
ANALYSE MENSUELLE DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE



JUIN 2009

- La récession mondiale est entrée dans une phase moins violente au 2^e trimestre ; l'activité pourrait même se stabiliser au cours du 2nd semestre. Le déstockage massif qui a tiré à la baisse la production industrielle début 2009 commence en effet à s'essouffler alors que les *policy-mix* très expansionnistes partout mis en œuvre commencent à porter leurs fruits
- Alors que le marché immobilier américain semble se stabiliser et que l'activité en Chine repart, deux postes majeurs de la demande vont freiner l'activité, dans la zone euro en particulier : la consommation, à la suite de la montée du chômage et du ralentissement des salaires ; l'investissement productif du fait de la sous-utilisation extraordinairement marquée des capacités de production et de la dégradation des résultats d'exploitation
- Dans cette situation ambivalente, où des résultats d'enquête favorisent une baisse de l'aversion au risque et un rebond des marchés actions alors même que la situation présente continue de se dégrader, les perspectives pour 2010 demeurent très incertaines, d'autant que les marges de manœuvre budgétaires sont quasi-nulles tant les déficits budgétaires sont déjà abyssaux
- Aussi les banques centrales vont-elles poursuivre leurs politiques formidablement accommodantes, mais sans les accentuer significativement afin de prévenir l'émergence d'anticipations d'inflation à long terme susceptibles de pénaliser l'investissement *via* une remontée des taux d'intérêt à long terme

DIRECTION DES RISQUES

Service des Études Économiques
Société Générale - RISQ/STR/ÉCO
75886 PARIS CEDEX 18
Tél : 01 42 14 50 46 - Fax : 01 42 14 83 29

Ont participé à la rédaction de ce document :

Hervé MONET
Loïc BRIENT
Audrey GASTEUIL
Davide GIARDINO
François LETONDU
Daphné MAUREL

Analyse quantitative, bases de données :

Sabrina DAVOINE
Tiphaine de LAIGUE

Secrétariat de rédaction et abonnements :

Christiane MOULINIER

Directeur de la publication :

Hervé MONET
E-mail : herve.monet@socgen.com

Ce document est disponible en format PDF à l'adresse Internet :

<http://groupe.socgen.com/ecofr>

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale 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. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible 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. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent 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).

À l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

Synthèse et prévisions : Au bout du tunnel : la dette publique	p. 2
États-Unis : Ne pas vendre la peau de l'ours...	p. 6
Japon : Une lueur d'espoir Encadré : La question de l'efficacité des mesures de la BoJ	p. 8
Royaume-Uni : Espoirs et tourments	p. 14
Zone euro : Reprise : trop d'optimisme peut nuire	p. 16
France : Stabilisation attendue à l'été	p. 18
Allemagne : L'emploi au bord du gouffre	p. 21
Italie : Un pays bien mal en point	p. 22
Espagne : Une récession interminable	p. 23
Annexes	p. 24

Achévé de rédiger le 26 juin 2009

AGRÉGATS MACROÉCONOMIQUES

	PIB * (variation en %)			Inflation (en %)			Solde courant (en % du PIB)		
	2007	2008	2009 (p)	2007	2008	2009 (p)	2007	2008	2009 (p)
États-Unis	2,0	1,1	-2,7	2,9	3,8	-0,8	-5,3	-4,9	-2,7
Japon	2,3	-0,7	-7,0	0,1	1,4	-1,0	4,9	3,2	1,7
Royaume-Uni	3,0	0,7	-4,0	2,3	3,6	2,0	-2,9	-1,7	-2,0
Zone euro	2,7	0,6	-4,6	2,1	3,3	0,4	0,1	-0,8	-0,4
France	2,3	0,3	-2,9	1,5	2,8	0,3	-1,0	-2,3	-2,1
Allemagne	2,6	1,0	-6,3	2,4	2,6	0,6	7,9	6,9	3,3
Italie	1,5	-1,0	-5,3	2,0	3,5	0,7	-2,4	-3,4	-3,5
Espagne	3,7	1,2	-4,0	2,8	4,1	-0,1	-10,0	-9,5	-8,7

* Les données annuelles sont corrigées des jours ouvrés et peuvent donc différer des statistiques annuelles officielles.

TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS

	2008	24/06/2009	septembre 2009	décembre 2009
États-Unis - Taux objectif Fed funds	2,08	0,25	0,25	0,25
Japon - Uncollateralized O/N Call Rate	0,46	0,11	0,10	0,10
Royaume-Uni - Bank rate	4,67	0,50	0,50	0,50
Zone euro - Taux de refinancement	3,90	1,00	1,00	1,00

TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET À LONG TERME

	2008		24/06/2009		septembre 2009		décembre 2009	
	3 mois	10 ans	3 mois	10 ans	3 mois	10 ans	3 mois	10 ans
États-Unis	2,99	3,65	0,89	3,68	0,75	4,00	0,75	4,00
Japon	0,85	1,49	0,56	1,36	0,50	1,55	0,40	1,60
Royaume-Uni	5,49	4,48	0,89	3,71	1,00	4,00	1,00	4,20
Zone euro	4,62		1,23		1,10		1,10	
France		4,19		3,81		4,00		4,05
Allemagne		3,99		3,45		3,65		3,75
Italie		4,61		4,45		4,65		4,75
Espagne		4,35		4,12		4,40		4,50

COURS DE CHANGE

	2008	24/06/2009	septembre 2009	décembre 2009
EUR/USD	1,47	1,40	1,45	1,45
EUR/GBP	0,80	0,85	0,86	0,85
EUR/JPY	152	134	145	149
USD/JPY	103	96	100	103
GBP/USD	1,84	1,65	1,69	1,71

AU BOUT DU TUNNEL : LA DETTE PUBLIQUE

- Les derniers indicateurs confirment, dans l'ensemble, le scénario d'une stabilisation de l'activité au cours du 2nd semestre 2009. L'arrivée à son terme du mouvement généralisé de déstockage conjuguée à l'impact des plans de relance budgétaire et à la baisse de l'aversion au risque compensera la poursuite de la chute de l'investissement productif ainsi que l'impact négatif sur l'activité des pertes d'emplois et des crises immobilières.

- Cette amélioration ne sera pas simultanée dans les différents pays, avec, en tête, la Chine, suivie des États-Unis ; le Japon et l'Allemagne fermeront sans doute la marche. Cependant, au-delà, un tassement de l'activité, voire une rechute, ne sont pas exclus. Comme le montrent, par exemple, les incertitudes affectant le déroulement de la crise en Lettonie ou la dégradation de la note souveraine de l'Irlande, de nombreux déséquilibres financiers majeurs sont loin d'être résorbés. Plus généralement, la correction des excès d'endettement des ménages et des entreprises et l'assainissement des secteurs bancaires ne sont pas arrivés à leur terme alors même que l'investissement des entreprises restera durablement mal orienté. Dans ces conditions, il reste très difficile d'apprécier l'intensité avec laquelle jouera le cercle vicieux liant crise économique et crise de la sphère financière, ces deux crises se nourrissant l'une l'autre.

- En tout état de cause, la crise débouchera sur une longue période de convalescence caractérisée par une croissance d'autant plus satisfaisante que les politiques économiques des principaux pays – États-Unis, Chine, Japon, zone euro – se révéleront, ou non, coopératives. Les pays industrialisés vont, en effet, être confrontés à une situation inédite : la nécessité de consolider simultanément leurs finances publiques à partir de 2011 afin de maîtriser la montée vertigineuse de l'endettement public. Cette consolidation se révélera d'autant plus pénible que le vieillissement de la population se traduira par une montée spontanée des dépenses de retraite, de maladie et de dépendance. C'est dire également que les politiques monétaires sont appelées à demeurer accommodantes, au risque d'alimenter, à nouveau, des bulles de prix d'actifs, et qu'une politique de « dollar bas » est vraisemblable, la zone euro étant susceptible de supporter, une nouvelle fois, une part disproportionnée de son coût en termes d'activité.

Une amélioration toute relative, et fragile, de la conjoncture

L'amélioration relative des perspectives conjoncturelles – du noir profond au gris foncé – s'est, dans l'ensemble confirmée, le jeu des stocks faisant notamment sentir ses effets. Ainsi, la remontée des indices des directeurs d'achat s'est poursuivie même si, hormis en Chine, la barre des 50 points est encore loin d'être touchée. En revanche, les *hard data* sont encore, pour la plupart, défavorables (en avril, la production industrielle a encore fléchi, à un rythme ralenti, aux États-Unis, en Allemagne et en France ; en revanche, elle a nettement progressé en mai en Chine).

Parallèlement, les points de fragilité se sont accentués, comme attendu : la montée préoccupante du chômage pèse sur la confiance et freine la consommation ; l'investissement des entreprises demeure très mal orienté alors que leurs profits chutent et que le taux d'utilisation des capacités de production est au plus bas. Enfin, le commerce international ne montre aucun signe de revitalisation même si sa chute semble stoppée¹.

Les évolutions observées aux États-Unis illustrent ces points. Au plus haut depuis la récession du début des années 1980, à 9,5 % de la population active en mai, le taux de chômage s'est accru de 0,5 point en un mois et de 3,9 points en un an. Conjointement, les revenus salariaux décélèrent fortement, et les ventes au détail (hors achats d'essence) ont stagné en valeur entre mars et mai. Parallèlement, le rebond en mai (+4,8 %) des commandes de biens d'équipement civils (hors avions), indicateur en tout état de cause très volatil, doit être interprété avec prudence : il succède à deux mois de forte contraction (-2,9 % en avril et -1,4 % en mars) ; les commandes s'inscrivent encore en retrait de 24 % sur un an ; enfin, les livraisons restent sensiblement supérieures aux

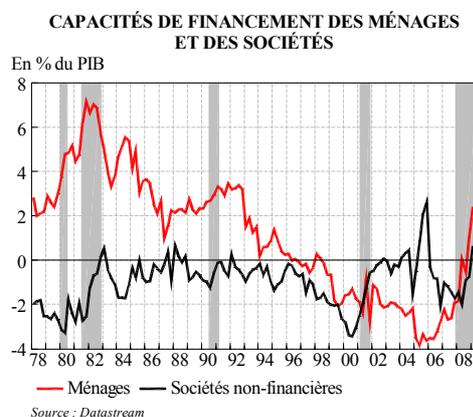
¹ La remontée du Baltic Dry index reflète pour l'essentiel la reprise des importations de minerai par la Chine liée au jeu des stocks et au soutien de l'activité résultant d'un policy mix extraordinairement expansionniste. Toutefois, le poids de la Chine est insuffisant pour tirer l'économie mondiale hors de la récession. Parallèlement, la baisse du fret aérien semble enrayée (-21,7 % sur un an en avril ; -22,2 % sur les 4 premiers mois de l'année).

commandes, de telle sorte que les carnets de commandes continuent de se dégarnir.

Par ailleurs, les conditions de financement demeurent difficiles même si l'aversion au risque s'est nettement atténuée. Ainsi, les *spreads corporate*, bien qu'en diminution sensible, sont toujours à des niveaux caractéristiques d'une récession sévère. La titrisation demeure quasi-gelée, fermant dans une large mesure un important canal de financement aux États-Unis et dans certains pays européens. D'où la mise en œuvre par la Fed de la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* aux États-Unis, celle-ci ne portant toutefois encore que sur 25,2 Mds \$ au 24 juin, et l'acquisition prévue de 60 Mds € d'obligations sécurisées par la BCE.

Aux États-Unis, la correction des excès d'endettement des ménages est engagée mais du chemin reste à faire

En 2005, les ménages américains connaissaient un besoin de financement record, une situation atypique reflétant la montée de leur endettement et de leur richesse liée à la bulle immobilière. Au 1^{er} trimestre 2009, leur situation s'est pour partie normalisée, leur capacité de financement retrouvant le niveau de 1993.



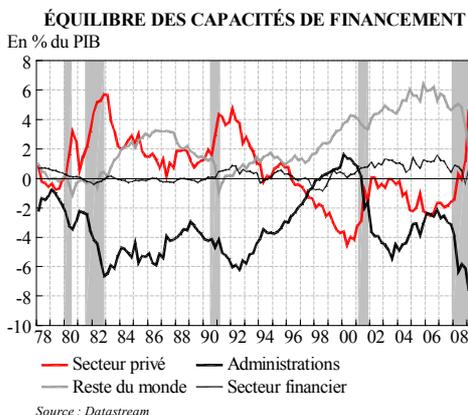
Deux éléments se sont conjugués :

- la chute vertigineuse des achats de logements neufs tombés à un niveau absurde bas (532 000 mises en chantier en rythme

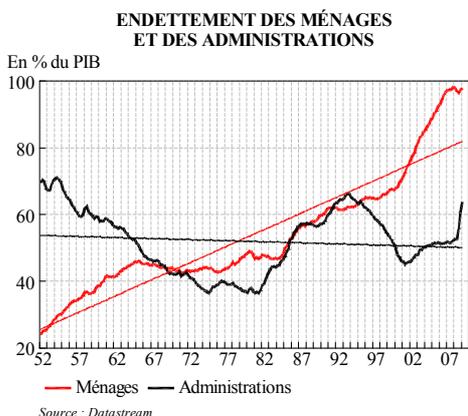
annuel en mai pour un pays de 300 millions d'habitants) ;
 - et la remontée brutale du taux d'épargne fin 2008-début 2009, passé de 1,4 % en septembre à 6,9 % en mai 2009. Deux facteurs favorables ont joué : la forte baisse du prix du pétrole à la fin de l'année dernière qui a dégagé une bouffée de pouvoir d'achat ; en fin de période, l'impact du plan de relance de l'Administration Obama (crédit d'impôt de 400 \$ par mois pour une personne seule et 800 \$ pour un couple, pour un coût budgétaire de 116 Mds \$ en 2009-2010 ; en mai, versement exceptionnel de 250 \$ à plus de 50 millions d'Américains en retraite ou handicapés).

Parallèlement, les entreprises sont passées d'un besoin à une capacité de financement entre la mi-2008 et le 1^{er} trimestre 2009, une évolution cyclique usuelle reflétant la chute de l'investissement, le déstockage et la baisse de l'emploi.

Au total, la capacité de financement du secteur privé non-financier atteint un niveau proche des points hauts observés lors des récessions du début des années 1980 et du début des années 1990. En contrepartie, on observe, dès le 1^{er} trimestre 2009, un niveau de besoin de financement des administrations record. Il est vrai que la capacité de financement du reste du monde – soit le déficit courant des États-Unis –, s'il s'est significativement résorbé, demeure exceptionnellement élevé pour un point bas de cycle économique caractérisé par une contraction des importations.



La substitution de la dette privée, de la dette des ménages américains en particulier, par de la dette publique s'est amorcée : fin 2008 et début 2009, l'encours de la dette des ménages a diminué, ce qui est tout à fait exceptionnel, la légère hausse du ratio « dette des ménages/PIB » au 1^{er} trimestre étant imputable à la contraction du PIB en valeur.

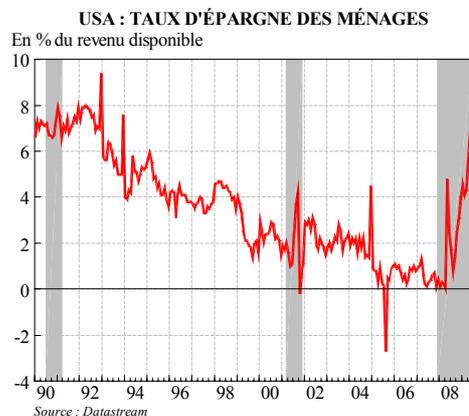


D'une manière générale, la correction des excès d'endettement des ménages et, dans une moindre mesure, des entreprises reste à faire ; il en est de même du *deleveraging* du secteur financier.

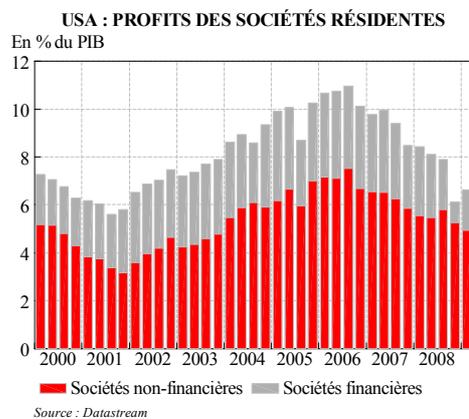
Les mouvements à l'œuvre ces tout derniers mois sont donc appelés à s'amplifier d'ici la fin 2010.

