

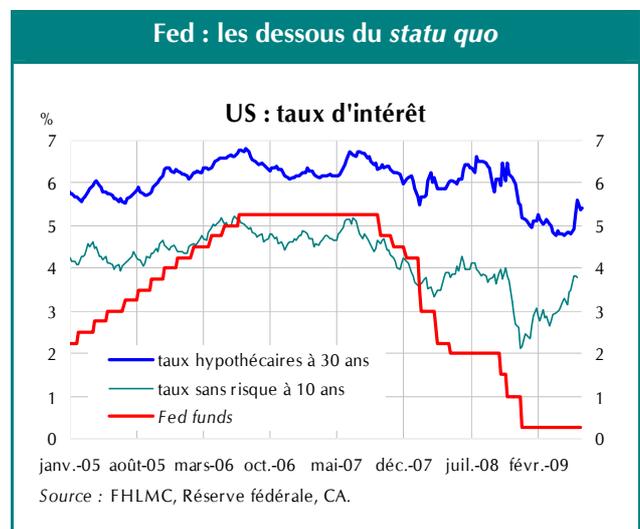
## L'actualité de la semaine

■ **Marchés :** Malgré la persistance d'indicateurs économiques globalement meilleurs qu'attendu, l'appétit pour le risque a reculé sur la période récente. La remontée du risque géopolitique, ainsi que la publication de prévisions économiques très prudentes de la part de la Banque mondiale, ont pesé sur le sentiment de marché cette semaine. Passée la normalisation des enquêtes de confiance, une réelle amélioration des données d'activité paraît nécessaire pour déclencher un nouveau rallye sur les indices actions. Par ailleurs, **la réaction du marché obligataire au communiqué de la Fed est restée limitée**, d'autant que le calendrier d'émissions souveraines était chargé aux Etats-Unis. **La première allocation de liquidité à 12 mois par la BCE a été un franc succès**, et les 270 milliards d'euros de liquidité excédentaire qui circulent à ce jour dans l'Eurosystème devraient maintenir la pression à la baisse sur les taux courts (cf. page 4). Enfin, les fluctuations des principaux taux de change restent elles aussi relativement contenues, sauf en Suisse où la banque centrale est intervenue pour freiner l'appréciation du franc suisse (cf. page 4).

■ **Etats-Unis :** Le FOMC des 23-24 juin s'est, sans surprise, soldé par un nouveau *statu quo* (cf. page 2). **La formule consacrée selon laquelle les perspectives économiques justifient probablement et pour une période prolongée des taux exceptionnellement bas est rigoureusement inchangée** par rapport au précédent FOMC de la fin avril. La Fed n'a pas non plus touché à ses objectifs d'achats de titres longs. Cependant, le lendemain du FOMC, la Fed a publié un autre communiqué, dans lequel elle a annoncé diverses retouches à sa politique d'assouplissement du crédit. On retiendra également du communiqué du FOMC les quelques changements qui suggèrent que la Fed est moins inquiète à l'égard du risque de déflation et peut-être bien aussi des risques baissiers sur la croissance. Ce n'est pas complètement surprenant compte tenu du flux régulier de moins mauvaises nouvelles, telles que celles publiées cette semaine (confirmation des signes de stabilisation des ventes de logements dans l'ancien comme dans le neuf, rebond des nouvelles commandes de biens durables, hausse de 0,3 % sur le mois de mai des dépenses nominales de consommation des ménages). C'est aussi ce message, celui de l'atténuation de la récession et d'une stabilisation de l'activité en perspective, que devraient renvoyer les données publiées la semaine prochaine : 400 000 destructions nettes d'emplois sont attendues en juin et l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier devrait s'inscrire en hausse, à 44,5.

■ **UEM :** Les enquêtes européennes (PMI) et nationales (IFO, INSEE, ISAE) renvoient un message **mitigé en juin**. Malgré une nouvelle amélioration globale du climat des affaires, la reprise s'annonce contrainte par la faiblesse de la demande interne. Notre scénario de contraction du PIB de la zone euro au 2<sup>e</sup> trimestre, suivie d'une stabilisation de l'activité au second semestre, s'en trouve conforté (cf. page 5). **La semaine prochaine, l'estimation flash de l'inflation au mois de juin pourrait être négative pour la première fois depuis la création de la série** (-0,1% a/a selon nous). On sera également attentif aux enquêtes de la Commission européenne, attendues en hausse modeste, ainsi qu'à la dynamique des agrégats monétaires, au taux de chômage et aux ventes de détail. Enfin, **la BCE devrait maintenir son principal taux de refinancement à 1% lors de sa réunion du 2 juillet, tout en répétant que ce niveau lui paraît « approprié »**. L'attention se portera davantage sur la mise en œuvre de son programme de rachats de *covered bonds* et sur les conséquences de sa politique de soutien à la liquidité.

■ **France :** Les statistiques publiées cette semaine confirment le redressement de la confiance au deuxième trimestre. L'indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie a progressé pour le troisième mois consécutif, à 75 en juin (+3 points). L'enquête suggère une moindre baisse de la production industrielle et la fin des ajustements des stocks. Le moral des ménages s'est également redressé en juin. Leurs dépenses de consommation ont baissé en mai, mais restent en hausse sur l'ensemble du trimestre (cf. page 6).



## Fed : la politique du ni-ni

- Le FOMC des 23-24 juin s'est soldé par un nouveau et complet *statu quo*.
- Le communiqué contient néanmoins quelques nouveautés qui suggèrent que la Fed est moins inquiète à l'égard du risque de déflation et peut-être bien aussi des risques baissiers sur la croissance.
- La Fed a publié un autre communiqué, le 25, dans lequel elle a annoncé diverses retouches à sa politique d'assouplissement du crédit.

