'arsenal du <i>quantitative easing</i>, à savoir gonflement de la taille de son bilan en sus des changements dans sa composition. La Fed préfère parler de <i>credit easing</i> dans le sens où elle joue sur le <i>mix</i> de prêts et de titres à l'actif de son bilan et sur l'impact de cette composition sur les conditions de crédit. Concrètement, la Fed cherche à faire baisser les taux sur toute la courbe, à offrir de la liquidité et du financement là où ils font défaut et à ancrer les anticipations d'inflation. L'objectif ultime est d'éviter, à tout prix, l'enclenchement d'une spirale déflationniste.</p>
<b>Europe</b>				
UEM	Taux refi	1,00	-25 pdb 13 mai 09	<p><b>Statu quo jusqu'à la fin de l'année</b></p> <p>Le 2 juillet, la BCE a maintenu le taux refi à 1% en répétant que ce niveau était jugé "approprié" à ce stade. La BCE devrait donc privilégier le statu quo sur les taux à court terme, et même jusqu'à la fin 2010 dans notre scénario central. Sur les mesures non-conventionnelles, la première allocation illimitée de liquidité à 12 mois a rencontré une forte demande. L'excès de liquidité global devrait maintenir une pression baissière sur les taux courts (Eonia, Euribor) et la BCE ne devrait pas drainer cette liquidité dans l'immédiat. Le programme de rachats de covered bonds par la BCE sera mis en oeuvre entre juillet 2009 et juin 2010, et pour un montant total de 60Mds d'euros. Si des conditions assez restrictives sur les actifs éligibles ont déjà été communiquées, l'impact global du programme sur le marché du crédit reste incertain. Enfin, le président Trichet s'est défendu de s'engager dans la voie de l'assouplissement quantitatif et ces opérations devraient être stérilisées « automatiquement ».</p>
Royaume-Uni	Taux de base	0,50	-50 pdb 5 mars 09	<p><b>Statu quo jusqu'à la fin de l'année</b></p> <p>La BoE a abaissé son taux directeur de 50 pdb à 0,5% lors de sa réunion du 5 mars. Si elle n'a pas annoncé explicitement que ce nouvel assouplissement marquait la fin de son cycle de baisse de taux, nous pensons que le taux directeur a désormais atteint son plancher et qu'il devrait se maintenir à ce niveau tout au long de l'année. En effet, la BoE juge qu'un taux directeur à 0% pourrait avoir des effets négatifs sur le secteur bancaire. Etant donné la dégradation de la situation ces derniers mois, les 525 pdb consenties par la BoE depuis le début de la crise ne suffiront pas à sortir le pays de la récession. La BoE se concentre donc désormais sur sa politique de <i>quantitative easing</i>.</p>
<b>Asie-Pacifique</b>				
Japon	Taux directeur	0,10	-20 pdb 19 déc 08	<p><b>Statu quo prolongé</b></p> <p>La décision de la BoJ, le 19 décembre dernier, d'abaisser le taux directeur de 20 pdb à 0,1% a marqué selon nous la fin du cycle d'assouplissement monétaire au Japon. La BoJ est en effet réticente à l'idée de renouer avec une politique de taux zéro (ZIRP) devant les effets pernicieux de la trappe à liquidité. La BoJ compte néanmoins toujours oeuvrer pour amortir le choc cyclique et favoriser un retour à la normale sur les marchés de crédits. Elle déploie à cet effet tout un arsenal de mesures non conventionnelles qui vont de l'approvisionnement en liquidité contre une gamme élargie de collatéraux (y compris des obligations publiques étrangères) aux achats fermes de titres privés (billets de trésorerie, obligations émises par les grands corporate japonais et actions détenues par les banques). Place donc au <i>quantitative easing</i> mais sans ZIRP.</p>

**Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet, Rubrique Etudes économiques, page Perspectives prévisions.**

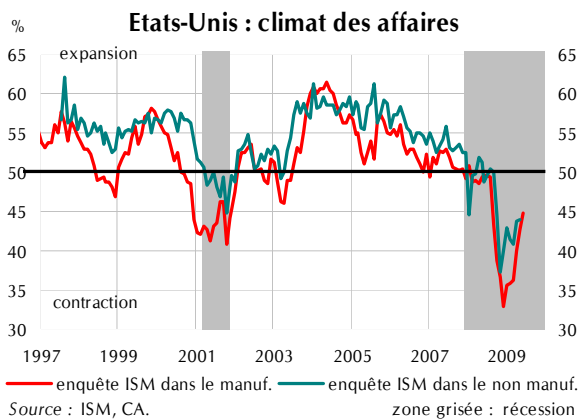
## Semaine du 6 au 10 juillet 2009

## Lundi 6

## US - ISM non manufacturier

	avr	mai	juin
indice résumé	43,7	44,0	<u>46,0</u>

L'enquête ISM sur le climat des affaires dans les secteurs non manufacturiers devrait logiquement suivre à la hausse celle auprès du secteur manufacturier. Sa portée est *a priori* moindre, malgré sa plus large couverture sectorielle, dans la mesure où l'enquête n'est pas réputée avancée. Et à notre sens un risque baissier pèse sur la prévision dans la mesure où le rebond récent de l'enquête est en désaccord avec la rechute des ventes de détail sous-jacentes (hors essence, alimentation, automobiles) sur les trois derniers mois. On aimerait que la remontée de la confiance soit un phénomène qui s'auto-entretienne. Mais dans les faits, pour que l'amélioration se poursuive, il faut que la réalité réponde un minimum aux attentes, que celles-ci soient validées et non déçues. Or, à ce jour, il nous semble que le risque de déception est plus grand car le redémarrage de la demande, nécessaire pour confirmer le redémarrage de la production, pourrait bien ne pas être à la hauteur des espérances. La dimension très positive d'une atténuation, normalisation, en tendance de la récession se heurte à l'incertitude importante sur le profil de croissance à l'horizon des prochains trimestres. Aux facteurs de rebond cyclique et à l'impulsion monétaire et budgétaire s'opposent de puissantes forces structurelles baissières.



## Mardi 7

## Allemagne - commandes à l'industrie (cvs)

	mars	avr	mai
nouvelles commandes (m/m, %)	3,7	0,0	<u>1,5</u>
(a/a, %)	-32,8	-33,2	<u>-30,8</u>

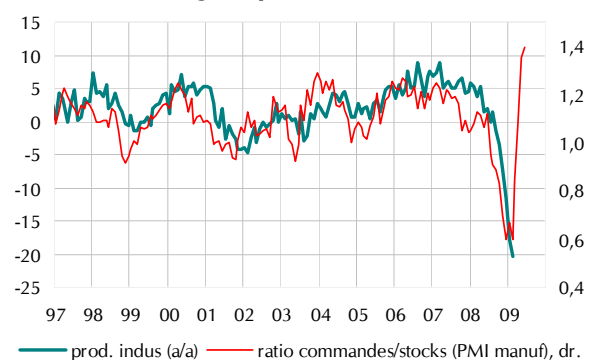
La hausse des composantes nouvelles commandes des enquêtes PMI suggère une hausse dès le mois de mai pour cette série qui a eu tendance à baisser davantage que les indicateurs avancés. Les commandes à l'industrie devraient toutefois continuer de se contracter fortement sur un an.

## Mercredi 8

## Allemagne - production industrielle (cvs)

	mars	avr	mai
prod. industrielle (m/m, %)	0,3	-1,9	<u>0,9</u>
(a/a, %)	-20,0	-21,6	<u>-19,7</u>

Un rebond de la production industrielle au mois de mai est probable dans la plupart des pays de la zone euro. C'est ce que suggère l'amélioration des indicateurs avancés comme les indices PMI depuis le mois d'avril, ainsi que les indicateurs sectoriels disponibles dans l'automobile notamment. Même si la hausse ne s'annonce pas spectaculaire à court terme, les conditions d'activité devraient se normaliser progressivement d'ici l'été. Les ajustements ne sont pas terminés dans tous les pays, mais le niveau des stocks est désormais anormalement bas par rapport à celui des nouvelles commandes à l'industrie. Les conditions du rebond sont donc réunies à court terme, que celui-ci soit soutenable ou non.

a/a % **Allemagne : production industrielle**

Source : Destatis, Reuters, CA

## UEM - comptes nationaux

	T308	T408	T109	
PIB (t/t, %)	-0,3	-1,8	<u>-2,5</u>	-2,6
(a/a, %)	0,5	-1,7	<u>-4,8</u>	-5,1

Une légère révision à la baisse du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre est envisageable compte tenu des chiffres définitifs publiés dans certains « petits » pays, ce qui aurait pour effet d'accroître l'effet d'acquis négatif sur la (dé)croissance moyenne en 2009.