Alors que fin 2008, la richesse nette des ménages rapportée à leur

revenu disponible est passée sous son niveau du début des années 1990, il semble que le mouvement de correction du taux d'épargne ne sera achevé que lorsque celui-ci avoisinera 8 à 9 % du revenu disponible, hors impact temporaire des allègements fiscaux. Aussi la consommation privée restera-t-elle sans nul doute très faible d'ici la fin 2010, d'autant que les évolutions salariales vont continuer de se modérer et que la bouffée de pouvoir d'achat dégagée par la chute du prix du pétrole fin 2008 est dorénavant épuisée (le prix du gallon d'essence, tombé sous les 1,7 \$ en décembre 2008, est remonté à 2,69 \$ le 22 juin).



Parallèlement, les sociétés non-financières ont vu leurs profits chuter, les taux d'utilisation des équipements tomber au plus bas et les conditions de financement demeurer difficiles, voire très difficiles pour les entreprises ne bénéficiant pas d'un bon rating. Dans ces conditions, l'investissement productif va, à l'évidence, continuer d'être ajusté à la baisse ainsi que les effectifs, à des rythmes cependant probablement sensiblement moins rapides que ceux connus fin 2008-début 2009.



Les politiques budgétaires ont touché leurs limites

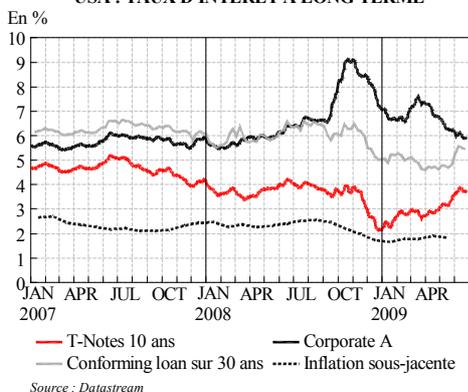
La dégradation de la situation des finances publiques a, partout, été extraordinairement rapide et prononcée. Plusieurs éléments ont joué avec des pondérations différentes suivant les pays : les stabilisateurs automatiques, particulièrement puissants dans la zone euro, en France en particulier ; les pertes exceptionnelles de recettes liées au fait que la crise affecte très profondément les marchés immobiliers et les secteurs financiers ; les plans de relance, puissants aux États-Unis, en Allemagne et au Japon ; enfin, le coût budgétaire des plans de soutien aux secteurs bancaires, encore très difficiles à apprécier à ce stade.

Avec des déficits publics avoisinant, en 2010, 6 à 7 % du PIB en zone euro et 10 % du PIB pour l'État fédéral aux États-Unis, il semble bien que les marges de manœuvre budgétaires soient épuisées. Aller au-delà se révélerait vraisemblablement contre-productif. D'une part, l'équivalence ricardienne pourrait, à ces niveaux gigantesques de déficit, largement médiatisés,

commencer à jouer, poussant les ménages à accroître leur épargne en l'attente d'une rigueur budgétaire future, ce qui annulerait l'impact expansionniste de la relance budgétaire.

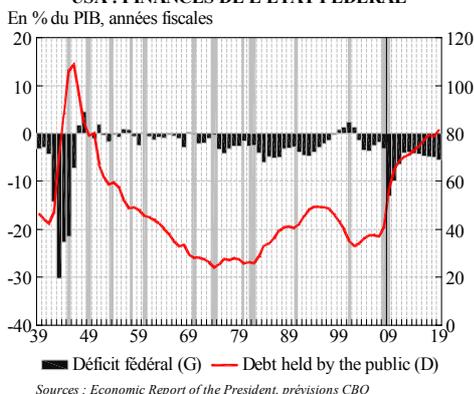
D'autre part, en l'absence de plans crédibles de résorption des déficits permettant de maîtriser la dette, les marchés intégreront de plus en plus un risque souverain se traduisant, au mieux, par le renchérissement des émissions publiques à long terme, qui tendent déjà à se multiplier malgré le recours massif des autorités à des financements de court terme, au pire, par l'impossibilité d'émettre dans des conditions acceptables. Ainsi, l'Irlande se trouve d'ores et déjà contrainte d'adopter des mesures budgétaires rigoureuses, aggravant une récession extraordinairement profonde. Aux États-Unis, la remontée récente des taux d'intérêt des titres d'État à long terme, qui reflète pour partie des interrogations portant sur la soutenabilité à moyen-long terme de la dette publique, s'est traduite par une augmentation sensible du taux des crédits hypothécaires à 30 ans à taux fixe garantis par les GSEs. Celui-ci est passé de 4,78 % le 2 avril à 5,59 % le 11 juin pour revenir à 5,38 % le 18 juin, de bons résultats en termes d'inflation ayant permis une détente des rendements des T-Notes.

USA : TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME



De plus, la situation des finances publiques se trouve doublement handicapée. Premièrement, la charge de la dette² et, surtout, l'impact du vieillissement de la population sur les dépenses de santé et de retraite impacteront durablement les dépenses. Aux États-Unis, le *Congressional Budget Office* envisage un déficit fédéral s'élevant à 5,2 % du PIB en moyenne sur les années 2010-2019³ ; la dette fédérale retrouverait ses points hauts de l'immédiat après-guerre en fin de période tout en demeurant alors sur une pente nettement ascendante.

USA : FINANCES DE L'ÉTAT FÉDÉRAL



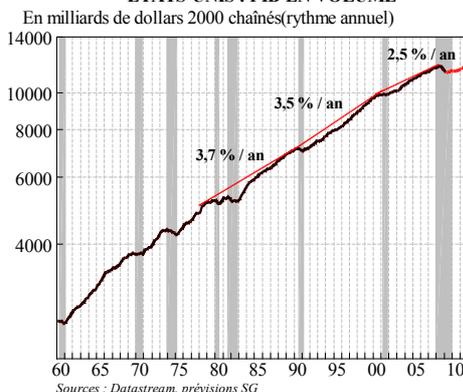
² Avec le risque de voir jouer un cercle vicieux : plus la dette est élevée, plus les taux d'intérêt demandés par les marchés le sont également, ce qui vient gonfler davantage le service de la dette et le déficit public ...

³ On observera que, à ce stade, le CBO, suivant les orientations de l'administration Obama, admet que la réforme projetée du système de santé soit autofinancée.

Deuxièmement, les projections du CBO reposent sur une croissance économique rapide à partir de 2011, l'*output gap* fortement négatif qui s'est formé durant la récession étant rapidement comblé. Ce schéma d'une sortie « classique » de récession apparaît très optimiste alors que les ménages vont continuer à se désendetter et que la consolidation partielle des finances publiques devra nécessairement être engagée dans l'ensemble des pays industrialisés, ce qui pénalisera inévitablement l'activité⁴.

Aussi notre prévision centrale repose-t-elle sur une croissance médiocre pendant les trois ou quatre prochaines années. À cet horizon, les risques inflationnistes seront faibles par suite de l'importance de l'*output gap* négatif qui prévaudra en 2010 : les entreprises seront soumises à de fortes pressions concurrentielles tandis que les marchés du travail resteront dégradés, freinant les évolutions salariales. D'où la possibilité de maintenir des politiques monétaires durablement accommodantes. Des bulles de prix d'actifs pourraient certes s'amorcer, mais le contexte de croissance mondiale molle devrait freiner leur développement. Par ailleurs, tout porte à croire que les autorités américaines viseraient dans un tel contexte une croissance la plus forte possible via un dollar durablement sous-évalué permettant aux États-Unis de renforcer leur base industrielle et de réduire leurs déséquilibres extérieurs, encore considérables.

ÉTATS-UNIS : PIB EN VOLUME



À plus long terme, la question du niveau du PIB potentiel et de son taux de croissance doit être examinée. La crise actuelle se traduit par un choc d'offre majeur, le niveau du PIB potentiel étant significativement réduit⁵. Deux éléments jouent : la chute précipitée de l'investissement productif et la multiplication des faillites ; la montée du chômage de longue durée conjuguée aux restructurations de l'appareil productif rendues nécessaires par la crise. Ces pertes de PIB potentiel sont difficiles à évaluer et d'ampleur sensiblement différente suivant les pays. Ainsi, le Trésor britannique prend en compte une perte de 5 points de PIB alors que le CBO ne retient qu'une perte de 0,7 point de PIB d'ici 2011. Enfin, au-delà de toute période plus ou moins longue de comblement de l'*output gap*, et hors accélération du progrès technique, les évolutions démographiques vont se traduire par un ralentissement tendanciel de la croissance du PIB potentiel.

En définitive, la nécessaire consolidation des finances publiques se fera dans des conditions difficiles ; pendant plusieurs années, elle freinera la croissance.

Hervé MONET – 01 42 14 88 16

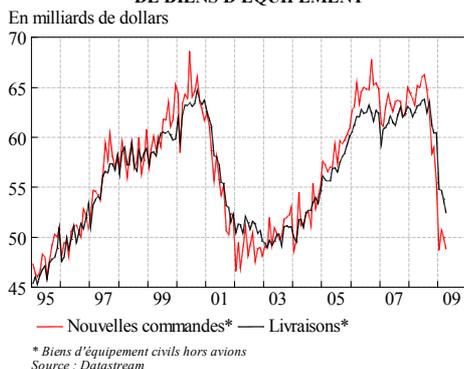
⁴ En termes de modèle keynésien élémentaire, tous les pays s'engagent simultanément dans des politiques budgétaires restrictives, l'effet multiplicateur dépressif sera très puissant puisqu'on se situera pratiquement dans le cas d'une économie-monde fermée. Une situation très différente de celle d'un pays pris isolément dont l'activité peut rester soutenue par les échanges extérieurs.

⁵ Cf. le chapitre 4 du numéro de juin 2009 des « Perspectives économiques » de l'OCDE : « Au-delà de la crise : Enjeux à moyen-terme concernant la production potentielle, le chômage et les situations budgétaires ».

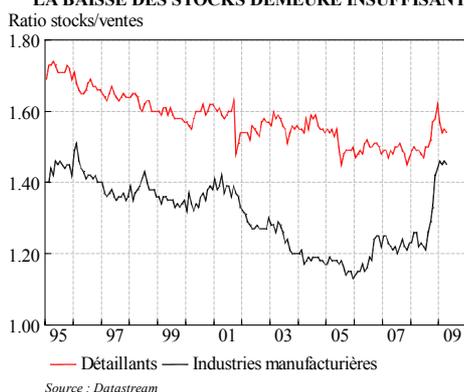
NE PAS VENDRE LA PEAU DE L'OURS...

Il convient aujourd'hui de ne pas surinterpréter les évolutions statistiques. Certes, certains indicateurs montrent que le point bas de l'activité est atteint dans les secteurs les plus affectés par la crise (immobilier, automobile...). Mais les signes d'un rebond sont encore inexistant, d'autant que l'efficacité des mesures fiscales du plan de relance semble très limitée. De plus, l'ajustement des stocks n'est toujours pas achevé, ce qui pèsera sur l'emploi cet été. La montée en puissance prévue des dépenses publiques d'investissement devient nécessaire, sans quoi il semble difficile d'imaginer un rebond de la croissance à court terme.

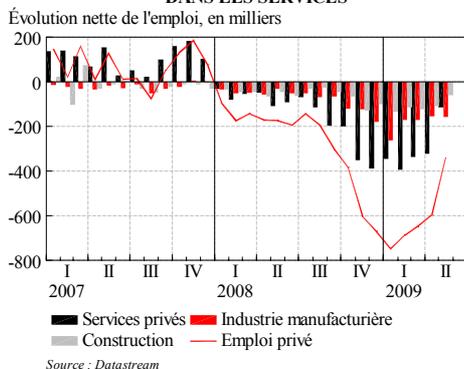
PAS DE REPRISE DES COMMANDES DE BIENS D'ÉQUIPEMENT



LA BAISSÉ DES STOCKS DEMEURE INSUFFISANTE



RALENTISSEMENT DES PERTES D'EMPLOIS DANS LES SERVICES



La production manufacturière ne se relève pas

L'attention médiatique s'est portée ces dernières semaines sur les *greenshoots*, signes d'une reprise prochaine. Pour l'heure, l'activité se dégrade encore, certes à un rythme nettement moins prononcé qu'au cours de l'hiver : cette crise est toutefois l'une des plus brutales et longues qu'ait pu connaître l'économie américaine.

Ainsi, l'analyse des statistiques concernant l'activité des entreprises pousse-t-elle à un optimisme très modéré. Les commandes de biens d'équipement, très volatiles, semblent se stabiliser, sur des bases comparables à 2002, mais les livraisons demeurent encore nettement supérieures. Les ratios stocks/ventes ne se replient pas, et sont toujours très élevés selon les standards de la décennie dans le cas de l'industrie manufacturière. Ces éléments laissent penser que l'ajustement de la production à la chute brutale de la demande n'a pas été achevé. Ce constat est confirmé par l'évolution de la production manufacturière, toujours en baisse au mois de mai. Sa contraction s'élève à 1 % sur un mois, 3,4 % sur 3 mois et 15,3 % sur un an, soit son record historique depuis la création de la série en 1950. Dans ces conditions, il n'est en rien étonnant de voir se poursuivre les pertes d'emplois dans l'industrie, sur un rythme supérieur à 150 000 par mois depuis décembre dernier.

La construction s'approche du point bas

La situation semble plus proche du point bas dans le secteur de la construction qui, il est vrai, est en contraction pour sa partie résidentielle depuis 2006. Les mises en chantier de logements neufs ont atteint un point bas, et oscillent depuis mars autour d'un rythme de 500 000 unités annuelles, soit moins d'un quart du chiffre record de janvier 2006. Les livraisons s'élevaient toutefois encore à 800 000 unités en mai en rythme annuel du fait des délais de construction. Quoi qu'il en soit, les dépenses de construction publiques demeurent en progression avant même la matérialisation de la partie investissement du plan de relance décidé en février dernier ; de plus, la part des dépenses publiques dans l'activité totale du secteur, qui n'était que de 20 % en janvier 2006, s'élève dorénavant à plus de 30 %, assurant ainsi un rôle de stabilisateur automatique peu usuel depuis les années 60. Globalement, l'activité du secteur devrait toucher son point bas au cours de l'été, l'activité résidentielle demeurant stable tandis que la montée en puissance des dépenses publiques dépassera la contraction des dépenses privées non résidentielles.

Les services, caisse de résonance de l'économie

Le principal facteur d'amélioration dans les statistiques du marché du travail en mai se situe donc dans les services, le ralentissement du rythme de destructions d'emploi étant général. L'amélioration la plus notable concerne les services aux entreprises et, tout particulièrement, le travail temporaire qui a perdu 23,1 % de ses effectifs depuis un an, mais seulement 0,4 % (11 200 emplois) en mai.

Globalement, les pertes totales d'emplois reviennent à 345 000 en mai ; dans le secteur privé elles se montent à 338 000, soit encore un chiffre excessivement élevé, contre 596 000 en avril et plus de 650 000 par mois entre octobre et avril. Parallèlement, le taux de chômage augmente encore fortement, à 9,4 % en mai contre 5,5 % un an auparavant.

La consommation est toujours au point mort

En réponse à cette dégradation du marché de l'emploi, et à la baisse associée des revenus salariaux au niveau national (-1,9 % d'août 2008 à avril 2009), la consommation privée peine à rebondir. Les ventes au détail, une mesure avancée des dépenses de consommation en valeur, sont globalement stables depuis le début de l'année si l'on exclut les achats de carburants et d'automobiles. Pour cette dernière catégorie,

le point bas a semble-t-il été atteint au printemps, après un an et demi de baisse quasi-ininterrompue. Les mesures fiscales et sociales du plan de relance, estimées à 62 Mds \$ en rythme annuel au mois d'avril (0,6 % du revenu disponible) et 17 Mds \$ au mois de mars (0,2 %), semblent avoir été totalement épargnées ; en effet, le taux d'épargne atteignait successivement 4,1 %, 4,5 % et 5,7 % du revenu disponible de février à avril.