### ■ Ce qui n'a pas changé

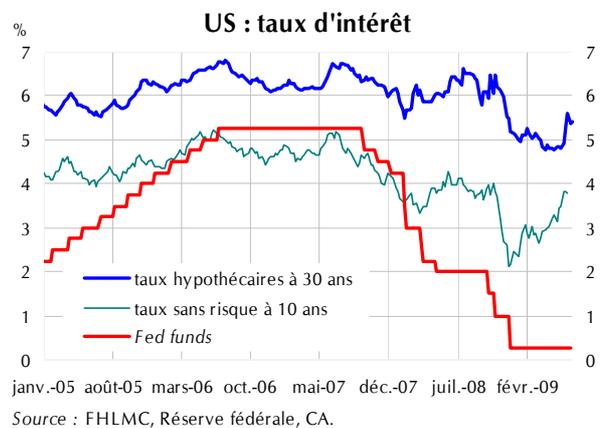
Le FOMC des 23-24 juin s'est soldé par un nouveau et complet *statu quo* : fourchette-cible du taux des *Fed funds* maintenue à 0-0,25 % ; formule selon laquelle les perspectives économiques justifient probablement et pour une période de temps prolongée des taux exceptionnellement bas inchangés ; objectifs d'achats de titres longs inchangés (1 750 milliards de dollars en tout qui se décomposent comme suit : d'ici la fin de l'année, 1 250 pour les titres garantis et 200 pour les titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac et d'ici l'automne 300 pour les titres du Trésor).

La décision de maintenir le taux des *Fed funds* dans sa fourchette cible de 0-0,25 % était attendue. Cependant, la Fed n'a pas saisi l'occasion qu'elle avait d'après nous de renforcer dans la durée son engagement à laisser les taux exceptionnellement bas pour contrer les anticipations de remontée d'ici la fin de l'année et au début de l'année prochaine, anticipations qui nous paraissent pour le moins prématurées. L'expression « exceptionnellement bas » n'empêche pas en effet de remonter un peu les taux : à 1 % par exemple, le taux des *Fed funds* resterait de fait « exceptionnellement bas ». La Fed aurait pu remplacer cette expression par quelque chose de plus précis, comme par exemple « maintenir les taux dans leur fourchette actuelle ». La Fed aurait aussi pu continuer d'insister sur les risques baissiers qui pèsent encore sur la croissance et l'inflation. N'ayant fait ni l'un ni l'autre, le communiqué ne coupe pas, à notre sens, définitivement l'herbe sous le pied aux anticipations de remontée des taux.

La Fed a peut-être préféré ne prendre aucun risque d'être mal interprétée dans un sens ou dans l'autre. Son choix peut aussi s'expliquer par les autres passages du communiqué qui suggèrent qu'elle est moins inquiète à l'égard du risque de déflation et peut-être bien aussi des risques baissiers sur la croissance (cf. *infra*). Au final, **l'absence de changement (d'une formule qui a fait ses preuves) est en soi une manière pour la Fed d'affermir sa position**. C'est ainsi en tout cas que les marchés l'ont semble-t-il perçue, les anticipations de hausse des taux courts ayant été revues légèrement à la baisse.

Du côté de la politique non conventionnelle d'assouplissement quantitatif, le *statu quo* est le signe que la Fed juge la remontée récente des taux longs comme une évolution positive et qu'il n'est pas nécessaire à ce stade de tenter d'y résister. La

réaction initiale des marchés obligataires (mouvement de ventes et hausse des taux longs), comme s'ils étaient déçus, est un peu difficile à comprendre. **Le débat sur la nécessité ou non d'une extension du QE était certes ouvert mais le *statu quo* semblait facilement l'emporter, au moins pour ce FOMC**. La donne peut encore évoluer d'ici le prochain FOMC des 11-12 août. Et la Fed n'est pas obligée d'attendre un FOMC pour faire de nouvelles annonces si nécessaire.



Est-ce parce que la question de la stratégie de sortie n'a pas été abordée ? L'explication n'est pas satisfaisante non plus. D'une part, un consensus est loin d'exister au sein de la Fed sur la nécessité de clarifier dès aujourd'hui ce sujet. Face aux membres les plus pressés, les plus *hawkishs*, l'opinion dominante est que la croissance a encore besoin d'être soutenue. D'autre part, le communiqué du FOMC, du fait de sa brièveté, n'est pas approprié. Les prochaines auditions de Bernanke devant le Congrès et les Minutes sont à cet égard un meilleur outil de communication. Et puis la Fed a apporté un tout début de réponse avec son communiqué du 25 (cf. *infra*), qui correspond plus à un *fine tuning* de sa politique d'assouplissement du crédit qu'à une véritable amorce de stratégie de sortie.

### ■ Ce qui a changé

Le communiqué du FOMC contient quelques nouveautés de langage intéressantes qui suggèrent que la Fed est moins inquiète à l'égard du risque de déflation et peut-être bien aussi des risques baissiers sur la croissance. **Le premier paragraphe du communiqué du FOMC sur l'activité est en effet un peu plus positif qu'attendu, ce qui n'est pas complètement surprenant non plus compte tenu du**

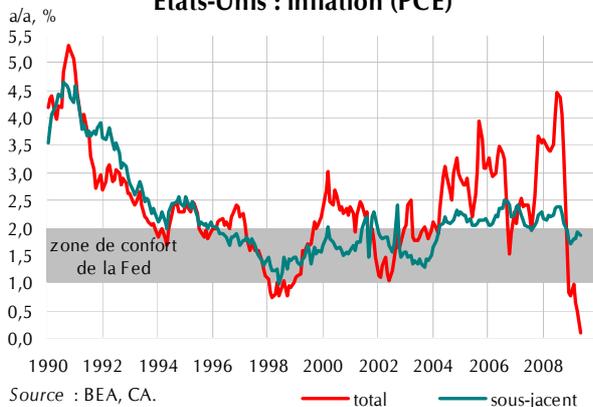
**flux régulier de moins mauvaises nouvelles.** De fait, la Fed pointe le rythme moindre de contraction de l'activité, l'amélioration générale des conditions financières et les progrès réalisés par les entreprises dans le réaligement de leur offre à la demande. C'est sur ce dernier point que nous sommes moins affirmatifs. La Fed convient cependant que l'activité va rester affaiblie un certain temps et que les dépenses des ménages restent contraintes par la montée du chômage, les effets richesse négatifs et l'accès au crédit restreint. Fondamentalement, le scénario de la Fed, que nous partageons dans ses grandes lignes, d'une stabilisation de l'activité au second semestre de cette année et d'une reprise en 2010, n'est pas remis en cause.