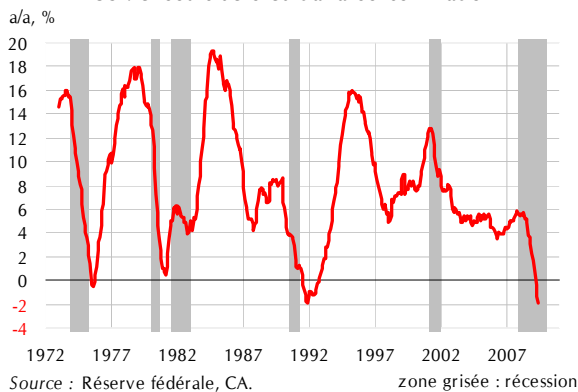
## US - Crédit à la consommation

	mars	avr	mai
total (m/m, mds \$)	-16,5	-15,7	<u>-7,8</u>
a/a, %	-0,4	-1,4	<u>-1,9</u>

Avec la crise financière et la récession, le suivi des encours de crédit a pris une importance particulière. Durant la phase montante du cycle, les risques posés par l'accumulation de dettes étaient masqués, relativisés par le gonflement des patrimoines et le dynamisme de la croissance. La chute des prix d'actifs a révélé la fragilité de cet édifice. Désormais, la contraction des encours de crédit qui s'est ensuivie fait peser un risque baissier sur la croissance autrement plus préoccupant, le crédit étant un carburant essentiel à l'économie américaine. A terme, la purge de la bulle de crédit devrait facilement coûter quelques précieux dixièmes de point de croissance. Dans l'immédiat, ce qui inquiète c'est : jusqu'où va aller la baisse des encours, qu'elle soit le résultat d'une restriction de l'offre ou d'une moindre demande. Les données de crédit à la consommation pour le mois de mai devraient de ce point de vue brosser un tableau assez négatif. En même temps, cette baisse est un mal nécessaire : la croissance

ne pourra véritablement repartir qu'une fois assainie, qu'une fois les excès du cycle précédent purgés. Et le redémarrage du crédit ne conditionne pas totalement celui de l'activité : c'est un indicateur retardé.

#### US : encours de crédit à la consommation

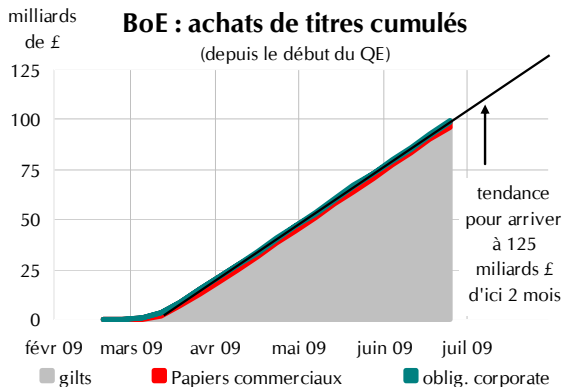


#### Jeudi 9

##### UK - Décision de politique monétaire

Taux de la BoE	mai	juin	juil
	0,50	0,50	<u>0,50</u>

Si un statu quo de la BoE sur les taux est largement anticipé, l'incertitude est plus grande quant à une éventuelle augmentation de son programme de rachats de titres. Une rallonge de 25 Mds£ lui permettrait d'utiliser l'intégralité des 150 Mds£ autorisés par le Trésor et toute autre option serait probablement une déception pour les marchés. Pourtant, il est également envisageable que la BoE attende un mois de plus, sachant que son rapport sur l'inflation, publié en août, lui permettrait d'expliquer sa décision.



##### Allemagne - commerce extérieur (cvs)

	mars	avr	mai
solde commercial (mds euros)	8,9	9,0	<u>9,5</u>
importations (m/m, %)	0,2	-5,8	<u>-1,5</u>
exportations (m/m, %)	0,3	-4,8	<u>-0,5</u>

Les importations pourraient continuer de reculer davantage que les exportations en Allemagne, ce qui aurait pour effet d'accroître le solde commercial au mois de mai. Imports et exports continuent de baisser en tendance, mais le solde net des échanges extérieurs pourrait contribuer positivement à la croissance au cours des prochains trimestres.