L'évolution récente du moral des ménages corrobore les constats portant sur la consommation. Certes, les différents indices afférents ont connu un fort rebond depuis l'hiver dernier, mais sur la base de niveaux tellement faibles que, de fait, le moral des ménages n'est pas meilleur aujourd'hui qu'au plus fort de la récession de 1991 ! De manière générale, les deux principaux facteurs affectant le moral des ménages sont les évolutions du marché de l'emploi et de l'inflation, en particulier les évolutions du prix de l'essence. Sur ces deux points, la situation ne semble pas prête de s'améliorer significativement dans les prochains mois. Le taux de chômage va encore progresser, au moins jusqu'en 2010, tandis que les anticipations inflationnistes des ménages n'ont pas véritablement pris en compte la décade du prix de l'énergie au second semestre 2008 et ont surréagi au rebond du prix du pétrole intervenu depuis lors. Les conditions d'un retour des ménages à un optimisme compatible avec une croissance soutenue de la consommation ne semblent donc pas réunies.

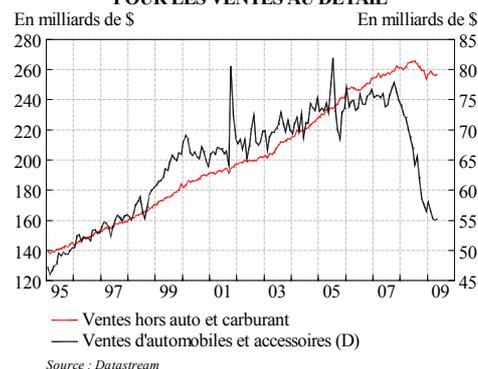
Les pouvoirs publics sont déjà dans l'après-crise

L'état du marché du crédit pèse également sur la consommation des ménages, l'absence quasi-totale de titrisation (la TALF tarde à monter en régime) contribuant à la contraction du crédit. De manière générale, le système bancaire américain peut au mieux être qualifié de convalescent pour les plus grands établissements, tandis que les banques régionales demeurent en état de crise rampante : leur surexposition à l'immobilier commercial les rend particulièrement fragiles. 40 banques ont fait faillite depuis le début de l'année, dont 11 depuis début mai.

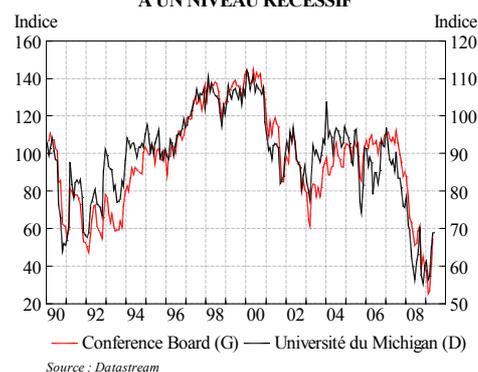
L'administration Obama est déjà dans la prévention de la prochaine crise ; elle a proposé le 17 juin une réforme de la régulation financière. Les établissements *too big to fail* se verraient imposer des ratios de solvabilité plus contraignants que les normes standards, tandis que l'articulation de la régulation financière entre les nombreuses agences gouvernementales est (très) légèrement amendée par la fusion des deux agences en charge des banques et la création d'un conseil coiffant l'ensemble du dispositif. Les *hedge funds* devront dorénavant rapporter l'état de leur portefeuille à la SEC, sans que cela ne mène à un contrôle particulier. Le marché des produits dérivés est également voué à une plus forte transparence des positions, ainsi qu'à l'ébauche d'une chambre de compensation centralisée. Enfin, les établissements recourant à la titrisation des crédits seront contraints de conserver 5 % du risque des titres émis à leur bilan. Ces nouvelles règles, auxquelles l'administration souhaite soumettre les filiales d'établissements étrangers, ne soulagent pas le paysage réglementaire américain du nombre trop important d'intervenants, limitant de fait la capacité des régulateurs à obtenir une vision d'ensemble des risques. Cette dernière sera à la charge du Conseil de Supervision des Services Financiers présidé par le Secrétaire du Trésor : l'efficacité de cette instance, sorte de G7 de la régulation américaine, reste à démontrer.

Loïc BRIENT – 01 42 14 92 73

PAS DE REBOND POUR LES VENTES AU DÉTAIL



LE MORAL DES MÉNAGES SE MAINTIENT À UN NIVEAU RÉCESSIF



À SURVEILLER

Le déficit courant est inférieur à 3 % du PIB ! À 2,9 % du PIB au 1^{er} trimestre, il est au plus bas depuis 10 ans. Depuis le 3^e trimestre 2008, le déficit commercial est passé de 860 à 480 Mds \$ en rythme annuel, tandis que l'excédent des revenus a fléchi, de 123 à 75 Mds \$. La cause principale (environ 3/4 du total) de ce spectaculaire redressement est liée à l'amélioration des termes de l'échange du fait de la baisse des prix des matières premières. Par ailleurs, les exportations de biens manufacturés se sont contractées moins brutalement que les importations, réduisant le déficit en termes réels. Toutefois, ces deux facteurs vont s'essouffler, le déficit courant se stabilisant entre 2,5 % et 3 % du PIB au cours des prochains trimestres, soit à un niveau encore très élevé pour un point bas du cycle.

En %	2007	2008	2009(p)	2010(p)
PIB en volume	2,0	1,1	-2,7	0,7
Prix à la consommation (CPI)	2,9	3,8	-0,8	1,9
Taux de chômage	4,6	5,8	9,6	10,5
Solde courant (% PIB)	-5,3	-4,9	-2,7	-2,9
Solde public (% PIB)	-2,9	-5,3	-16,0	-10,0

	2008	24/06/09	Sept. 09	Déc. 09
EuroUSD à 3 mois	2,99	0,89	0,75	0,75
Oblig. d'État à 10 ans	3,65	3,68	4,00	4,00
EUR/USD	1,47	1,40	1,45	1,45
USD/JPY	103	96	100	103

UNE LUEUR D'ESPOIR

Le point d'inflexion de l'économie nipponne semble être passé. Après un 1^{er} trimestre catastrophique, avec un PIB se contractant de 3,8 %, les indicateurs conjoncturels indiquent une atténuation du rythme de baisse de l'activité, grâce notamment aux effets des plans de relance. L'effondrement des exportations et de la production est en voie de s'interrompre. En dépit des mesures d'incitations, la consommation des ménages restera faible dans un contexte de dégradation du marché de l'emploi et de recul des salaires.

Au total, la récession sera extrêmement sévère cette année avec une chute du PIB de 7 % ; la reprise de la croissance sera hésitante en 2010 et restera sans doute faible au cours des années suivantes.

Des signes d'amélioration relative de la conjoncture émergent...

L'indicateur avancé d'activité est repassé au-dessus de la barre d'équilibre des 50 points en avril (55 pts après 25 en mars) et l'indicateur simultané, nul depuis septembre, est monté à 11,10. La sévérité de la dégradation des conditions économiques et financières au Japon s'est donc atténuée. D'ailleurs, les marchés financiers anticipent une reprise de la croissance et, avec la baisse de l'aversion au risque et la dépréciation du yen, le marché actions a rebondi de 36 % depuis son point bas de mars.

1. La dégradation des débouchés s'atténue quelque peu. En mai, les exportations en valeur ont diminué de 40,9 % l'an (-4 % M/M), contre -49,4 % en février, et les importations ont reculé de 42,4 %. Les exportations ont été stimulées par les achats étrangers, notamment de la Chine, principal partenaire commercial du Japon. Ainsi, les livraisons de téléphones mobiles vers la Chine ont augmenté de 14,6 % l'an en mai. De fait, l'économie chinoise montre de nets signes de reprise de l'activité grâce aux mesures de relance budgétaire et au dynamisme du crédit : le secteur industriel rebondit, la consommation résiste... et ce en dépit d'une baisse de ses exportations et importations. Au total, l'excédent commercial s'établit à 299,8 milliards de yens, en baisse de 12 % l'an.

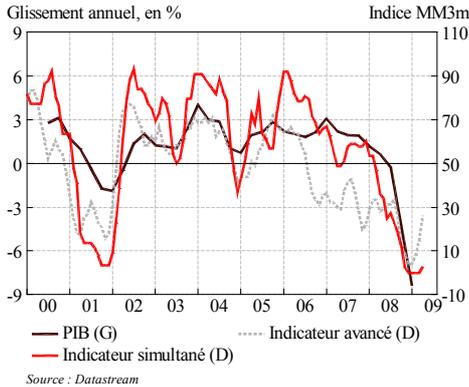
2. Aussi les chaînes de production ont-elles redémarré, après une longue période d'arrêt total. La production industrielle a rebondi en mars et avril (+5,9 % M/M, mais encore -30,7 % l'an), sa plus forte hausse mensuelle depuis plus de 50 ans. Selon les industriels, la production manufacturière devrait progresser de 8,8 % M/M en mai et de 2,7 % en juin, en ligne avec le rebond de l'indice PMI à 46,6 points en mai, après 41,4. Les secteurs contributeurs à cette hausse seraient ceux pour lesquels le Japon bénéficie d'avantages comparatifs et ceux qui lui permettront de sortir de la crise : l'automobile (motorisations hybrides avec, par exemple, la nouvelle Prius de Toyota), l'énergie solaire, le nucléaire, l'électronique (circuits, robots, équipements en technologie de l'information et de la communication). Corrélativement, le taux d'utilisation des capacités de production a enregistré une hausse mensuelle sans précédent en avril, de 10,2 points à 67,2 %, après un point bas record touché en février.

3. L'impact des divers plans de relance mis en œuvre à partir de l'automne 2008 commence à se faire sentir, les mesures budgétaires avoisinant 5,5 % du PIB :

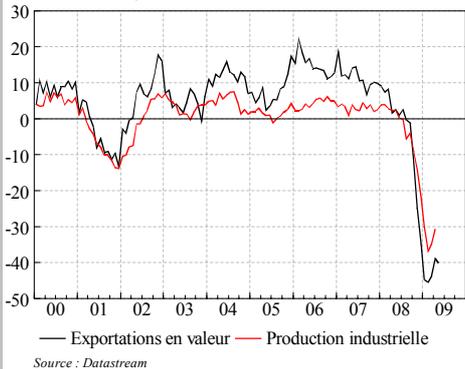
- Les chèques¹ aux ménages ont commencé à être distribués. Les promotions, le système d'éco-points (remises de bons d'achat pour de nouveaux produits « verts » équivalant à 5-10 % de la valeur du bien original acheté), les subventions aux dépenses en automobiles² et appareils électroménagers écologiques inciteront les ménages à consommer quelque peu. De plus, de nouvelles allocations familiales temporaires vont être mises en place avec 36 000 yens (270 euros) par enfant de 3 à 5 ans. D'où un rebond de la confiance des ménages depuis le début de l'année, la composante « volonté d'achat de biens durables » ayant le plus augmenté. Ces mesures permettront de limiter la chute de la consommation privée cette année.

- Les mesures pour préserver l'emploi sont largement employées (subventions pour les embauches, le maintien des emplois et l'allongement de la date de fin du contrat de travail, créations d'emplois...), ce qui explique que le taux de chômage reste à un niveau relativement modéré par rapport aux autres pays développés, même s'il a récemment progressé. En période de crise, les principales variables d'ajustement au Japon sont les salaires et les bonus. Ainsi, les rémunérations globales baissent fortement depuis l'approfondissement de la crise financière au 4^e trimestre 2008. Elles ont diminué de 2,5 % l'an en avril (en nominal), après leur baisse la plus marquée depuis 2002 de près de 4 % en mars. Le paiement des heures supplémentaires, considéré comme un baromètre de la vigueur de l'activité industrielle, a subi une chute record de 19,7 % l'an.

REMONTÉE DES INDICATEURS D'ACTIVITÉ



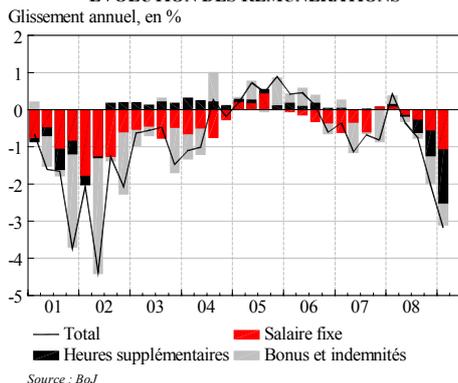
REBOND DES EXPORTATIONS ET DE LA PRODUCTION



¹ 12 000 yens (90 euros) en moyenne par personne, excepté pour les personnes de moins de 18 ans ou de plus de 65 ans qui reçoivent 20 000 yens (150 euros).

² Réductions ou exonérations de taxes, primes à la casse pour le remplacement d'une voiture de plus de 13 ans (1 900 euros pour l'achat d'un véhicule standard et 950 euros pour un véhicule léger).

ÉVOLUTION DES RÉMUNÉRATIONS



Par ailleurs, les mesures financières des plans de relance, évaluées à 19 % du PIB, facilitent depuis quelques mois le financement des entreprises : garanties par l'État des crédits permettant aux PME de subvenir à leurs besoins de trésorerie ; acquisition de billets de trésorerie par l'État ; octroi de prêts *via* la *Development Bank of Japan* afin de soutenir l'investissement des entreprises dans des équipements économes en énergie. L'État vise en outre, *via* la recapitalisation des banques, à faciliter l'octroi de crédits à l'économie. Parallèlement, la BoJ a acquis des titres de dette privée (cf. encadré page 10). D'où, au total, une baisse des défaillances d'entreprises depuis mars (1 203 cas en mai, -6,7 % l'an).

Néanmoins, l'investissement productif va continuer de se contracter : les entreprises prévoient un recul des commandes privées de machines de 5 % T/T au T2, après -10 %, et une hausse des commandes étrangères de 2,8 %, contre -42,1 % au T1.

En définitive, selon le gouvernement, les mesures de relance apporteraient jusqu'à 2 pts de croissance au cours de l'année fiscale 2009. Toutefois, ensuite, l'impact dépressif de la correction à la baisse des dépenses publiques pourrait se matérialiser dès 2010.

... mais les fondamentaux restent mal orientés et les risques persistent

1. La chute du PIB se révèle être, de loin, la plus importante depuis la 2^{nde} guerre mondiale au 1^{er} trimestre (-3,8 % en variation trimestrielle, soit -14,2 % en annualisé, contre -4 % en 1^{ère} estimation). Elle s'explique par l'effondrement des exportations (-26 % T/T), par une baisse de l'investissement (-8,9 % T/T) et de la consommation privés. C'est également la 1^{ère} fois depuis 1945 que le pays subit quatre trimestres d'affilée de recul du PIB. La production industrielle a retrouvé le niveau de 1984. Et, si l'atténuation puis l'arrêt du déstockage au Japon et dans le monde sont susceptibles de provoquer un rebond « technique » de la production au 2nd semestre, celui-ci pourrait être sans lendemain en l'absence d'une dynamique positive de la demande privée.

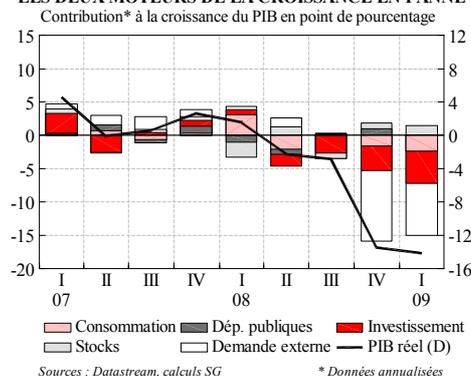
2. La reprise de la croissance japonaise est conditionnée au rebond de l'activité aux États-Unis, en Europe, qui sont encore en profonde récession, et en Asie (50 % de ses échanges). Il faut toutefois relativiser le poids apparent de l'Asie dans les débouchés japonais. En effet, par exemple, une large partie des importations de ces pays, de la Chine en particulier, est réexportée, après assemblage en produits finis, vers les pays développés, notamment les États-Unis. À lui seul, le rebond de la demande interne dans l'empire du Milieu, observé aujourd'hui, sera très loin d'être suffisant pour permettre une relance durable de l'économie nipponne, d'autant que les dépenses publiques seront prioritairement canalisées au profit des entreprises nationales.

3. La baisse de l'emploi s'amplifie (-1,1 Mn d'employés ; -1,7 % l'an en avril), traduisant la rapide et brutale dégradation du marché du travail appelée à se poursuivre tout au long de l'année. Le taux de chômage a atteint le seuil des 5 % fin avril, retrouvant son niveau d'il y a 5 ½ ans. Les salariés temporaires récemment licenciés retrouvent très difficilement un emploi compte tenu d'un volume d'offres largement inférieur à la demande (en avril, 46 offres d'emplois pour 100 demandes, le niveau le plus bas depuis 1999).