**Prévisions comparées de croissance et d'inflation\***

	2008	2009		2010		2011	LT
		Fed	C.A.	Fed	C.A.	Fed	Fed
<b>Croissance du PIB (a/a, %)</b>	-0.8	-2.0- -1.3	<b>-1.8</b>	2.0- 3.0	<b>2.6</b>	3.5- 4.8	2,5- 2,7
<b>Taux de chômage (en T4, %)</b>	6.9	9.2- 9.6	<b>9.9</b>	9.0- 9.5	<b>9.7</b>	7,7- 8,5	4,8- 5,0
<b>Inflation totale (a/a, %)</b>	1.7	0.6- 0.9	<b>0.8</b>	1.0- 1.6	<b>1.1</b>	1.0- 1.9	1,7- 2,0
<b>Inflation sous-jacente (a/a, %)</b>	1.8	1.0- 1.5	<b>1,0</b>	0.7- 1.3	<b>0.4</b>	0.8- 1.6	

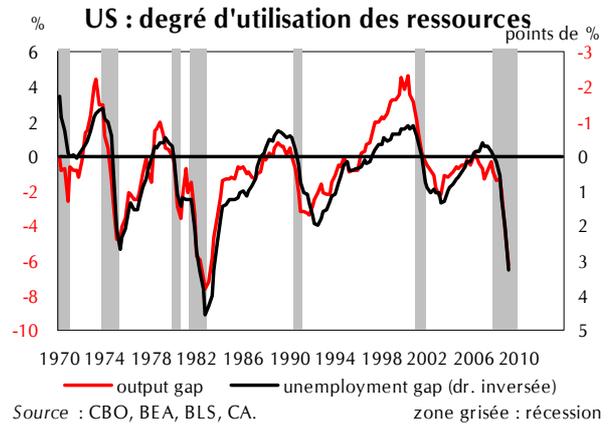
\* Prévisions d'avril pour la Fed et de juin pour Crédit Agricole S.A. (préliminaires).

**Etats-Unis : inflation (PCE)**

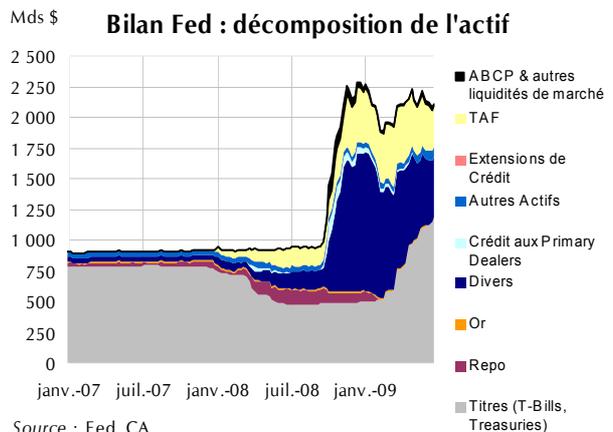


Côté inflation, il y a deux changements : la mention (logique) de la hausse récente des prix du pétrole et d'autres matières premières et la disparition (plus surprenante) de la formule consacrée sur le risque de déflation. En effet, **la Fed ne craint plus que l'inflation soit inconfortablement basse : elle s'attend seulement à ce qu'elle reste tempérée un certain temps.** On en saura plus sur le pourquoi du comment de ce changement dans les Minutes du FOMC. A ce jour, on peut quand même avancer quelques hypothèses. C'est peut-être pour partie le résultat d'une concession aux membres les plus *hawkishs* de la Fed. Le tassement de la croissance potentielle, et donc un *output gap* moins négatif,

ainsi qu'une certaine confiance dans l'efficacité de l'hyper-stimulus monétaire à faire redémarrer l'économie, peuvent aussi expliquer ce changement de langage. Il nous semble que la Fed va peut-être un peu vite en besogne : quelque soit l'erreur de mesure, l'*output gap* reste suffisamment négatif pour exercer de puissantes pressions désinflationnistes. A notre sens, le risque de déflation ne peut encore être écarté.



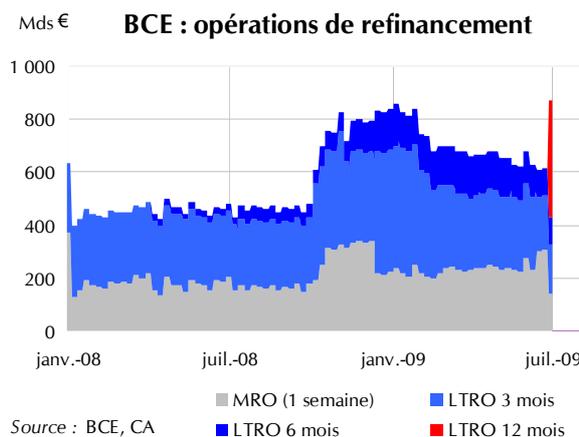
**Dans le communiqué publié le 25, la Fed a apporté un sérieux complément d'information relatif à ses multiples facilités de financement. Elle a ainsi annoncé diverses retouches, prenant acte à la fois de l'amélioration générale des conditions monétaires et financières et des dysfonctionnements et des fragilités persistants sur certains segments de marché.** La plupart des facilités de financement se sont vues prolongées jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2010, la Fed s'assurant ainsi de sa capacité à soutenir les marchés à un horizon plus éloigné si besoin. Pour les autres, celles dont l'usage s'est réduit à mesure du redressement des marchés, la Fed a réduit la voilure, diminuant leur taille et/ou leur fréquence et/ou les laissant expirer au 30 octobre.