#### Vendredi 10

##### France - Production industrielle

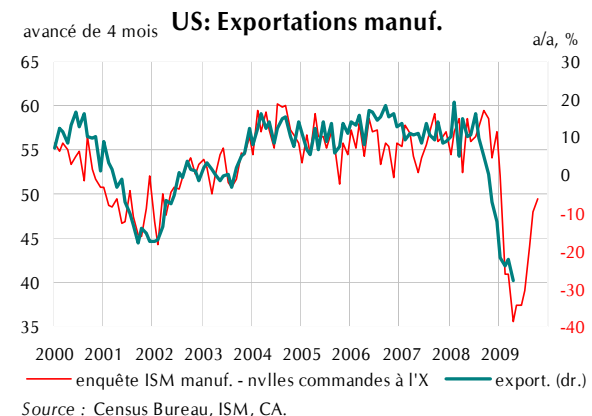
	mars	avr	mai
prod. ind. hors BTP (m/m, %)	-1,7	-1,4	<u>1,1</u>
(a/a, %)	-16,4	-18,8	<u>-14,8</u>
prod. manif. (m/m, %)	-1,6	-0,5	<u>0,7</u>
(a/a, %)	-18,1	-19,7	<u>-16,7</u>

Comme dans les autres pays de la zone, la production industrielle est amenée à augmenter en France au mois de mai. Les enquêtes de l'INSEE et de la Banque de France sont par ailleurs compatibles avec un rebond en mai.

##### US - Commerce extérieur (mds \$)

balance (base bal. des paiem.)	mars	avr	mai
	-28,5	-29,2	<u>-30,0</u>

Un creusement du déficit extérieur sur les échanges de biens et services est attendu au mois de mai, alimenté essentiellement par l'alourdissement de la facture énergétique. Hors produits pétroliers, une amélioration du déficit n'est pas garantie : les importations devraient probablement reculer mais les exportations aussi. Cependant, il n'y a peut-être plus longtemps à attendre avant que la forte remontée depuis le début de l'année de la composante « nouvelles commandes à l'export » de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier ne porte ses fruits.



##### US - Indice de confiance de l'Université du Michigan

	mai	juin	juil
préliminaire	67,9	69,0	<u>71,5</u>
final	68,7	70,8	..
situation actuelle	67,7	73,2	..
attentes du consommateur	69,4	69,2	..

Nous nous attendons à ce que l'estimation préliminaire à la mi-juillet de la confiance des ménages selon l'enquête de l'Université du Michigan ressorte en hausse. Cette dernière devrait rester modeste du fait des forces contraires qui s'exercent sur le moral des ménages : la hausse des marchés actions joue bien sûr favorablement mais celle du prix de l'essence tire dans l'autre sens. Et l'impact des dernières statistiques d'emplois est ambigu : le ralentissement du rythme mensuel des destructions nettes est positif mais les pertes d'emplois restent importantes et le chômage orienté à la hausse.

## Indicateurs à suivre – semaine du 6 au 10 juillet 2009

Lundi 6 juillet						
				<b>Etats-Unis</b>	<b>mai</b>	<b>juin</b>
				16:00 ISM non manufacturier	44,0	46,0
Mardi 7 juillet						
<b>France</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>				
08:45 balance commerciale, mns E	-3792	-				
<b>Allemagne</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>				
12:00 commandes à l'industrie, m/m	0,0	1,5				
<b>Royaume-Uni</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>				
10:30 production industrielle m/m	0,3	0,4				
10:30 production industrielle a/a	-12,3	-11,1				
<b>Royaume-Uni</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>				
10:30 production manufacturière m/m	0,2	0,3				
10:30 production manufacturière a/a	-12,7	-11,7				
Mercredi 8 juillet						
<b>Allemagne</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>		<b>Etats-Unis</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>
12:00 production industrielle, m/m	-1,9	0,9		17:00 crédit à la consommation, m/m mds\$	-15,7	-7,8
Jeudi 9 juillet						
<b>Allemagne</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>				
08:00 balance commerciale (mds d'euros)	9,0	9,5				
08:00 balance courante (mds d'euros)	5,8					
<b>Allemagne</b>	<b>mai</b>	<b>juin</b>				
08:00 prix à la conso., chiffre révisé, m/m	-0,1	-0,1				
Vendredi 10 juillet						
<b>France</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>		<b>Etats-Unis</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>
08:40 production manufacturière, m/m	-0,5	0,7		14:30 balance commerciale, mds \$	-29,2	-30,0
<b>Italie</b>	<b>avr</b>	<b>mai</b>		<b>Etats-Unis</b>	<b>mai</b>	<b>juin</b>
10:00 production industrielle, m/m	1,1	0,4		14:30 prix des importations, m/m	1,3	2,0
				<b>Etats-Unis</b>	<b>juin</b>	<b>juil</b>
				16:00 confiance des consommateurs (Univ. Michigan)	70,8	71,5

## Direction des études économiques de Crédit Agricole S.A.

75710 Paris cedex 15 - Fax : + 33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la publication et Rédacteur en chef : Jean-Paul Betbèze

Réalisation et Secrétariat de rédaction : V. Champion-Faure - Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)Internet : <http://www.credit-agricole.com> - *Etudes Economiques*

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.