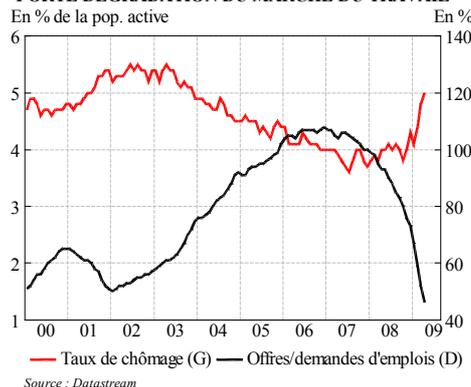
4. Les prix hors produits alimentaires frais et les prix à la consommation ont baissé de 1,1 % l'an en mai. Les prix hors alimentation et les prix à Tokyo ont chuté respectivement de 1,3 et de 1,5 % l'an en juin, plus fortes baisses en 7 ans. En dépit du rebond des prix de matières premières (le baril de pétrole de Dubaï s'échange à près de \$70, son plus haut niveau depuis octobre), **la déflation va s'approfondir cette année**, engendrant des impacts négatifs : de plus grandes difficultés pour les entreprises à assurer le service de leur dette alors que la chute de leur chiffre d'affaires en valeur va s'accroître ; report de dépenses de consommation et, *in fine*, amplification des pressions à la baisse de la demande venant nourrir le recul des prix.

Audrey GASTEUIL – 01 58 98 99 33

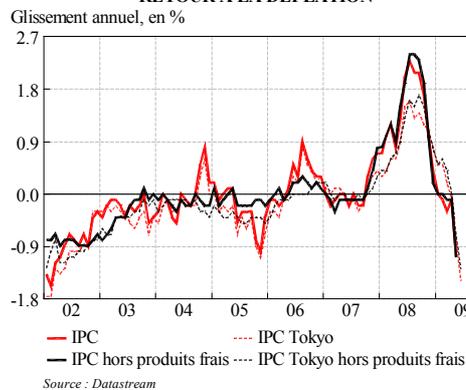
LES DEUX MOTEURS DE LA CROISSANCE EN PANNE



FORTE DÉGRADATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL



RETOUR À LA DÉFLATION



En %	2007	2008	2009(p)	2010(p)
PIB en volume	2,3	-0,7	-7,0	0,6
Prix à la consommation (IPC)	0,1	1,4	-1,0	-0,8
Taux de chômage	3,9	4,0	5,2	6,0
Solde courant (% PIB)	4,9	3,2	1,7	2,2
Solde public* (% PIB)	-3,2	-4,4	-8,5	-9,5

* Hors mesures exceptionnelles

	2008	24/06/09	Sept. 09	Déc. 09
Interbancaire à 3 mois	0,85	0,56	0,50	0,40
Obligation d'État à 10 ans	1,49	1,36	1,55	1,60
USD/JPY	103	96	100	103
EUR/JPY	152	134	145	149

À SURVEILLER

Un risque de moyen terme : la correction des déséquilibres des finances publiques. Ceux-ci s'aggraveront avec les dépenses record mises en œuvre pour stimuler l'économie (le ratio dette publique/PIB avoisinera 200 % en 2010). Il conviendra ensuite de réformer les systèmes d'imposition et d'assurance sociale. D'autant plus que la remontée des rendements des JGB (à leur plus haut niveau depuis octobre) va alourdir les charges d'intérêts et que le vieillissement de la population va peser sur les dépenses sociales. L'OCDE recommande, en outre, d'instaurer un crédit d'impôt sur les revenus d'activité pour soutenir les ménages à faible revenu. Au total, la consolidation budgétaire, engagée dès que la reprise de la croissance sera confirmée au Japon, en 2011, freinera son expansion à moyen terme.

LA QUESTION DE L'EFFICACITÉ DES MESURES DE LA BOJ

- Face à la crise économique, la BoJ a baissé à deux reprises son taux objectif, le taux au jour-le-jour, le ramenant de 0,50 % à 0,10 %, niveau maintenu depuis le 19 décembre 2008.
- Ces mesures « traditionnelles » étant jugées insuffisantes pour juguler une récession d'une telle ampleur, la BoJ, la Fed et la BoE ont alors mis en œuvre des mesures dites « non conventionnelles ». En effet, les difficultés de financement des entreprises se sont rapidement accrues : elles ont dû faire face à un durcissement des conditions d'accès au crédit et à des difficultés pour lever des capitaux sur les marchés. Ainsi, après avoir tenté de stabiliser les marchés interbancaires, la BoJ s'est engagée à acheter du papier commercial et des obligations d'entreprises afin de faciliter leur financement (mesures dites de « credit easing » selon la terminologie de la Fed). Ces acquisitions de titres privés se font par émission de monnaie banque centrale, entraînant des injections de liquidités dans le système bancaire (mesures « d'assouplissement quantitatif »).
- La stratégie de la BoJ – baisses du taux directeur et mesures visant à stabiliser les marchés financiers et à faciliter le financement des entreprises – a contribué à soutenir l'économie via la politique monétaire et à apaiser les tensions sur les marchés financiers japonais. Les mesures « non conventionnelles » ont notamment eu un impact positif : les conditions de financement des entreprises se sont quelque peu assouplies par rapport au 2nd semestre 2008, comme en témoigne l'amélioration des émissions sur les marchés des obligations privées et du papier commercial. La situation en matière de financement reste toutefois délicate pour certains emprunteurs, en particulier pour les PME et les sociétés moins bien notées.
- En outre, afin de garantir la stabilité du système financier, la BoJ a recommencé à acheter des actions détenues par les banques et a décidé de leur accorder des prêts subordonnés. De fait, la taille du bilan de la BoJ a augmenté et sa structure s'est modifiée, tendance qui devrait s'accroître jusqu'à la fin de l'année. L'accroissement du bilan de la BoJ demeure toutefois relativement limité par rapport au gonflement de celui de la Fed et du sien en 2006.
- La BoJ n'a pas renoué avec la politique quantitative menée entre 2001 et 2006 (avec un objectif chiffré portant sur le montant du compte créditeur des institutions financières auprès de la BoJ). Avec un taux directeur pratiquement nul, la politique monétaire restera très accommodante et « non conventionnelle » à court terme. Cela étant, à la fin de l'année, certaines mesures spéciales pourraient être abandonnées. En effet, la reprise du financement et l'apparition de signes conjoncturels plutôt positifs suggèrent que le pire de la récession est probablement passé.

Un quasi-retour à une politique de taux zéro

Dès l'aggravation de la crise mondiale en septembre 2008, la BoJ a réagi en abaissant de 20 pb son taux objectif à deux reprises, le 31 octobre et le 19 décembre, le ramenant de 0,50 % à 0,10 %. Lors de sa dernière réunion, le 16 mai, le Comité de politique monétaire (CPM) a voté à l'unanimité le maintien du taux directeur à 0,10 %. L'assouplissement de la politique monétaire n'a donc pas abouti à une politique de taux zéro (comme en mars 1999) car, selon la BoJ, cela perturberait le fonctionnement du marché monétaire. Les effets positifs des taux d'intérêt bas ont été limités en raison de la récession nipponne et des pertes des entreprises.

Tirant les leçons du passé pendant « la décennie perdue » et réagissant à une crise économique et financière internationale, la BoJ a tenté, avec les autres banques centrales, de stabiliser les marchés financiers via une offre illimitée de liquidités. Elle s'est ensuite engagée, en décembre 2008, dans de nouvelles mesures, dites « non conventionnelles », pour prévenir un assèchement du crédit qui menaçait d'aggraver la récession de l'économie nipponne (mesures de *credit easing*).

Des mesures de la BoJ sur tous les fronts

Afin de soutenir l'économie et face à la montée des tensions déflationnistes, la BoJ met en œuvre des mesures d'assouplissement qualitatif depuis l'automne 2008. L'objectif est de rendre plus souples les opérations de refinancement des banques et donc, indirectement, de faciliter le financement des entreprises et de stabiliser les marchés financiers. En outre, la BoJ a pris des mesures visant à stabiliser le système financier.

1. Mesures visant à garantir la stabilité des marchés financiers

À l'automne dernier, les turbulences sur les marchés financiers internationaux ont commencé à toucher les marchés japonais, ce qui a perturbé le financement des entreprises. Sur les marchés monétaires, à partir de la mi-septembre, les taux au jour-le-jour ont affiché une forte volatilité en raison d'un accroissement de l'aversion

au risque parmi les acteurs du marché. En outre, les taux interbancaires sur les instruments à terme ont légèrement augmenté dans certains cas. Dans ce contexte de grande instabilité des marchés financiers, **la BoJ a réagi en :**

- **fournissant suffisamment de liquidités** (¥ 44,7 trn fin mars 2008). En réponse à l'intensification des pressions sur les marchés de financement en USD, la BoJ et les autres banques centrales ont notamment mis en place, à partir de septembre, des accords réciproques temporaires (lignes de swaps de devises) avec la Fed. La BoJ a ensuite accru les opérations de refinancement afin d'offrir un volume illimité de liquidités en dollar contre un collatéral.

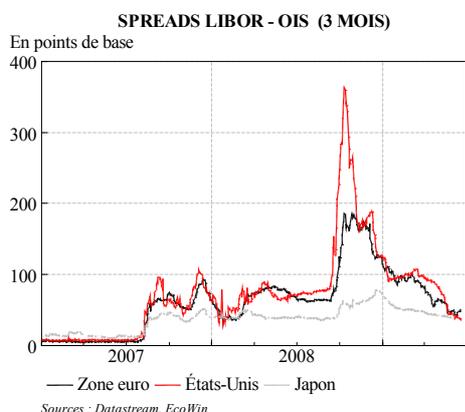
- **introduisant une facilité de dépôt complémentaire** afin de fournir un surcroît de liquidités sans nuire au fonctionnement du marché. Cette nouvelle facilité permet de rémunérer au taux de 0,1 % les dépôts des institutions financières (IF) auprès de la BoJ depuis novembre (soit au même taux auquel les banques empruntent des liquidités auprès de la BoJ).

- **élargissant la gamme des collatéraux éligibles aux opérations de refinancement.** La BoJ a en particulier accepté, le 7 avril, les prêts à l'État, les prêts bénéficiant de garanties publiques et les prêts aux municipalités afin d'aider les banques régionales à lever des capitaux et à accroître leurs capacités de prêt. Le CPM de la BoJ a en outre décidé, le 22 mai, d'accepter les bons du Trésor américain et autres titres publics étrangers (France, Allemagne et Royaume-Uni) comme collatéral pour ses opérations de financement.

- **augmentant le montant de ses achats directs et mensuels de JGB** : de ¥ 1,2 trn à JPY 1,4 trn en décembre, puis à ¥ 1,8 trn depuis mars.

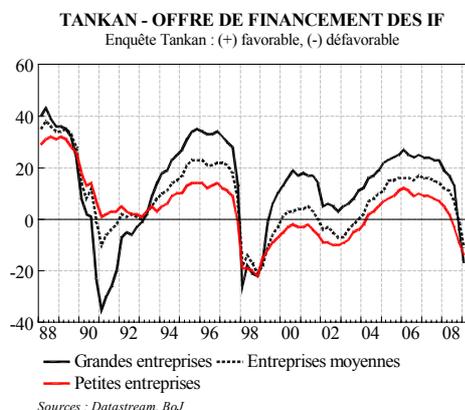
Grâce à ces différentes mesures, les tensions sur les marchés financiers japonais se sont quelque peu relâchées fin 2008. Le taux d'intérêt à 3 mois s'est inscrit en net repli : le taux TIBOR est passé de près de 0,90 % en décembre à 0,57 % aujourd'hui et le taux Euroyen de 1,35 % à 0,40 %. Cette baisse s'explique en par-

tie par la chute de l'aversion au risque sur le marché interbancaire, mais le taux est tout de même resté élevé par rapport aux taux OIS. Cela étant, les spreads sur le marché monétaire demeurent inférieurs et moins volatils qu'aux États-Unis et dans la zone euro (même si les spreads se sont nettement resserrés par rapport à leur plus haut fin 2008). Deux facteurs peuvent l'expliquer : l'exposition moins forte du système bancaire japonais aux produits *subprime*, limitant ainsi les primes de risque, et les liquidités abondantes fournies par la BoJ pour un large éventail d'échéances.



2. Mesures visant à faciliter le financement des entreprises

La plupart des entreprises a insisté sur la fragilité de leur situation financière et sur le durcissement des conditions d'accès au crédit. L'indice *Tankan* sur l'attitude des IF envers les grandes entreprises s'est détérioré de -4 à -17 points en mars, soit son plus bas niveau depuis 1998. Les sociétés dont le rating est faible et celles de certains secteurs ont continué à rencontrer des difficultés pour émettre des obligations *corporate*. Dans ces conditions, le nombre de faillites d'entreprises est resté élevé. Les banques pourraient même encore durcir davantage les conditions financières en cas de nouvelle chute brutale des cours des actions nipponnes.

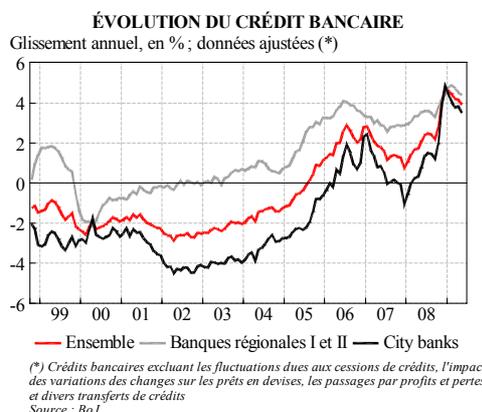


En réaction, la BoJ a élargi la gamme des obligations privées acceptées comme collatéral (titres notés au moins BBB contre A ou plus précédemment, pour ¥ 10,3 trn fin mai) et introduit et étendu des opérations spéciales de refinancement. Ces dernières lui permettent d'offrir un volume illimité de liquidités à des taux d'intérêt bas contre les obligations d'entreprises comme collatéral.

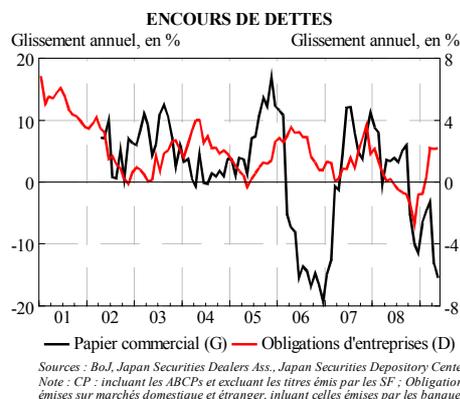
Par ailleurs, outre ses acquisitions régulières de JGB, la Banque centrale achète dorénavant directement des titres privés (papier commercial et ABCP depuis janvier ; obligations *corporate* à partir de mars), s'exposant ainsi au risque de crédit des entreprises. Il s'agit de mesures exceptionnelles prises par une Banque centrale. Enfin, la BoJ a accru la fréquence et l'ampleur de ses opérations de *repo* de papier commercial.

Le financement du secteur privé s'est accru à partir de l'automne 2008, notamment à la suite de la demande des entreprises de compenser la baisse de leurs rentrées de fonds. Malgré cela, les

émissions de papier commercial (CP) et d'obligations privées (CB) ont fortement chuté en raison de la nette diminution de l'appétit pour le risque des IF et des investisseurs, sur fond de turbulences sur les marchés financiers internationaux. Parallèlement, la croissance des prêts bancaires, octroyés aux grandes entreprises en particulier, a été plus rapide vers la fin de l'année. En effet, les sociétés ont cherché à compenser le recul des émissions de papier commercial et d'obligations *corporate* et à obtenir davantage de liquidités, en dépit de l'attitude plus stricte des institutions financières privées.



Sous l'effet essentiellement des diverses mesures des pouvoirs publics, les conditions de financement des entreprises se sont quelque peu assouplies par rapport au 2nd semestre 2008, comme en témoigne l'amélioration des émissions sur les marchés du papier commercial et des obligations privées. L'encours d'obligations *corporate* émises a dépassé le niveau de l'année précédente mais celui de papier commercial émis a continué à diminuer en raison du fléchissement de la demande de liquidités supplémentaires, de la part notamment des grandes entreprises. Toutefois, le rythme d'émission de papier commercial comme d'obligations d'entreprises s'est sensiblement ralenti.