**En résumé, la Fed nous propose sa propre version de la politique du ni-ni : il n'est ni nécessaire, à ce jour, d'assouplir plus encore sa politique monétaire ni de la durcir et ce avant un certain temps.**

## BCE : franc succès de l'allocation illimitée à 12 mois

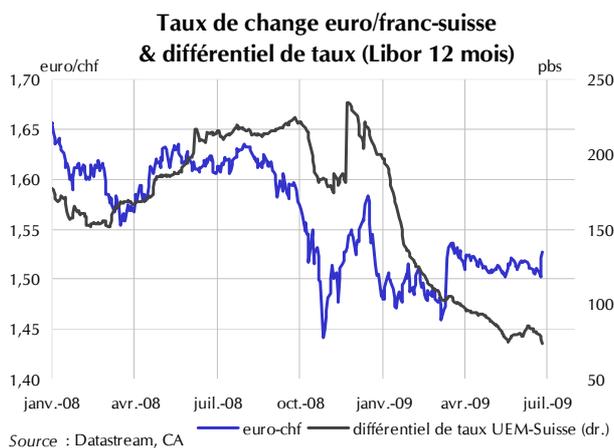
La première adjudication à 12 mois de la BCE, pour des montants illimités et au taux fixe du refi (1%), a rencontré une très forte demande cette semaine. Cette opération avait été annoncée lors de la réunion de la BCE du 7 mai et depuis, les banques avaient eu tendance à revoir à la baisse leur demande de monnaie banque centrale lors des autres opérations de refinancement à long terme (à 3 et 6 mois), par anticipation du tender à 12 mois jugé « bon marché ». Malgré ces ajustements, ce sont finalement 1 121 banques commerciales qui ont demandé 442 Mds€ au total ce 23 juin, si bien que **l'Eurosystème présente désormais un excès de liquidité de l'ordre de 270 Mds€**, soit légèrement plus que lors du passage de fin d'année. L'ampleur de cette dernière injection de liquidité devrait maintenir une forte pression à la baisse sur les taux d'intérêt à court terme (Eonia, Euribor), mais nous pensons que la BCE devrait tolérer une telle situation dans un premier temps. Des interventions ciblées de drainage de la liquidité ne peuvent être exclues par la suite, notamment si l'Eonia reste longtemps trop proche du taux plancher de 0,25%.



Frederik DUCROZET  
frederik.ducrozet@credit-agricole-sa.fr

## Suisse : nouvelle intervention de la SNB

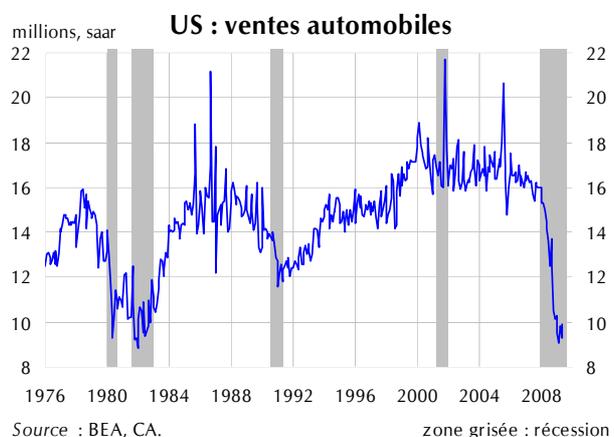
La banque nationale suisse a mis ses menaces à exécution en intervenant une nouvelle fois directement sur le marché des changes, afin d'infléchir l'appréciation de la monnaie helvétique. Dans la foulée, la parité EUR/CHF a bondi au-delà des 1,53 avant de refluer pour se stabiliser autour des 1,528, un cran au-delà de la barre psychologique des 1,50. Après le déclenchement de la crise financière, le franc suisse, qui est utilisé comme une devise de financement dans les opérations de portage (carry trade), s'est nettement renforcé en phase avec leur débouclage. Un tel mouvement a mis au défi la banque centrale. L'économie helvétique s'est enfoncée en récession, la santé des banques est fragile et surtout la menace déflationniste paraît bien réelle. Pour éviter que ne s'enclenche une spirale dépressive, la banque nationale suisse œuvre sur tous les fronts : baisses de taux, injections de liquidité, programme de rachats de titres privés et interventions de change.



Isabelle JOB  
isabelle.job@uk.calyon.com

## Etats-Unis : l'automobile joue la carte verte

Le 24 juin, le président Obama a signé une loi instaurant une prime à la casse aux Etats-Unis. Cette prime, qui peut aller jusqu'à 4 500 dollars, est soumise à deux conditions : la mise à la casse de l'ancien véhicule et l'achat d'un nouveau moins polluant. Ce programme, d'un milliard de dollars, sera effectif du 1<sup>er</sup> juillet au 1<sup>er</sup> novembre. **L'impact attendu est chiffré à plus d'un million de véhicules vendus, l'objectif étant de redonner un coup de fouet à une industrie automobile en grave crise.** En Europe, la prime a déjà fait ses preuves, ramenant en territoire positif la progression sur un an des ventes ; en France, +12 % en mai pour 1 000 euros de prime, en Allemagne +40 % pour 2 500 euros de prime. Néanmoins, cette loi est accueillie avec scepticisme aux Etats-Unis, les uns craignant une captation des dépenses de consommation par le marché automobile au détriment des autres marchés et les autres, un brutal contrecoup sur les ventes une fois les effets de la prime dissipés.