D'après la BoJ, « les conditions de financement des entreprises sont susceptibles de s'assouplir progressivement et les craintes des sociétés à l'égard de leurs possibilités de financement pourraient perdurer, dans la mesure où leurs bénéfices resteront moroses pendant quelque temps et où les IF et investisseurs hésitent par conséquent à s'exposer au risque de crédit des entreprises ».

3. Mesures visant à garantir la stabilité du système financier

Le système financier japonais a fait les frais (cf. Annexe page 13) des tensions sur les marchés dans le passé, de la chute des marchés boursiers depuis le début de la crise (jusqu'en mars), des pertes sur produits structurés et de la dégradation de la situation économique nationale et internationale.

Pour garantir la stabilité du système financier, la BoJ a recommencé à acheter des actions détenues par les banques et décidé d'octroyer des prêts subordonnés aux banques. De plus, le 3 février, la BoJ a annoncé son intention d'acquérir pour ¥ 1 trn

d'actions notées au moins « BBB- » détenues par les IF, au prix du marché, jusqu'à avril 2010 (comme elle l'avait déjà fait entre 2002 et 2004). L'objectif est de limiter leurs pertes et dépréciations d'actifs. En outre, pendant la réunion du CPM qui s'est tenue le 17 mars, la BoJ a fait part de son intention d'accorder jusqu'à ¥ 1 trn de prêts subordonnés aux banques nipponnes, dans le but de renforcer leur capital, érodé par l'effondrement des marchés boursiers.

PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BOJ

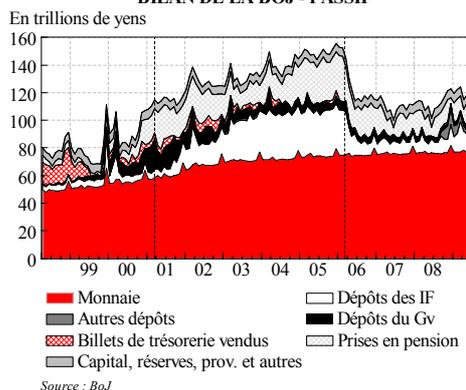
Date d'annonce	Mesures	Période de fin d'application	Objectifs
18-sept	Swap USD/JPY : offre illimitée de USD à taux fixe contre collatéral	Fin avril => étendu à fin octobre	Stabilisation des marchés monétaires
31-oct	Introduction d'une facilité de dépôt complémentaire : rémunération des réserves excédentaires des IF à 0,1 %	15 avril => étendu au 15 octobre	Stabilisation des marchés monétaires
02-déc	Extension de la gamme des collatéraux éligibles lors des opérations de refinancement (obligations corporate notées au moins BBB notamment)	Fin avril => étendu à fin décembre	Hausse des besoins de financement des entreprises
02-déc	Opérations spéciales de refinancement à un taux avantageux	Fin mars => étendu à fin septembre	Soutien au financement des entreprises
19-déc	Achat de papier commercial (CP) & ABCP (montant total : ¥3 trn) et accroissement des achats directs de JGB (portés de ¥1,2 à ¥1,4 trn par mois)	CP : fin mars => étendu à fin septembre	Stabilisation des marchés monétaires et soutien au financement des entreprises
22-janv	Achat d'obligations corporate (CB) de maturité résiduelle inférieure à 1 an (montant total : ¥1 trn) et acceptation comme collatéral des titres de dette émis par les sociétés d'investissement immobilier cotées dans les opérations de refinancement	CB : fin mars => étendu à fin septembre	Stabilisation des marchés monétaires et soutien au financement des entreprises
03-févr	Achat des actions notées au moins BBB-, au prix de marché, détenues par les IF pour un montant total de ¥1 trn	fin avril 2010	Stabiliser le système financier en réduisant les risques de marché des IF
18-mars	La BoJ a décidé d'augmenter ses achats mensuels directs de JGB de ¥1,4 trn à 1,8 trn, soit une hausse de près d'1/3		Apaiser les tensions sur les marchés et limiter la hausse des taux longs
18-mars	La BoJ a annoncé son intention de fournir jusqu'à ¥1 trn (\$10,2 Mds) de prêts subordonnés aux banques japonaises		Réapprovisionner les banques en capital, érodé par la chute des marchés boursiers.
07-avr	Élargissement de la gamme des collatéraux éligibles aux opérations de refinancement (prêts à l'État, prêts bénéficiant de garanties publiques, prêts aux municipalités)		Stabilisation des marchés monétaires

Source : d'après les publications de la BoJ

Gonflement et modification de la structure du bilan de la BoJ

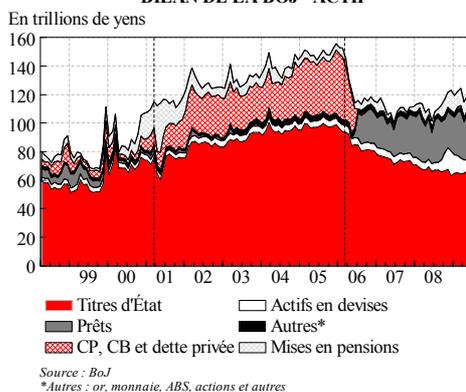
Par conséquent, la taille du bilan de la BoJ a augmenté depuis la mi-2008 pour s'établir à ¥ 118,8 trn fin mai 2009, contre ¥ 109,9 trn fin août 2008, et l'évolution de ses composantes est significative.

BILAN DE LA BOJ - PASSIF



Côté passif, les dépôts des IF auprès de la BoJ ont augmenté de 38 % depuis la fin du mois d'octobre. Les autres dépôts (détenus par les banques centrales étrangères et autres) ont quant à eux progressé, passant de ¥ 22,6 Mds fin août 2008 à ¥ 2,5 trn fin mai 2009, compte tenu de l'accord de swap conclu avec la Fed.

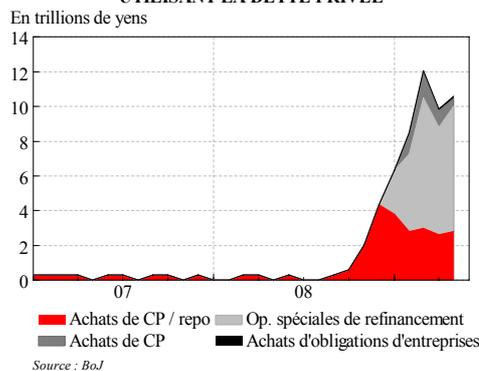
BILAN DE LA BOJ - ACTIF



Côté actif, les prêts aux IF se sont accrus. De plus, les repo et les actifs en devises ont augmenté, passant resp. de ¥ 3,4 trn fin août à 10,2 trn fin mai 2009 et de ¥ 5,5 à 7,9 trn. Néanmoins, depuis fin

2008, ces postes se sont quelque peu contractés.

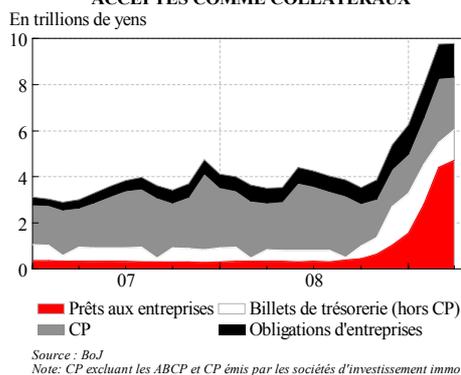
ENCOURS DES OPÉRATIONS UTILISANT LA DETTE PRIVÉE



Concernant l'évolution des opérations individuelles, les achats de JGB mis en pension et les opérations utilisant la dette privée ont sensiblement progressé depuis l'automne 2008.

Parmi les opérations utilisant la dette corporate, les achats de papier commercial mis en pension ont au départ fortement augmenté. Par la suite, des opérations spéciales de refinancement ont été lancées et leur encours s'est accru en conséquence. Les encours des achats directs de papier commercial et d'obligations d'entreprises, introduits début 2009, ont progressé jusqu'à la fin de l'AF 2008. Une nouvelle hausse du poste « papier commercial, obligations corporate et dette privée » est à attendre, même si la situation est appelée à s'améliorer sur ces marchés, accroissant davantage le bilan de la BoJ. Pour le moment, le gonflement du bilan a été beaucoup moins prononcé que celui observé durant la précédente période d'assouplissement quantitatif (2001-2006).

TITRES PRIVÉS DE DETTE ACCEPTÉS COMME COLLATÉRAUX



La BoJ tend à accepter de plus en plus de collatéraux. La dette privée, particulièrement les prêts aux entreprises, a augmenté puisque la BoJ a introduit et étendu les opérations utilisant les obligations privées et élargi la gamme de ces titres acceptés comme collatéral pour les opérations spéciales de refinancement.

Une politique non conventionnelle jusqu'à fin mars 2009

La BoJ continuera à appliquer ses mesures non conventionnelles dans le but de redynamiser les marchés financiers et de continuer à faciliter le financement des entreprises jusqu'à la fin de l'année. Elle pourrait augmenter ses achats de JGB ou d'actifs risqués et étendre sa gamme de collatéraux éligibles aux opérations de refinancement. La Banque pourrait envisager d'assouplir les critères d'éligibilité pour les achats de CP et CB afin de réduire les spreads pour les emprunteurs moins bien notés. Autre solution pour la BoJ : étendre la maturité de ses opérations de refinancement et sa facilité de swap de devises pour contribuer à réduire le coût du financement à plus long terme, sous pression avec la mise en œuvre des plans de relance. Toutefois, à la fin de l'année, certaines mesures spéciales pourraient être abandonnées. En effet, la reprise du financement et l'apparition de signes conjoncturels plutôt positifs suggèrent que le pire de la récession est passé.

Audrey GASTEUIL – 01 58 98 99 33

ANNEXE : Le Système Financier Japonais finalement touché par la crise internationale...

La crise internationale a frappé sévèrement l'économie réelle du Japon mais aussi son système financier. Si les banques nipponnes sont moins exposées à la crise des subprime que leurs homologues américaines ou européennes, elles ont dû faire face à l'augmentation des créances douteuses, à un nombre croissant de faillites d'entreprises et à la dépréciation de leurs portefeuilles d'actions. Par conséquent, le résultat net et la rentabilité des banques ont diminué de manière spectaculaire, de sorte qu'elles ont été contraintes de procéder à des augmentations de capital. De fait, les banques ont restreint leur offre de crédits, notamment à destination des PME, ce qui a freiné davantage leurs investissements et accru le risque de défaillance, à l'image du cercle vicieux conjuguant « canal du crédit gelé » et recul de l'activité durant la « décennie perdue ».

Dépréciations d'actifs et pertes vs. augmentations de capital (au 24/06)

USD, Mds	Total		T1 2009	
	Perte	Capital	Perte	Capital
Monde	1470,5	1258,1	144,3	222,9
Amérique	974,8	738,5	101,7	122,9
Europe	457	442,3	40,5	81,2
Asie	38,8	77,2	2,1	18,9
Banques japonaises				
Mizuho Financial Group	7,7	9,9	0,0	2,1
Nomura Holding inc.	4,1	8,6	0,5	3,0
Mitsubishi UFJ Financial Group	3,1	17,6	0,0	5,7
Sumitomo Mitsui Financial Group	1,1	12,2	0,0	1,7

Source : Bloomberg

Les banques japonaises sont relativement moins exposées aux produits structurés et donc moins pénalisées par les dépréciations d'actifs et les pertes associées que leurs homologues américaines et européennes. D'après la FSA, l'exposition nette des IF nipponnes aux produits liés aux *subprime* s'élevait à ¥ 449 Mds fin mars 2009. Les pertes enregistrées sur ces produits ont seulement représenté ¥ 1 trn entre avril 2007 et fin mars 2009, dont ¥ 916 Mds pour les principales banques (y compris leurs filiales étrangères). Ces pertes peuvent être épongées compte tenu des bénéfices (¥ 3,9 trn fin mars 2009) et du capital (¥ 47,8 trn) des banques.

EXPOSITION* ET PERTES DES IF JAPONAISES SUR LES PRODUITS STRUCTURÉS

Fin Mars 2009, en trillions de yens		Institutions financières		Ratio de perte ⁽¹⁾
			Grandes banques, etc	
Produits structurés de crédit	Exposition	18,5	15,1	14,5%
	Pertes non réalisées	0,8	0,6	
	Pertes réalisées ⁽²⁾	2,5	2,1	
	Produits relatifs aux subprime	Exposition	0,4		0,4	72,8%
Pertes non réalisées	0,1	0,1		
Pertes réalisées ⁽²⁾	1,0	0,9		
Capital Tier 1		47,8	23,3	-
Résultat d'exploitation avant provisions générales		3,9	2,3	-

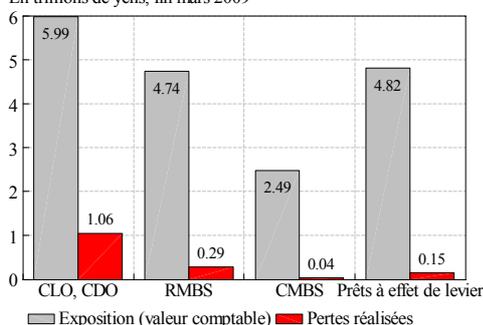
Source : FSA - * Exposition en valeur comptable

(1) Ratio de perte = (pertes réalisées et non réalisées/exposition au début de la période)

(2) Les pertes réalisées sont calculées à partir des données allant d'avril 2007 à mars 2009

EXPOSITION ET PERTES DES IF JAPONAISES SUR LES AUTRES PRODUITS STRUCTURÉS

En trillions de yens, fin mars 2009



Source : FSA

Cependant, le système financier japonais est très fortement intégré au sein des marchés financiers internationaux. La présence croissante d'IF étrangères et le développement de la titrisation ont amplifié les *spillovers* financiers au Japon. Le risque principal pourrait provenir de la forte exposition des IF nipponnes aux produits structurés non *subprime* (CLO, CDO, RMBS, CMBS et prêts à effet de levier), que la FSA a évalué à ¥ 17,5 trn fin mars 2009 (¥ 14,2 trn pour les grandes banques), pour lesquelles les

pertes accusées ont jusqu'alors été limitées (¥ 1,5 trn). Si le taux de perte varie en fonction du produit, il s'établit à seulement 14,5 % en moyenne, contre 73 % pour les produits liés aux *subprime*. Néanmoins, compte tenu de la taille du portefeuille de titres structurés des banques japonaises (environ 40 % de leur Tier 1), de nouvelles hausses des spreads de crédit ou des défaillances pourraient donner lieu à des pertes substantielles.

Outre les pertes sur produits structurés, les banques ont dû faire face à la montée du coût du risque de crédit en raison de la hausse des défaillances d'entreprises (notamment des PME) dans un contexte économique international très dégradé. Les faillites de sociétés se sont multipliées depuis début 2008. Par ailleurs, le volume total des créances douteuses a progressé de 7,8 % entre mars et septembre 2008 (le chiffre de mars 2009 n'est pas encore connu), passant de ¥ 11,4 trn à 12,3 trn. Pour les grandes banques, il s'est accru de 11,3 %, à 4,2 trn, en septembre 2008.

Les banques ont de surcroît été confrontées à l'effondrement de leurs portefeuilles d'actions à la suite de la dégringolade des bourses – leur portefeuille est estimé à près des 2/3 du Tier 1.