Cécile DUQUESNAY  
cecile.duquesnay@credit-agricole-sa.fr

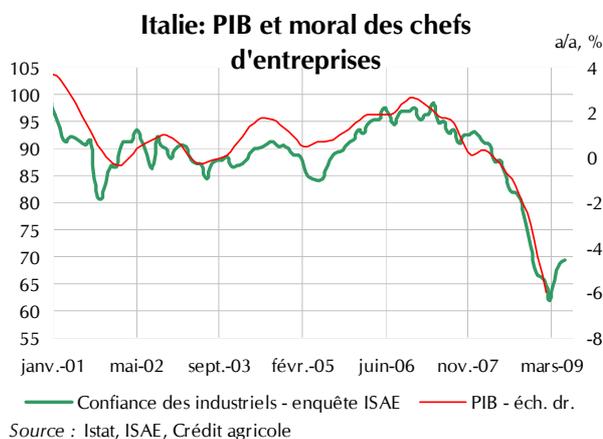
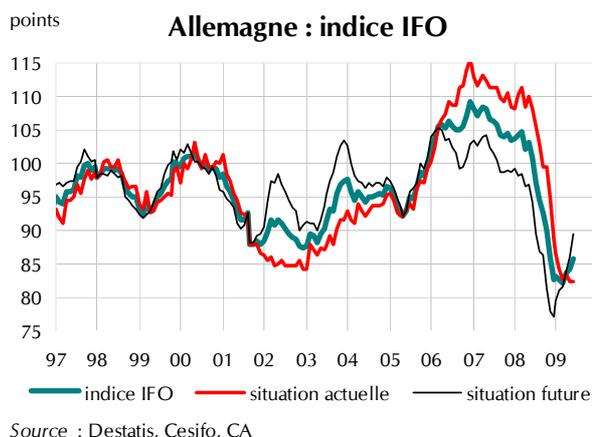
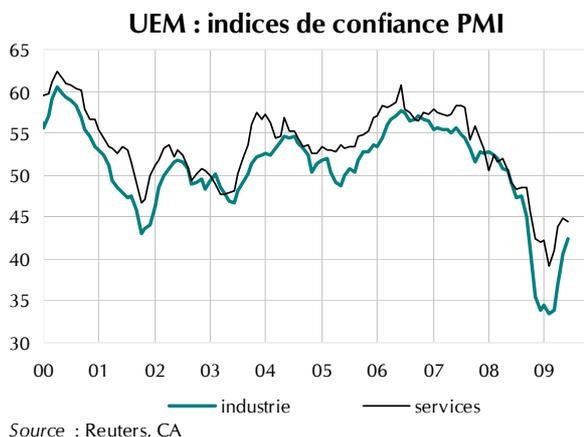
## UEM : les enquêtes de juin suggèrent une reprise sous contraintes

- Les indices PMI remontent dans l'industrie au mois de juin, mais ils reculent dans les services.
- Malgré un rebond marqué ce mois-ci, l'indice IFO renvoie également un message mitigé.
- L'amélioration graduelle du climat des affaires en Italie conforte notre scénario de recul du PIB au T2.

■ **Les enquêtes PMI de juin ont envoyé un message mitigé.** D'un côté, le moral des industriels continue de remonter (42,4 après 40,7 en mai). L'ajustement des stocks ayant déjà bien progressé, on peut s'attendre à un redémarrage de la production à brève échéance. Mais une reprise soutenable et durable de l'activité manufacturière va dépendre de l'état de la demande globale qui devrait rester anémique jusqu'en fin d'année. La mauvaise surprise vient du léger recul de l'enquête PMI dans les services (44,5 versus 44,8 le mois précédent), preuve que la situation reste dégradée sur le front domestique. Globalement, les enquêtes de confiance ont évacué les scénarios dépressifs, mais elles signalent une reprise molle. La remontée du taux de chômage va peser négativement sur la consommation des ménages, même si la désinflation en cours et les coups de pouce budgétaires vont jouer un rôle modérateur.

■ L'indice IFO de confiance des chefs d'entreprise allemands a certes rebondi plus que prévu en juin, mais sa hausse continue d'être tirée par la seule composante anticipations. **Le jugement sur les conditions courantes a stagné sur le mois** (contrairement à celle de l'indice ZEW), au plus bas niveau enregistré depuis 1983, ce qui conforte notre prévision d'une nouvelle contraction du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre (-0,8% t/t), suivie d'une stabilisation en deuxième partie d'année. Si l'IFO courant réagit habituellement avec retard à l'amélioration du climat des affaires, sa faiblesse est plus prononcée dans le cycle actuel, signalant là aussi une reprise de l'activité sous contrainte.

■ **Les enquêtes italiennes de l'ISAE font écho aux messages délivrés par les indices PMI de la zone euro.** Le climat des affaires dans l'industrie manufacturière a continué de s'améliorer en juin (à 69,3), mais à un rythme plus modéré qu'au cours des mois précédents. Du côté des services, la confiance des chefs d'entreprise s'est infléchi, l'indice passant de -6,2 à -11,7. Quant aux consommateurs, leur moral continue de se redresser en juin, à un rythme, là aussi, plus lent qu'en avril et mai derniers. **Au total, ces résultats viennent conforter notre prévision d'une nouvelle contraction du PIB au deuxième trimestre 2009, mais d'une moindre ampleur qu'au premier trimestre** (-0,8% t/t après -2,6% en début d'année). En dépit de ces résultats globalement favorables, les risques baissiers sur la croissance demeurent.



## France : le redressement de la confiance se confirme

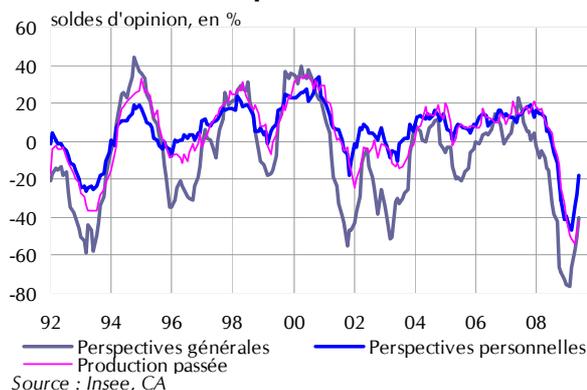
- L'amélioration de la confiance dans l'industrie se confirme.
- Rebond du moral des ménages en juin.
- La consommation des ménages en produits manufacturés se replie en mai.

■ **L'amélioration de la confiance dans l'industrie se confirme.** L'indicateur synthétique du climat des affaires a progressé pour le troisième mois consécutif, à 75 en juin (+3 points). L'indice reste néanmoins inférieur à sa moyenne de longue période (100). Le détail de l'enquête montre que la baisse de l'activité passée s'est atténuée. Les perspectives personnelles de production suggèrent une poursuite de la baisse de l'activité, mais à un rythme ralenti. Les stocks de produits sont jugés inférieurs à leur niveau moyen de long terme. En revanche, les carnets de commandes ont continué à se dégarnir. **Au final, ces résultats suggèrent que le rythme de baisse de l'activité industrielle s'est modéré au deuxième trimestre.** En outre, on peut penser que l'ajustement des stocks touche à sa fin. Ils pourraient donc moins peser sur la croissance du deuxième trimestre.

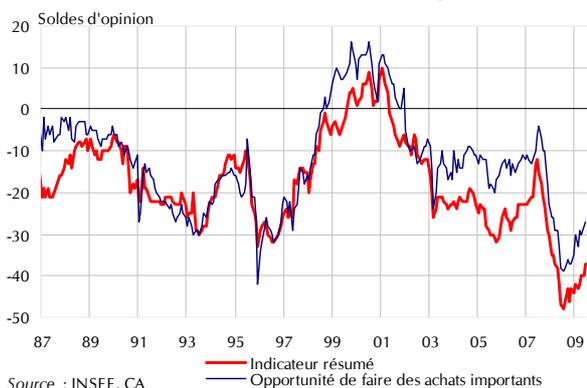
■ **Le moral des ménages s'est nettement redressé en juin.** L'indicateur résumé d'opinion des ménages a bondi de trois points, à -37 en juin. Les ménages sont en particulier plus optimistes quant à l'évolution de leur situation financière et leur niveau de vie. L'opinion des ménages sur l'opportunité de faire des achats importants a encore progressé. En revanche, le jugement des ménages sur l'évolution du chômage a continué à se dégrader. Par ailleurs, les ménages anticipent une poursuite de la désinflation. Le moral des ménages devrait continuer à se redresser à très court terme, mais il restera à un très bas niveau. Il pourrait à nouveau se détériorer vers la fin de l'année, en raison de la dégradation attendue du marché du travail.

■ **Les dépenses des ménages en produits manufacturés se sont repliées en mai (-0,2 % m/m après +0,5 % en avril).** Seuls les achats de biens durables ont progressé, mais à un rythme ralenti (+0,7 % m/m) sous l'effet de la chute des dépenses de biens d'équipement du logement (-0,8 % m/m). Les achats d'automobiles sont restés dynamiques (+1,5 % m/m). Leur estimation en mai a toutefois été fragilisée par la mise en place du nouveau système de plaques minéralogiques. L'acquis de croissance des dépenses des ménages en produits manufacturés pour le deuxième trimestre s'élève à 0,2 % en mai (après +0,2 % t/t au T1). **Ce chiffre suggère que la consommation totale des ménages devrait rester en légère hausse au deuxième trimestre.**

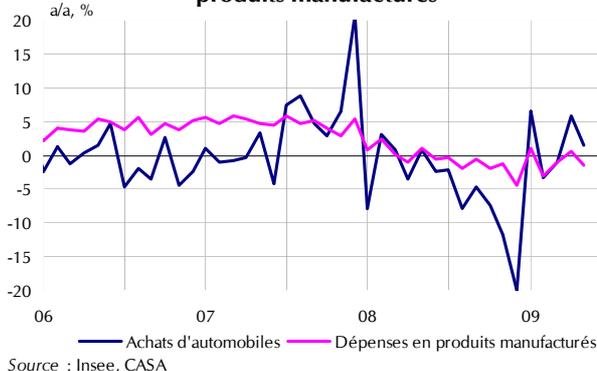
### France : enquête dans l'industrie



### France : confiance des ménages



### France : consommation des ménages en produits manufacturés



## Central Bank Watch

		Actuel 26 juin	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 7 mai 09	<p><b>Statu quo jusqu'à la fin de l'année</b></p> <p>Le 4 juin, la BCE a maintenu le taux refi à 1%, un niveau jugé "approprié". Sauf surprise, la BCE devrait donc privilégier le statu quo sur les taux jusqu'en 2010. 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). 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, certains détails opérationnels font encore défaut et 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 29 juin au 3 juillet 2009

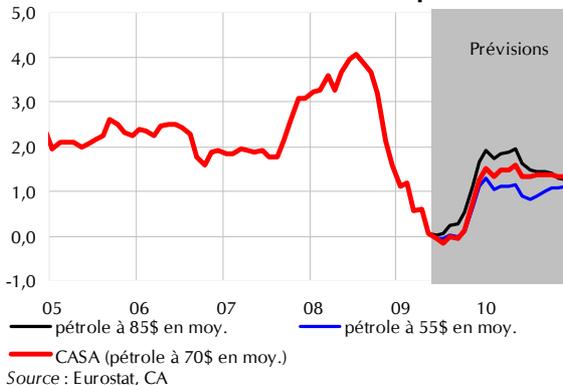
## Mardi 30

## UEM - flash IPCH (ncvs)

	avr	mai	juin
CPI (a/a, %)	0,6	0,0	-0,1

La semaine prochaine, l'estimation *flash* de l'inflation au mois de juin pourrait être négative pour la première fois depuis la création de la série, à -0,1% a/a selon nous. Les estimations préliminaires de l'inflation en Allemagne (stable à 0% sur l'indice harmonisé) et en Belgique (-1,1% a/a) sont par ailleurs compatibles avec ce résultat. La hausse récente des prix de l'énergie vient notamment compenser pour partie les effets de base qui restent favorables cet été.

## UEM : inflation et scénarios pétrole



## UEM - agrégats monétaires

	mars	avr	mai
M3 (a/a, %)	5,8	4,9	4,6
prêts au privé (a/a, %)	3,2	2,4	1,8

La décélération de l'agrégat monétaire M3 devrait se poursuivre, tout comme celle de l'encours des prêts au secteur privé.

## Allemagne - marché du travail (cvs)

	avr	mai	juin
nbre chômeurs (m/m, '000)	57	1	45
taux de chômage (%)	8,3	8,2	8,3

Une hausse du nombre de chômeurs plus importante est attendue en juin après le bon résultat du mois de mai (en ligne avec la moyenne des destructions d'emploi de 45 000 depuis le début de l'année).