SITUATION DES 3 PRINCIPAUX GROUPES BANCAIRES AU 31 MARS 2009

	Résultat net à fin mars 2008 (milliards ¥)	Résultat net à fin mars 2009 (milliards ¥)	ROE (en %)	Taux de CD* (en %)	ratio Tier 1 (en %)
Mitsubishi Financial Group	636,6	-256,9	-4,0	1,2	7,7
Mizuho Financial Group	311,2	-588,8	n.d	1,8	6,4
Sumitomo Mitsui Financial Group	461,5	-373,5	-14,3	1,8	8,2

Source : chiffres publiés par les groupes

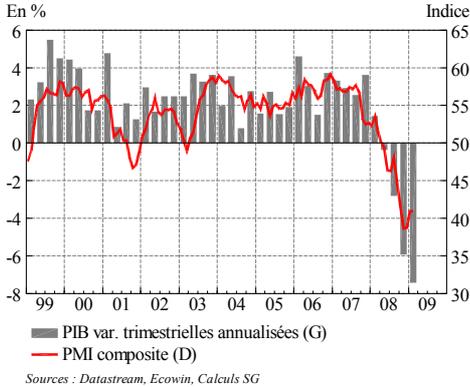
* Créances douteuses divisées par l'encours de crédit

Globalement, le résultat net et la rentabilité des banques se sont brutalement érodés, les obligeant à procéder à des augmentations de capital. Le résultat net des grandes banques a diminué pour la 3^e année consécutive au cours de l'exercice 2008. À la fin de cet exercice (au 31 mars), les trois banques accusaient une perte nette, pour la 1^{ère} fois depuis l'exercice 2002, cumulée de ¥ 1,2 trn. *Mitsubishi UFJ Financial Group*, banque numéro un au Japon en termes d'actifs, a en particulier essuyé une perte nette totale de ¥ 256,9 Mds fin mars, contre un bénéfice net de ¥ 636,6 Mds un an auparavant. Pénalisé par les turbulences sur les marchés financiers et par un investissement de \$ 9 Mds dans *Morgan Stanley* (participation de 21 %), *Mitsubishi* a procédé à une augmentation de capital de plus de \$ 15 Mds au total. De même, *Mizuho Financial Group*, 2^e banque nipponne, a accusé une perte nette de ¥ 588,8 Mds. *Mizuho* a émis des titres de dette préférentiels pour un montant de ¥ 303 Mds en juillet 2008, de ¥ 355 Mds en décembre 2008 et de \$ 850 millions en février 2009. *Mizuho* projette aussi d'émettre davantage d'actions, à savoir un maximum de ¥ 600 Mds d'actions ordinaires et de titres préférentiels (le montant total reste à déterminer mais il devra couvrir les besoins de refinancement relatifs aux ¥ 176 Mds de titres préférentiels pour le 1^{er} appel de fonds en juin). Enfin, *Sumitomo Mitsui Financial Group*, 3^e banque japonaise, dont le résultat net s'est effondré pour ressortir à ¥ -373,5 Mds, a procédé à une augmentation de capital d'au moins \$ 12 Mds. Le groupe compte aussi lever ¥ 923,1 Mds en émettant de nouvelles actions ordinaires, soit un montant record pour une IF japonaise.

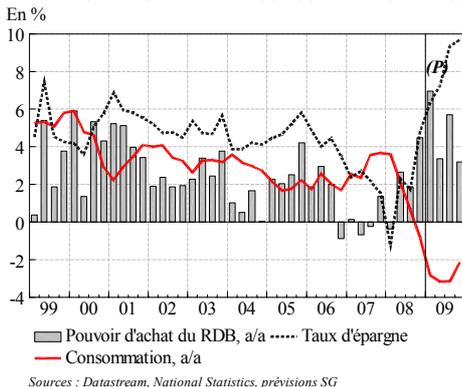
ESPOIRS ET TOURMENTS

Si quelques indicateurs conjoncturels laissent entrevoir un ralentissement du rythme de contraction de l'activité et un redressement généralisé de la confiance, les opérateurs craignent toujours que les secteurs public et privé restent surendettés et qu'à la récession succède une activité durablement amorphe.

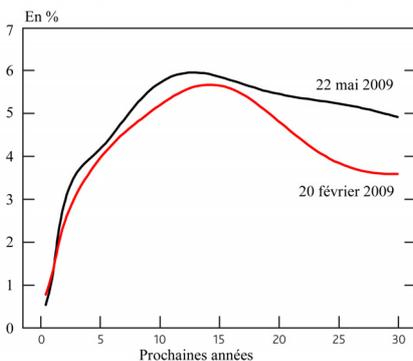
PIB : ATTEIGNANT UN PLANCHER



L'ÉPARGNE MONTE ET LA CONSOMMATION BAISSE



TAUX FORWARD (NOMINAL) *



Les limites de l'interventionnisme

Depuis le second semestre 2008, la réponse du gouvernement britannique à l'aggravation de la récession a été une politique monétaire très expansionniste conjuguée à un effort budgétaire prononcé. Le premier trimestre 2009 pourrait marquer le point bas de la récession, du moins pour ce qui est du rythme de la contraction, et la dérivée seconde de la croissance pourrait devenir positive au deuxième trimestre, bien que cela ne constitue pas un tournant à strictement parler. Les revers de la médaille seront la flambée de la dette publique et un déficit des finances publiques durablement proche de 12 % du PIB. En effet, si ces dernières ont lourdement pâti de la baisse des recettes liée au recul des bénéfices des entreprises, du recul des impôts sur le revenu et de la diminution des droits de timbre, les trois quarts du creusement du déficit sont imputables à l'accroissement des dépenses en pourcentage du PIB. Et si la forte hausse des dépenses s'explique en partie par l'effet dénominateur, elle est aussi la conséquence de l'alourdissement du coût de remboursement de la dette (avec une révision à la hausse de 10,2 Mds £ par rapport au Budget 2008) et de l'augmentation des dépenses liées aux mesures budgétaires extraordinaires et aux stabilisateurs automatiques (12,5 Mds £ supplémentaires). Elle s'explique également par une dérive structurelle observée au cours des dernières années, due à une grande prodigalité dans les dépenses, qui devraient passer de 36,3 % du PIB en 1999-2000 à 48,1 % en 2010-2011 (voire plus, ces estimations étant basées sur les prévisions de croissance économique trop optimistes du Rapport Budgétaire du gouvernement).

L'état dégradé des finances publiques soulève plusieurs questions quant à l'intérêt du plan de relance budgétaire approuvé par le gouvernement, aux recapitalisations bancaires et à la politique monétaire peu orthodoxe (ces deux derniers éléments présentant un facteur quasi-budgétaire compte tenu de leur impact indirect sur la dette publique). Outre le débat sur la valeur intrinsèque de mesures monétaires non conventionnelles, sur le coût des recapitalisations bancaires et les achats d'actifs privés supportés par le contribuable, le potentiel d'augmentation des dépenses et investissements publics pour stimuler la demande des ménages et relancer l'activité reste un sujet controversé. En d'autres termes, d'importants désaccords persistent à la fois sur le caractère contraignant de l'équivalence ricardienne, la solidité du multiplicateur keynésien et la capacité du gouvernement britannique à s'engager de façon crédible à réduire les dépenses (ou à augmenter les impôts) à l'avenir, de manière à ne pas payer d'intérêts sur sa dette qui soient susceptibles d'annuler tout bienfait potentiel issu de son augmentation. Si les hypothèses sous-jacentes de l'équivalence ricardienne que sont la neutralité de la dette et les transferts intergénérationnels volontaires nous semblent inappropriés, notamment dans un environnement où les ménages manquent de liquidités, nous considérons qu'il est probable que le multiplicateur keynésien s'avère moins significatif que prévu et que les réactions du marché à une augmentation de la dette deviennent un coût non négligeable pour le gouvernement, entravant sérieusement sa capacité à dépenser à d'autres fins. Le multiplicateur keynésien peut également être moins important que prévu car la propension marginale à consommer du secteur non financier britannique est sérieusement limitée par le besoin de réduire sa dette et face à des anticipations de baisse (ou de stagnation) des prix des actifs.

En conséquence, même si l'on évite une perturbation semblable à celle de 1929, il est peu probable que la combinaison des mesures monétaires et budgétaires fasse repartir rapidement la consommation et l'investissement privé. D'ailleurs, à moins que la demande extérieure ne parvienne à tirer la croissance, ces mesures ne permettront sans doute pas d'éviter une stagnation durable de l'activité.

Quelques signaux positifs

Malgré les contraintes structurelles à moyen terme qui empêchent une reprise énergique de l'activité économique, quelques signes de regain de confiance et d'amélioration des perspectives ont récemment été observés. Un chiffre plutôt étonnant concerne l'augmentation de 2,6 % d'avril à mai de l'indice Halifax des prix immobiliers, soit la première hausse en quatre mois et la plus forte progression depuis octobre 2002. Cet indicateur a été publié en même temps que les statistiques sur les capacités de financement des ménages qui, s'il reste médiocre, s'est légèrement amélioré par rapport à ces derniers mois. Les prêts assortis d'hypothèques et le crédit à la consommation ont effectivement augmenté entre mars et avril. Par ailleurs, l'enquête mensuelle CIPS/Markit du secteur des services (qui représente plus des trois quarts de l'économie britannique) affiche une amélioration pour la première fois depuis plus d'un an (passant de 48,7 en avril à 51,7 en mai). Au sein du secteur manufacturier, le sentiment s'améliore aussi. Une hirondelle ne fait cependant pas le printemps. Ces signaux encourageants apparaissent après une période de lourde contraction de l'activité, et ils pourraient représenter ce que le Professeur Charles Goodhart a récemment appelé une « reprise à la Potemkine » (c'est-à-dire aussi factice que les villages construits dans la Russie du 18^{ème} siècle pour enjôler l'impératrice Catherine II), avec un chômage en augmentation, le durcissement des conditions de crédit et l'endettement des ménages qui sont des enjeux plus fondamentaux auxquels l'économie sera confrontée.

Douloureuse reprise

La consommation des ménages devrait se redresser légèrement en fin d'année, avec un taux de croissance trimestriel extrêmement faible. En conséquence, sa progression annuelle pourrait être quasi-nulle en 2010. Les investissements continueront à se contracter au second semestre 2009 et premier semestre 2010, et il est probable que seuls la consommation et les investissements publics tireront la demande interne. De ce fait, cette dernière devrait reculer de près de 5 % en 2009 et rester très faible en 2010 (avec une progression proche de 0,5 %). Étant donné que la demande interne est en berne et que la contribution des échanges commerciaux nets compense à peine son impact sur la croissance, nous tablons toujours sur une contraction de 4 % du PIB en 2009 et une progression inférieure à 0,5 % en 2010. Compte tenu du recul de l'activité, le chômage va continuer à augmenter au cours de l'année à venir probablement pour toucher près de 10 % de la population active en 2010.

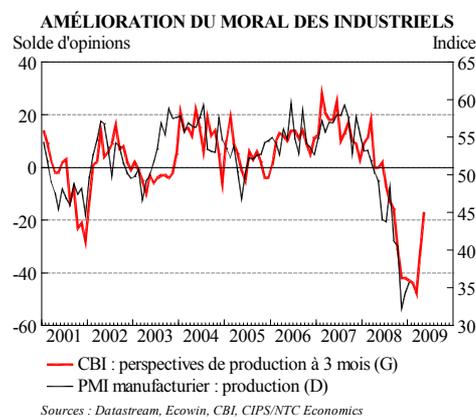
L'évolution de l'inflation est encore plus décourageante : si les marchés commencent à tabler sur un rebond de l'inflation et restent préoccupés par la hausse de la dette publique, ce qui dope le rendement du *gilt* à 10 ans, la Banque d'Angleterre souhaite, elle, maintenir les rendements au plus bas pour éviter ce qu'elle considère toujours comme un risque grave de déflation. Pourtant, en tentant de baisser ces rendements par le biais de nouveaux rachats de *gilts*, elle pourrait indirectement contribuer à les renforcer, ses actions pouvant conforter le marché dans sa crainte de voir la dette publique exploser. La Banque d'Angleterre étant à court de solutions et le gouvernement étant incapable de stimuler davantage l'économie, la reprise s'annonce très douloureuse.

Davide GIARDINO – 01 57 29 47 82

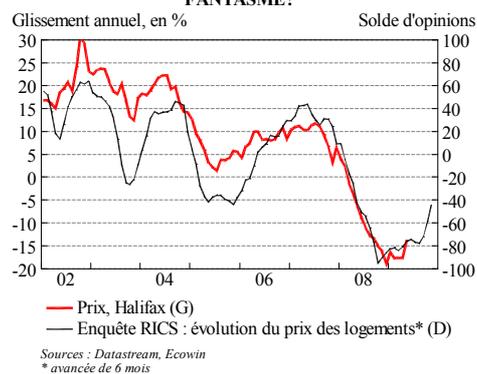
En %	2007	2008	2009 (p)	2010 (p)
PIB reel	3,0	0,7	-4,0	0,3
Prix à la consommation (IPC)	2,3	3,6	2,0	1,5
Taux de chômage	2,7	2,8	4,7	5,0
Solde courant (% PIB)	-2,9	-1,7	-2,0	-2,1
Solde public (% PIB)*	-2,4	-6,1	-12,5	-9,3

* Année fiscale

	2008	24/06/2009	Sept. 2009	Déc. 2009
EuroGBPs à 3 mois	5,49	0,89	1,00	1,00
Gilt à 10 ans	4,48	3,71	4,00	4,20
EUR/GBP	0,80	0,85	0,86	0,85
GBP/USD	1,84	1,65	1,69	1,71



MARCHÉ DE L'IMMOBILIER : RETOURNEMENT OU FANTASME ?



L'INFLATION : ÉVOLUTION INCERTAINE



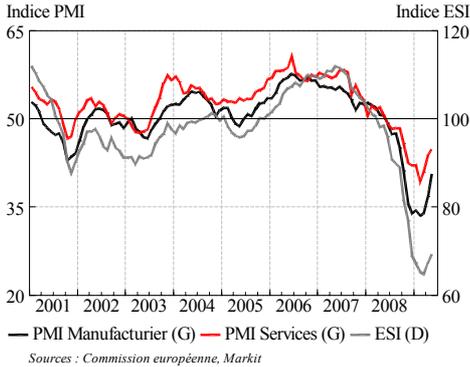
À SURVEILLER

Livre sterling : après s'être considérablement dépréciée au cours de l'année passée, la livre s'est quelque peu redressée depuis deux trimestres et pourrait poursuivre sur cette tendance d'ici la fin de l'année. Le ralentissement plus marqué de la croissance en zone euro par rapport au Royaume-Uni devrait y contribuer ces prochains mois. Toutefois, la livre ne peut plus autant compter sur l'une de ses plus importantes sources de valeur ajoutée, à savoir celle du secteur financier et de la hausse des prix des actifs, et il est peu probable que la monnaie britannique regagne rapidement tout le terrain perdu.

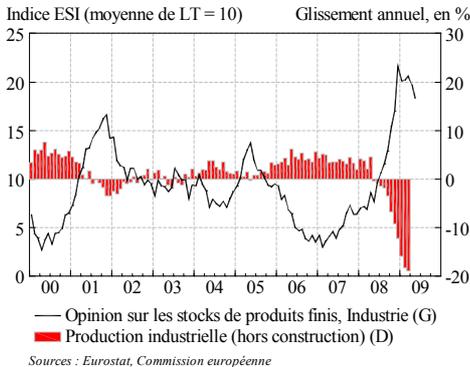
REPRISE : TROP D'OPTIMISME PEUT NUIRE

Depuis quelques mois, nous assistons à une inflexion de tendance de la conjoncture, avec l'apparition des fameux green shoots (bourgeons de la reprise) : le moral des entrepreneurs remonte, les marchés financiers se ressaisissent, l'aversion au risque baisse et l'activité cesse de s'effondrer aux États-Unis et redémarre en Chine... Mais une série de mauvaises nouvelles portant sur l'activité en avril montre que la récession, bien que moins violente, demeure profonde. Pire, l'embellie sur les marchés financiers et ses impacts sur les prix des matières premières et le change représentent un réel risque pour la reprise en zone euro.