Mercredi 1<sup>er</sup>

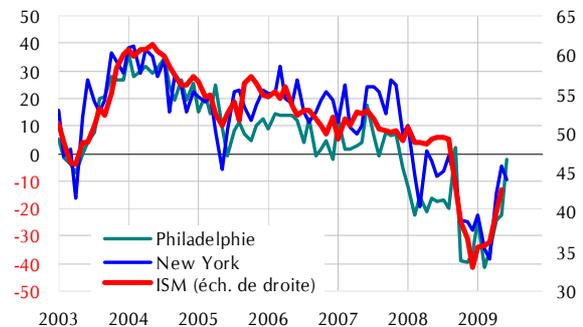
## US - ISM secteur manufacturier

	avr	mai	juin
indice résumé	40,1	42,8	44,5

L'indice ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier devrait poursuivre sur sa lancée et inscrire sa 6<sup>e</sup> hausse consécutive, porté par le redressement de sa composante « nouvelles commandes ». Les enquêtes régionales déjà disponibles envoient néanmoins un message contradictoire : nous faisons l'hypothèse que l'enquête nationale suivra à la hausse celle de la Fed de Philadelphie et non à la baisse celle de New York.

L'enquête ISM, si elle se redresse, reste encore loin du seuil critique des 50 au-delà duquel l'activité dans le secteur est en expansion.

## US : Trois enquêtes dans l'industrie



## Jeudi 2

## UEM - taux de refinancement BCE

	mai	juin	juil
refi (%)	1,00	1,00	1,00

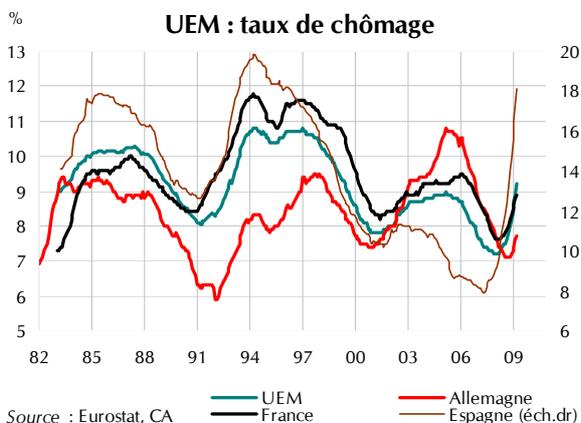
La BCE devrait maintenir son principal taux de refinancement à 1% lors de sa réunion du 2 juillet, en ligne avec les commentaires récents des membres du Conseil des gouverneurs. Si l'option d'une nouvelle baisse de taux paraissait encore envisagée par certains d'entre eux il y a un mois, la probabilité d'un tel geste semble avoir nettement diminué. Les signes d'une stabilisation de l'activité se font plus nombreux et dans le même temps, la hausse récente des prix des matières premières est de nature à relever légèrement le profil d'inflation anticipé par la BCE à court terme. Une confirmation d'un *statu quo* privilégié par la BCE pourrait se traduire par le maintien du terme « approprié » dans son communiqué au sujet du niveau des taux d'intérêt. L'attention se portera davantage sur la mise en œuvre de son programme de rachats de *covered bonds* et sur les conséquences de sa politique de soutien à la liquidité. La première allocation illimitée de liquidité à 12 mois a rencontré une forte demande (442 Mds€). L'excès de liquidité global circulant dans l'Eurosystème, estimé à 270 Mds€ environ, devrait contribuer à maintenir une pression baissière sur les taux courts (Eonia, Euribor). La BCE devrait selon nous tolérer une telle situation dans l'immédiat, mais si l'encours de la facilité de dépôt venait à augmenter fortement et que l'Eonia était « collé » à son plancher de 0,25% pendant une période de temps jugée trop longue, des interventions ciblées de la BCE pourraient être envisagées pour drainer la liquidité excédentaire. Enfin, le programme de rachats de *covered bonds* par la BCE sera mis en œuvre dès le mois de juillet 2009 (jusqu'en juin 2010), pour un montant total de 60 Mds d'euros. Si des conditions assez restrictives sur les actifs éligibles ont déjà été communiquées, certains détails opérationnels font

encore défaut et l'impact global du programme sur le marché du crédit reste incertain. Le président Trichet devra donc répondre aux nouvelles questions sur ces points, y compris sur une éventuelle stratégie de sortie qui reste particulièrement floue à ce stade.

### UEM - marché du travail (cvs)

	mars	avr	mai
taux de chômage (%)	8,9	9,2	<u>9,3</u>

Le taux de chômage est attendu en nouvelle hausse au mois de mai. La détérioration du marché du travail pourrait être moins brutale qu'en avril, mais l'ajustement en cours est loin d'être terminé dans la plupart des pays de la zone et nous prévoyons un taux de chômage proche de 10% en fin d'année.

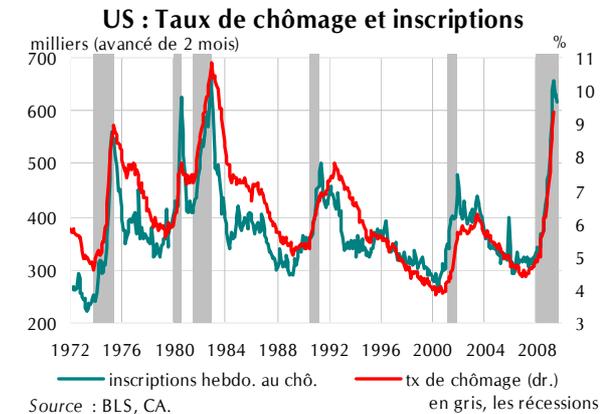


### US - Marché du travail

	avr	mai	juin
taux de chômage	8,9	9,4	<u>9,7</u>
nbre d'employés (m/m, '000)	-504	-345	<u>-400</u>
durée hebdo. de travail	33,2	33,1	<u>33,1</u>
salairé horaire (m/m, %)	0,1	0,1	<u>0,2</u>
a/a, %	3,2	3,1	<u>3,0</u>

Nous prévoyons 400 000 destructions nettes d'emplois salariés non agricoles au moins de juin. C'est une estimation préliminaire susceptible d'être révisée en fonction du jugement des ménages sur le marché du travail (publié mardi lors de l'enquête du *Conference Board* sur la confiance), de la prévision ADP et de la composante « emplois » de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier (publiées mercredi). C'est un rythme de destruction qui reste très élevé mais qui s'inscrit néanmoins en net ralentissement par rapport à la moyenne mensuelle d'environ 600 000 emplois en moins par mois entre novembre 2008 et avril 2009. Si des risques haussiers existent sur le PIB au 2<sup>e</sup> trimestre, la réduction de la quantité de travail (emploi fois durée) tire clairement dans l'autre sens, celui d'une contraction encore sensible de l'activité (prévision actuelle: -1,5 % en rythme annualisé). Pendant ce temps, le taux de chômage continue de grimper: nous l'attendons à 9,7 %, un chiffre compatible avec l'évolution récente des inscriptions hebdomadaires au chômage. Que ces dernières aient semble-t-il atteint leur point haut est une bonne nouvelle. Leur reflux reste néanmoins très progressif

à ce jour. *A contrario*, s'il y a une évolution dont il faut s'inquiéter, c'est le ralentissement des hausses de salaires, qui n'est pas prêt d'être arrivé à son terme. Compte tenu de l'ampleur de la hausse du taux de chômage, une stagnation des salaires nominaux est même un risque non négligeable. Autant dire que le risque de déflation n'est pas prêt de se dissiper.

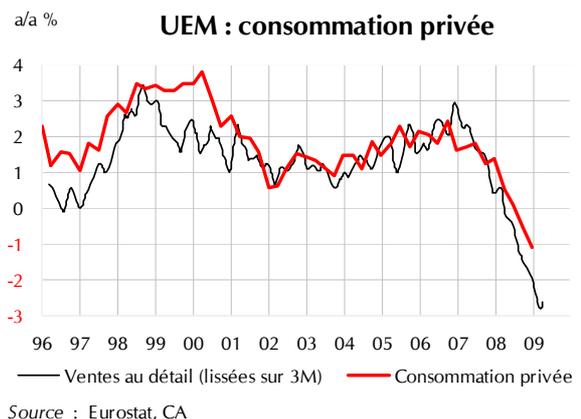


### Vendredi 3

#### UEM - ventes de détail (cvs)

	mars	avr	mai
ventes de détail (m/m, %)	0,0	0,2	<u>-0,3</u>
(a/a, %)	-2,5	-2,3	<u>-3,8</u>

Si les mesures spécifiques de soutien au secteur automobile dans plusieurs pays de la zone euro ont eu un impact positif sur les ventes de véhicules de mars à juin, les ventes de détail hors autos devraient reculer au mois de mai après un rebond plus fort qu'attendu en avril, notamment en Allemagne.



Indicateurs à suivre – semaine du 29 juin au 3 juillet 2009

Lundi 29 juin						
<b>Royaume-Uni</b>	mai	juin				
10:30 confiance des ménages (GfK)	-27,0	<b>-25,0</b>				
<b>Royaume-Uni</b>	avril	mai				
10:30 nbre de prêts hypothécaires accordés	43k	<b>47k</b>				
<b>UEM</b>	mai	juin				
11:00 sentiment économique	69,3	<b>70,8</b>				
Mardi 30 juin						
<b>France</b>	avr	mai	<b>Etats-Unis</b>	mai	juin	
08:45 prix de vente industriels, m/m	-0,9	<b>0,2</b>	16:00 confiance des consommateurs	54,9	<b>55,0</b>	
<b>Allemagne</b>	mai	juin	16:00 PMI Chicago	34,9	<b>37,0</b>	
09:55 taux de chômage, %	8,2	<b>8,3</b>				
<b>Royaume-Uni</b>	<b>08T4</b>	<b>09T1</b>				
10:30 PIB (3e estimation), t/t	-1,6	<b>-1,9</b>				
10:30 PIB (3e estimation) a/a	-2,0	<b>-4,1</b>				
<b>Italie</b>	janv	févr				
11:00 prix à la conso., chiffre prélim., m/m	-0,1	<b>0,2</b>				
<b>UEM</b>	mai	juin				
11:00 flash IPCH, a/a	0,0	<b>-0,1</b>				
<b>UEM</b>	avr	mai				
11:00 M3, a/a	5,7	<b>4,6</b>				
Mercredi 1er juillet						
<b>Royaume-Uni</b>	mai	juin	<b>Etats-Unis</b>	mai	juin	
10:30 PMI manufacturier	45,4	<b>46,2</b>	14:30 ventes totales de véhicules, mln t.a.	9,9	<b>9,7</b>	
10:30 PMI services	51,7	<b>52,1</b>	<b>Etats-Unis</b>	mai	juin	
			16:00 ISM manufacturier	42,8	<b>44,5</b>	
			<b>Etats-Unis</b>	avr	mai	
			16:00 dépenses de construction, m/m	0,8	<b>-0,5</b>	
Jeudi 2 juillet						
<b>Royaume-Uni</b>	mai	juin	<b>UEM</b>	juin	juil	
10:30 prix des maisons (Halifax) m/m	2,6	<b>0,2</b>	13:45 CPM - refi	1,0	<b>1,0</b>	
10:30 prix des maisons (Halifax) a/a	-13,7	<b>-11,9</b>	<b>Etats-Unis</b>	mai	juin	
<b>UEM</b>	avr	mai	14:30 taux de chômage	9,4	<b>9,7</b>	
11:00 prix à la production, m/m	-1,0	<b>0,2</b>	14:30 emploi, m/m '000	-345	<b>-400</b>	
11:00 taux de chômage, %	9,2	<b>9,3</b>	<b>Etats-Unis</b>	mai	juin	
			14:30 taux de salaire horaire, m/m	0,1	<b>0,2</b>	
			<b>Etats-Unis</b>	avr	mai	
			16:00 commandes à l'industrie, m/m	0,7	<b>0,6</b>	
Vendredi 3 juillet						
<b>Allemagne</b>	avr	mai	<b>Etats-Unis</b>			
08:00 ventes de détail, m/m	0,5	<b>-0,4</b>	Férié pour cause d'Independance Day			
<b>UEM</b>	avr	mai				
11:00 ventes de détail, m/m	0,2	<b>-0,3</b>				

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.