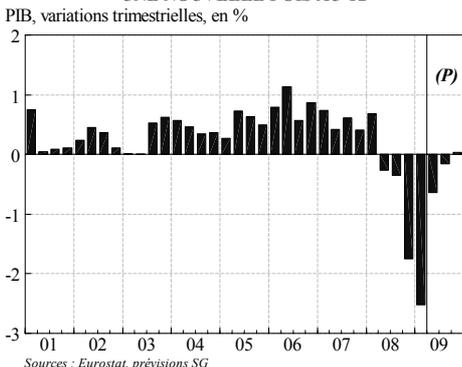
LE REBOND DES INDICATEURS DE CONFIANCE SE CONFIRME



LE DÉSTOCKAGE COMMENCÉ EN DÉBUT D'ANNÉE SE POURSUIVRA ENCORE SUR PLUSIEURS MOIS



LE PIB DE LA ZONE EURO SE CONTRACTERA UNE NOUVELLE FOIS AU T2



Même adoucie, la récession reste d'actualité

Les derniers indicateurs d'enquête publiés en mai/juin ont unanimement confirmé l'entrée de la récession dans une phase nettement moins violente au 2^e trimestre, après deux trimestres de baisse massive de l'activité dans la zone euro (PIB en recul de 1,6 % t/t au T4 2008 et de 2,5 % au T1 2009, soit -4,6 % en glissement annuel). L'indice PMI dans le secteur manufacturier a enregistré une progression exceptionnelle entre avril et juin, gagnant 5,5 points sur deux mois à 42,4 points, un niveau néanmoins très en deçà de la ligne des 50 séparant habituellement récession et expansion. Dans les services, l'opinion des directeurs d'achats, après s'être améliorée le mois précédent, s'est stabilisée en juin (-0,3pts, à 44,8 points). De même, l'indice ESI a continué son rebond en mai (+2,1 points, au plus haut depuis novembre 2008), bénéficiant d'une légère amélioration de la confiance dans l'ensemble des secteurs distingués par l'enquête (industrie, services, consommateurs, vente de détail), à l'exception notable de la construction.

Dans l'industrie, l'amélioration des indices de confiance reflète l'avancement du processus de déstockage entamé au début de l'année ainsi qu'un léger rebond des ventes de détail (+0,2 % m/m en avril). Cependant, elle porte davantage sur le redressement des anticipations d'activité que sur celui de l'activité présente. D'ailleurs, d'après l'enquête ESI, l'opinion sur les carnets de commandes (y compris à l'exportation), a poursuivi sa dégradation en mai et est à un nouveau plancher historique. Le recul de la production industrielle en avril (-1,9 % sur le mois), notamment en raison de mauvais résultats en Allemagne, en France ou encore aux Pays-Bas et en Grèce, contribue également à relativiser l'interprétation à donner au rebond des enquêtes d'opinion.

Dans l'ensemble, le PIB de la zone euro devrait se contracter pour le 5^e trimestre consécutif entre avril et juin, perdant environ 0,6 % t/t, soit un repli inédit de 5 % sur un an. L'investissement productif continuera de se contracter massivement tant les capacités de production excédentaires sont importantes et les résultats financiers des entreprises dégradés. Les variations de stocks joueront négativement, mais de façon bien moins violente qu'au T1-09 (où ils avaient amputé la croissance d'un point), le mouvement de déstockage étant amené à s'achever pendant l'été.

De nouveaux risques pèsent sur la reprise en zone euro

Les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales et les gouvernements pour stabiliser la sphère financière depuis l'automne 2008 portent progressivement leurs fruits et la situation est en nette amélioration depuis avril. Dans la zone euro, les *spreads* OIS 3 mois/IBOR, qui reflète le risque bancaire, ont chuté, ainsi que les *spreads* corporate et les primes de CDS sur les titres souverains, marquant un net reflux de l'aversion au risque chez les investisseurs. Cette embellie relative, les niveaux des primes de risque demeurant élevés, est alimentée par le sentiment des marchés selon lequel le scénario catastrophe conjuguant chute incontrôlée de l'activité et déflation peut être écarté comme suite à la multiplication d'indicateurs d'activité plus favorables, elle-même favorisée par la normalisation partielle des conditions de financement.

Toutefois, cette ébauche de cercle vertueux a provoqué une envolée du prix des matières premières, à commencer par celui du pétrole qui a atteint la barre des 70\$/baril début juin (+55 % depuis le 1^{er} janvier). Cette flambée pénalisera la consommation privée à partir de cet été, la hausse du prix des importations libellées en dollars n'étant que très partiellement amortie par l'appréciation récente de l'euro face à la monnaie américaine, qui, par ailleurs, pèsera sur un secteur exportateur déjà en crise profonde.

L'atténuation de l'aversion au risque s'est par ailleurs traduite d'une part par une nette reprise des marchés actions et, d'autre part, par une augmentation marquée des rendements des titres souverains en Europe et aux États-Unis. Le rendement du Bund à 10 ans est ainsi passé de 3,2 % début mai à environ 3,6 % mi-juin pour retomber quelque peu par la suite. La menace déflationniste s'éloignant, les anticipations d'inflation remontent peu à peu tout en restant, pour l'instant, limitées (début juin, le point mort d'inflation *spot* à 10 ans pour la France était légèrement inférieur à 2,5 %, soit le niveau de début octobre). Elles sont alimentées par la crainte que les énormes injections de liquidités opérées par les banques centrales ne soient pas stérilisées à temps ainsi que par la formidable montée des déficits publics qui entraîneront une explosion des charges d'intérêts et des dettes publiques au cours des prochaines années.

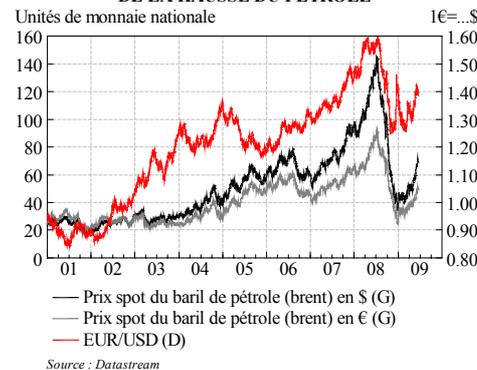
La baisse des primes de risque a, pour l'instant, empêché cette hausse des taux sans risque d'impacter significativement les taux des crédits bancaires au secteur privé et des taux des obligations *corporate*. Les statistiques les plus récentes de la BCE, qui portent sur avril, montrent que les taux des crédits ont encore sensiblement baissé, hormis pour les crédits aux entreprises à taux fixe et de plus de 1 M €, pour lesquels les taux moyens ont augmenté de 18 pb en un mois. Dans les mois à venir, une remontée des taux d'intérêt sur l'ensemble des nouveaux crédits est à craindre si la pentification de la courbe des taux devait se confirmer. Un tel mouvement pèserait sur l'activité en atténuant les effets de l'assouplissement de la politique monétaire.

La politique monétaire pourrait avoir atteint son assouplissement maximal

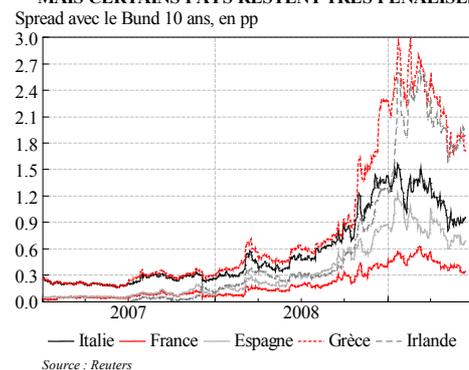
C'est donc dans un environnement à la fois moins défavorable en termes de perspectives économiques et plus risqué en termes de maîtrise des anticipations inflationnistes que le Conseil des gouverneurs de la BCE s'est réuni début juin et a précisé les modalités du programme de rachat de 60 Mds € d'obligations sécurisées annoncé en mai. Ces rachats seront étalés sur une durée d'un an à partir de juillet et concerneront à la fois le marché primaire et le marché secondaire de titres adossés à des crédits au secteur public comme à l'habitat. Les conditions d'éligibilité sont peu restrictives : la BCE se donne en effet le droit d'acquérir des actifs notés jusqu'à BBB- et de faible liquidité (le montant à l'émission doit être supérieur à 100 M €, ce qui inclut la quasi-totalité des actifs circulant actuellement sur le marché). Ces règles permettront à la BCE de sélectionner au cas par cas les actifs qu'elle achètera afin de soutenir les systèmes bancaires nationaux qui sont le plus sous pression, probablement au premier chef ceux de l'Irlande et de l'Espagne, pays de la zone euro qui connaissent les plus graves crises immobilières.

Par ailleurs, comme attendu, le taux *refi* est resté inchangé, à 1 %. La conférence de presse qui a suivi a montré la réticence des Gouverneurs à assouplir davantage leur politique, tant par des mesures conventionnelles que non-conventionnelles. Aussi une nouvelle baisse de taux nous semble-t-elle dorénavant peu probable, sauf aggravation soudaine de la crise, ce qui n'est pas notre scénario central. Cet été, la BCE maintiendra sans doute le *statu quo*, en l'attente notamment des premiers effets de son programme de rachat d'obligations sécurisées. Par ailleurs, la réponse pleine de retenue de J.C. Trichet aux critiques de la Chancelière allemande, Angela Merkel, portant sur les politiques monétaires à ses yeux par trop expansionnistes (critiques visant principalement la Fed et la Banque d'Angleterre, mais également la BCE) montre le malaise de la BCE à s'engager plus avant dans ce type de stratégie. **François LETONDU – 01 42 14 27 96**

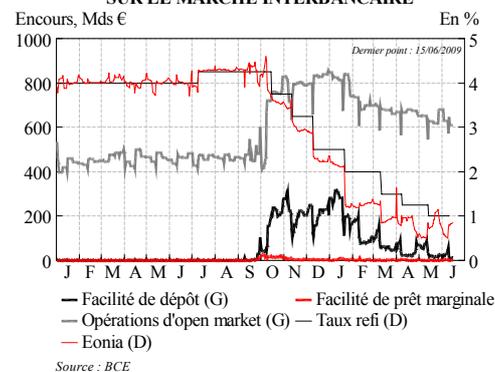
L'APPRÉCIATION DE L'EURO ATTÉNUÉ UNE PARTIE DE LA HAUSSE DU PÉTROLE



RESSERREMENT DES SPREADS SOUVERAINS, MAIS CERTAINS PAYS RESTENT TRÈS PÉNALISÉS



DE MOINS EN MOINS D'EXCÈS DE LIQUIDITÉS SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE



À SURVEILLER

Dans sa Revue de stabilité financière de juin, la BCE donne une estimation des pertes du système bancaire de la zone euro entre 2007 et 2010. Celles-ci s'élevaient à 649 Mds \$, dont 218 Mds imputables à des dépréciations sur titres et 431 à des pertes sur les portefeuilles de crédits. La BCE attribue la plupart des pertes à venir aux crédits bancaires (281 Mds en 2009-2010), alors que la quasi-totalité des dépréciations sur titres aurait déjà été enregistrée (selon Bloomberg, les dépréciations atteignaient 215 Mds \$ au 28 mai). La méthode utilisée est identique à celle employée par le FMI (dont les estimations de pertes s'élevaient à 904 Mds \$ en zone euro sur 2007-2010), mais avec une calibration, cette fois, adaptée aux pays européens. Ces exercices globaux 'top-down' restent cependant approximatifs et délicats à interpréter, d'autant que les situations des différents systèmes bancaires de l'UEM sont contrastées.

En %	2007	2008	2009(p)	2010(p)
PIB en volume	2,7	0,7	-4,6	0,2
Prix à la consommation (CPI)	2,1	3,3	0,4	1,5
Taux de chômage	7,5	7,6	9,8	11,6
Solde courant (% PIB)	0,1	-0,8	-0,4	-0,5
Solde public (% PIB)	-0,6	-1,9	-5,7	-6,1

	2008	24/06/09	Sept.09	Déc. 09
Euribor 3 mois	4,62	1,23	1,10	1,10
Bund 10 ans	3,99	3,45	3,65	3,75
EUR/USD	1,47	1,40	1,45	1,45
EUR/GBP	0,80	0,85	0,86	0,85
EUR/JPY	152	134	145	149



INDICATEURS ÉCONOMIQUES

ACTIVITÉ	2007	2008	janv-09	févr-09	mars-09	avr-09	mai-09	juin-09
	Moyennes							
1 - Industrie manufacturière								
Production manufacturière								
Indice base 100=2005, CVS-CJO	103,2	100,0	85,9	85,4	84,0	83,6	...	...
Variations mensuelles, en %	1,9	-3,1	-5,4	-0,6	-1,6	-0,5	...	...
Biens d'investissement	102,7	100,5	83,9	83,9	83,4	83,1	...	...
Biens intermédiaires	103,3	98,5	79,4	79,0	76,1	76,0	...	...
Biens de consommation durables	99,0	91,9	82,2	79,7	78,5	76,6	...	...
Biens de consommation non durables	104,8	102,6	100,4	97,7	97,7	97,2	...	...
Taux d'util. des capacités de prod. en %, CVS	85,4	84,5		75			70,6	
Indicateurs synthétiques								
PMI manufacturier	52,9	46,7	37,9	34,8	36,5	40,1	43,3	45,5
Banque de France	107	91	72	72	74	75	81	...
Insee	109	97	75	69	68	71	73	75
Enquête mensuelle Insee								
Production récente	16		-40	-49	-51	-54	-48	-42
Perspectives personnelles de production	15	-4	-39	-46	-47	-34	-28	-18
Carnets de commandes globaux	2	-19	-55	-67	-70	-69	-69	-70
Carnets de commandes étrangers	6	-17	-53	-72	-73	-67	-69	-70
Niveau des stocks de produits finis	11	18	28	24	23	21	13	11
2 - Services								
PMI services	59	50	42,6	40,2	43,6	46,5	48,3	47,5
Services aux entreprises hors Interim, Insee								
Activité passée	18	10	-9	-3	-19	-32	-23	-22
Activité prévue	14	4	-20	-15	-22	-22	-22	-15
Services aux particuliers, Insee								
Activité passée	8	5	-16	-18	-14	-19	-26	-25
Activité prévue	9	2	-18	-29	-32	-29	-21	-19
3 - Commerce								
De détail : Ventés passées	14	3	-20	-9	1	-34	-5	-37
Perspectives générales d'activité	-10	-41	-60	-58	-61	-52	-45	-41
De gros : Volume des ventes	-3	-16	-38	-38	-49	-50	-50	0
Intentions de commandes	-7	-16	-36		-47		-44	0
4 - Bâtiment : Perspectives d'activité	20	-7	-37	-46	-35	-36	-34	-36
Demande de logements neufs (promoteurs)	-32	-66		-84			-52	
Mises en chantier (cumul sur 12 mois, en milliers)	436,9	368,3	357,6	358,5	335,8	...	...	...
5 - Travaux publics : Perspectives d'activité	17	-22		-50			-54	
MÉNAGES	Moyennes		Variations mensuelles					
Conso. des ménages en produits manuf., en %	4,8	-0,6	1,3	-2,0	0,7	0,5	-0,2	...
Immatriculations, CVS-CJO, Insee, en %	2,9	-1,1	1,4	-1,5	6,3	-2,4	17,9	...
Indicateur de confiance, en %	-21	-42	-41	-43	-42	-41	-40	...
PRIX, EMPLOI, SALAIRES	Moyennes		Glissements annuels					
Taux d'inflation, en %	1,5	2,8	0,7	0,9	0,3	0,1	-0,3	...
Inflation sous-jacente, en %	1,5	2,0	1,7	1,9	1,6	1,6	1,6	...
Emploi salarié des secteurs marchands, en millions	15,941	16,004	15,889			15,697		
Glissement annuel, en %	1,8	0,4	-0,9			-2,3		
Variation trimestrielle, en %			-0,7			-1,2		
Taux de chômage, en France métropolitaine, en %	8,0	7,4	7,6			8,7		
Salaires mensuel de base, en %	2,6	3,0	3,1			3,1		
COMMERCE EXTÉRIEUR								
Solde commercial, CVS, en milliards EUR	-40,2	-54,3	-4,6	-4,0	-4,3	-3,8	...	...
Cumul sur 12 mois			-54,6	-55,5	-55,9	-56,0	...	...
Exportations FAB, en milliards EUR	403,6	412,4	28,0	27,9	27,5	27,0	...	...
Importations FAB, en milliards EUR	443,8	466,7	32,6	31,9	31,8	30,8	...	...
Solde courant, CVS, en milliards EUR	-18,9	-44,2	-3,8	-2,9	-3,2	-3,1	...	...
Cumul sur 12 mois			-44,0	-44,9	-44,9	-45,0	...	...
MONNAIE, CRÉDITS	Moyennes		Glissements annuels					
Crédits des établissements de crédit aux entreprises, en %	10,9	13,4	9,1	8,1	6,4	4,7	...	...
Dont investissement	9,7	13,0	12,2	11,4	10,7	9,0	...	...
Crédits des établissements de crédit aux ménages, en %	11,2	9,3	6,7	6,0	5,7	5,4	...	...
Dont habitat	13,9	10,9	7,9	7,1	6,7	6,4	...	...
	Moyennes		Moyennes mensuelles					
Taux monétaire à 3 mois, en %	4,2	4,6	2,5	1,9	1,7	1,4	1,3	1,2
OAT 10 ans, en %	4,3	4,2	3,6	3,6	3,6	3,6	3,8	3,9
Cours de l'euro en dollar	1,37	1,47	1,33	1,28	1,30	1,32	1,36	1,40

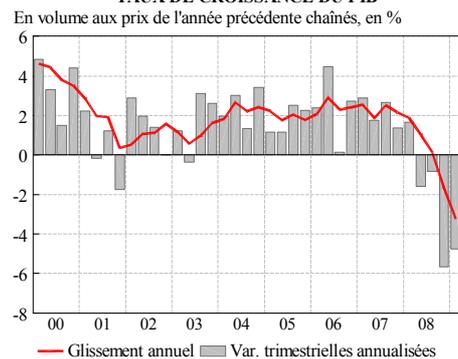
Sources : Insee, Douanes, Banque de France, Datastream, Société Générale

COMPTES TRIMESTRIELS

(En % ou mds €)	2008 valeur	T1 08	T2 08	T3 08	T4 08	T1 09	2007	2008	Acquis 2009
Conso. ménages	1 086,6	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	2,4	0,9	0,4
Conso. APU	451,3	0,2	0,3	0,6	0,3	0,0	1,5	1,1	0,6
FBCF	426,9	0,9	-1,5	-1,1	-2,4	-2,3	6,5	0,4	-4,9
dont : Entr.	224,3	1,8	-1,5	-0,3	-2,7	-3,2	8,6	2,4	-5,7
Ménages	120,9	0,1	-1,3	-2,8	-2,6	-1,5	5,5	-1,4	-5,2
APU	62,4	-1,5	-3,0	-1,3	-1,6	-0,8	4,4	-4,5	-3,3
Exportations	514,1	2,0	-2,7	-0,1	-4,6	-6,0	2,5	-0,5	-10,0
Importations	563,5	1,1	-1,0	0,5	-3,0	-5,3	5,4	0,6	-7,4
PIB	1 948,6	0,4	-0,4	-0,2	-1,5	-1,2	2,3	0,3	-2,5
Tx d'épargne des ménages	15,5	15,0	15,1	15,6	-	-	15,5	15,3	-
Tx de marge des sociétés	31,7	31,3	31,4	30,3	-	-	31,6	31,2	-

Source : Insee - Comptes trimestriels, en volume aux prix de l'année précédente chaînés

TAUX DE CROISSANCE DU PIB



Source : Insee

STABILISATION ATTENDUE À L'ÉTÉ

Depuis quelques mois déjà, et bien que le rythme se révèle différent selon les secteurs, les résultats des enquêtes de conjoncture apparaissent plus encourageants. Toutefois, les données « quantitatives » demeurent des plus hésitantes, indiquant une modération de la contraction de l'activité au 2^e trimestre, mais pas, pour l'heure, de reprise. Celle-ci est attendue pour la fin de l'année : elle reposera sur l'épuisement du mouvement de déstockage, l'effet des mesures de relance et un environnement international moins dégradé.

Les enquêtes de conjoncture se redressent quelque peu... enfin

En juin, l'indicateur global du climat des affaires de l'Insee s'est redressé pour le 2^e mois consécutif – après 22 mois de baisse – reflétant le rebond de l'ensemble des indicateurs sectoriels d'activité, à l'exception, pour l'heure, du bâtiment :

- Dans l'industrie, les points bas des enquêtes ont été touchés en décembre 2008 (Banque de France), février 2009 (PMI) et mars 2009 (Insee). En juin, la production se serait stabilisée : selon l'Insee, elle a crû (agroalimentaire) ou a vu sa baisse se modérer (biens de consommation, automobile, biens intermédiaires), à l'exception des biens d'équipement pour lesquels la production a fléchi. Les stocks de produits finis se sont de nouveau dégarnis et sont maintenant inférieurs à leur moyenne de long terme. En revanche, les carnets de commandes, très peu étoffés, se dégarnissent à nouveau ;

- Dans les services, si le rebond initié en mai s'est poursuivi en juin, il reste fragile : l'activité continuera à reculer dans les prochains mois, dans les services aux entreprises et aux particuliers, à un rythme toutefois moins soutenu. Surtout, la chute des effectifs se poursuivra ;

- Dans le commerce de détail, la conjoncture apparaît un peu moins dégradée ; les stocks sont partout dégarnis, à l'exception du secteur de l'aménagement de l'habitat, corrélativement à la chute des dépenses de consommation des ménages en biens durables hors automobiles. En revanche, les ventes prévues replongent en juin et, comme pour les services, de nouvelles suppressions d'emploi sont attendues ;

- Dans le bâtiment, la conjoncture reste morose, en particulier dans le gros œuvre. Les entrepreneurs du bâtiment sont toujours nombreux à juger leurs carnets de commandes inférieurs à la normale. Les effectifs seront à nouveau réduits dans les prochains mois, dans le gros œuvre comme dans le second œuvre.

Au final, les perspectives semblent globalement s'éclaircir et la contraction de l'activité se modérera au 2^e trimestre. Cependant, deux aspects demeurent inquiétants :

- au niveau « qualitatif », l'opinion sur les débouchés et l'évolution des effectifs restent défavorables dans quasiment l'ensemble des secteurs ;

- les indicateurs « quantitatifs », connus avec retard, ne relaient pas, pour l'heure, l'amélioration des indicateurs « qualitatifs » : en avril, la production industrielle s'est de nouveau contractée (-1,4 %, soit -17,1 % sur un an), la construction neuve a reculé. Au 1^{er} trimestre, les pertes d'emplois dans les secteurs principalement marchands ont atteint -195 200 emplois, un chiffre supérieur aux pertes du T4-08 (-117 300).

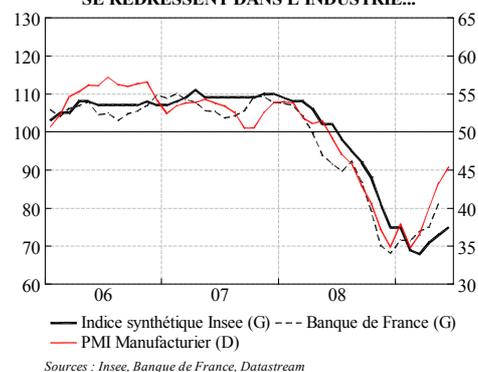
Dans ces conditions, la reprise n'est donc pas attendue avant le dernier trimestre 2009 ; elle reposera essentiellement sur une contribution positive des variations de stocks à la croissance (en France et à l'étranger) et sur les mesures de relance annoncées fin 2008-début 2009 par le gouvernement. Pour l'heure, seuls 10 Mds € sur les 26 Mds € prévus pour 2009-2010 ont été injectés dans l'économie, dont seulement 3,2 Mds € hors mesures de soutien aux trésoreries des entreprises.

L'inflation négative, un soulagement à court terme uniquement

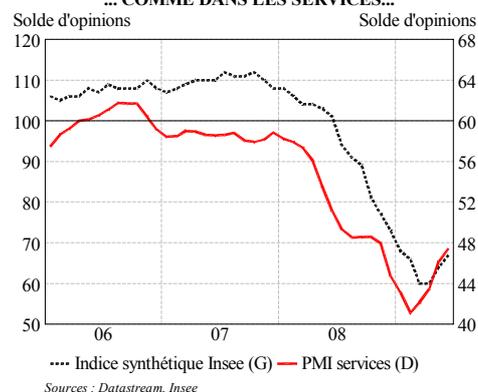
En variation annuelle, les prix à la production et à la consommation évoluent maintenant à la baisse. Cependant, la désinflation comme ses effets devraient s'atténuer rapidement.

En avril, les prix à la production, qui évoluent négativement depuis décembre dernier en variation annuelle et depuis août en variation mensuelle, ont vu leur recul s'accroître (-6,4 % sur un an sur le marché français, après -4,7 % en mars). Le répit apporté par ce repli, ainsi que par la diminution du coût de financement des entreprises via la baisse des

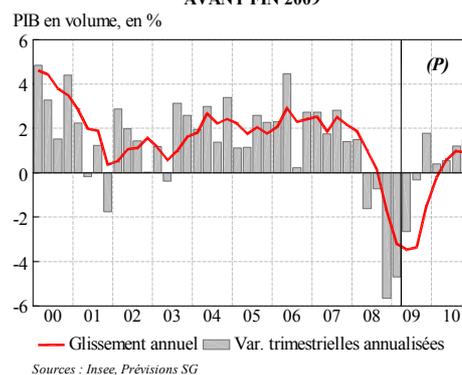
LES INDICATEURS AVANCÉS D'ACTIVITÉ SE REDRESSENT DANS L'INDUSTRIE...



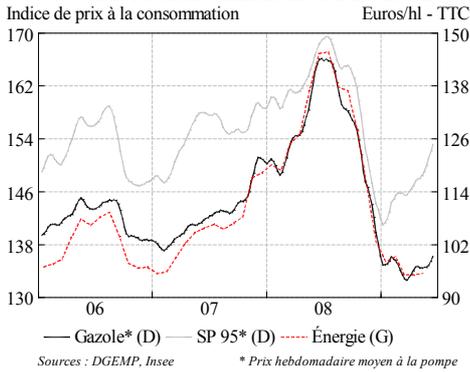
... COMME DANS LES SERVICES...



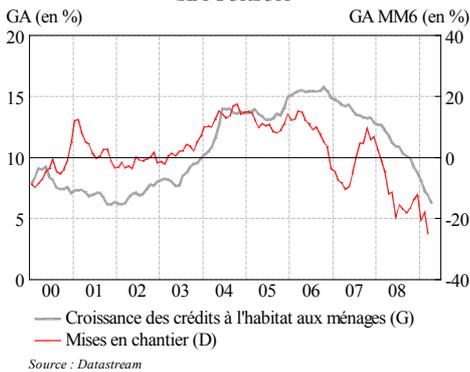
... MAIS LA REPRISE N'INTERVIENDRA PAS AVANT FIN 2009



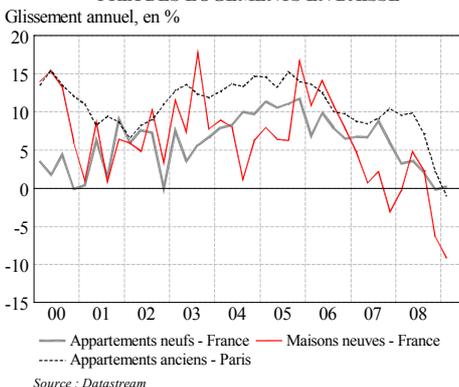
REMONTÉE DES PRIX DES CARBURANTS TOUCHANT PARTICULIÈREMENT L'ESSENCE



L'AJUSTEMENT DU MARCHÉ IMMOBILIER SE POURSUIT



PRIX DES LOGEMENTS EN BAISSÉ



taux des crédits (le taux moyen des crédits à l'investissement s'est établi à 4,23 % en avril contre 5,57 % en septembre 2008), se reflète dans les résultats de l'enquête AFTE auprès des trésoriers d'entreprise qui s'améliorent depuis début 2009. Cependant, ce soulagement se révélera sans lendemain. D'une part, les prix du pétrole et des matières premières importées sont repartis à la hausse, depuis mars en devises, et avril en euros ; d'où un impact négatif sur les coûts de production, mais aussi une incitation à reconstituer les stocks. D'autre part, si le coût du crédit devrait rester limité au vu de la faiblesse des taux à court terme, les taux des obligations *corporate* tendent à se stabiliser, la baisse des *spreads* étant compensée par l'augmentation des taux longs sans risque.

Du côté des ménages, le taux d'inflation, négatif en mai pour la première fois depuis 1957, va le rester au cours de l'été. En revanche, les prix ne baissent plus au mois le mois depuis février, et la remontée du prix du pétrole brut se répercute sur les prix des carburants depuis mi-mars (le prix de vente TTC du Super Sans Plomb 95 est ainsi remonté de 1,13 € le litre mi-mars à 1,27 € mi-juin). En outre, la situation du marché du travail s'est fortement dégradée ces derniers mois – au 1^{er} trimestre 2009, le taux de chômage s'est établi à 9,1 % (France y compris Dom), augmentant de plus d'un point par rapport au T4-08 (8 %) ; cette évolution négative se poursuivra jusqu'en 2010. La progression du pouvoir d'achat des ménages, qui devrait avoir été positive au T1-09, serait négative au T2-09. Les dépenses de consommation, globalement résilientes ces derniers mois mais qui s'inscrivent maintenant en baisse pour les produits manufacturés (-0,2 % en mai, -1,6 % sur un an), ne progresseraient que faiblement, d'autant que la confiance des ménages, en rétablissement depuis mi-2008, demeure à un niveau très bas.

L'ajustement du marché immobilier va se poursuivre

Au 1^{er} trimestre 2009, les ventes de logements neufs par les promoteurs se sont fortement reprises, avec plus de 25 000 logements vendus, soit 68,6 % de plus qu'au trimestre précédent. Sur un an, les ventes sont toutefois encore en baisse (-4,8 %). Cette reprise est par ailleurs intervenue alors que les promoteurs ont réduit le lancement de nouveaux programmes (les permis de construire des trois derniers mois étant toujours en baisse en avril, de 22,6 % par rapport aux trois mois précédents), avec un impact sur les mises en ventes, restées stables au 1^{er} trimestre autour de 15 000 logements. En conséquence, les stocks de logements neufs, déjà en repli à fin 2008, ont vu leur recul s'accélérer, un point clairement positif pour la construction dans les trimestres à venir.

Dans l'ancien en revanche, les transactions se sont effondrées au 1^{er} trimestre 2009 : en Île-de-France, les ventes de logements anciens (maisons et appartements) ont chuté de 27,5 % par rapport au T4-08. Cette différence de tendance entre l'ancien et le neuf s'explique dans une large mesure par les soutiens publics apportés à l'achat de logements neufs : doublement du plafond du prêt à taux zéro (selon le gouvernement, 13 000 prêts à taux zéro doublés ont été déclarés à fin avril 2009, soit autant que sur la totalité de l'année 2008) ; extension du Pass Foncier, qui permet le paiement du logement en deux temps (habitat puis terrain), à l'habitat collectif ; création du dispositif Scellier qui octroie une réduction d'impôt attractive pour l'achat d'un logement neuf destiné à la location ; mise en place du programme de rachat de logements par l'État (depuis l'automne 2008, plus de 17 000 logements ont fait l'objet d'un accord pour une vente en l'état futur d'achèvement).

Conséquence de l'ajustement des transactions, la baisse des prix est maintenant avérée dans le neuf comme dans l'ancien. Dans le neuf, les prix des appartements et des maisons ont de nouveau reculé au T1-09 (-1,4 % T/T et -0,3 % T/T respectivement). Sur un an, si le prix des appartements évolue encore de façon légèrement positive (+0,2 %), celui des maisons baisse de 9,2 %. Dans l'ancien, la baisse est pour l'heure plus importante en France entière qu'à Paris : sur un an, le recul atteint 6,6 % en France contre -1 % à Paris.

Les conditions de financement se sont en revanche clairement améliorées, les taux des crédits à l'habitat ayant atteint 4,55 % en avril contre 5,19 % en décembre dernier, selon la Banque de France. Ceux-ci risquent néanmoins de remonter quelque peu, au vu de la hausse récente des taux longs. À l'inverse, la croissance très ralentie des revenus réels des ménages, qui se poursuivra jusqu'en 2010, amputera leur capacité d'emprunt, entraînant de nouvelles chutes des transactions et des prix.

Daphné MAUREL – 01 42 14 93 49

L'EMPLOI AU BORD DU GOUFFRE

Les enquêtes de confiance continuent de s'améliorer, confirmant que la récession est entrée dans une phase moins violente après un 1^{er} trimestre 2009 catastrophique. Ce sont cependant les seules perspectives qui s'améliorent, les indicateurs sur la situation présente continuant de se dégrader. La récession est donc encore loin d'être finie pour l'Allemagne.

L'industrie ne voit toujours pas le bout du tunnel

Alors que les bourgeons de la reprise apparaissent timidement aux États-Unis ou au Royaume-Uni, ceux-ci peinent encore à faire surface en Allemagne, tant le pays – et en premier lieu son industrie – est frappé par l'effondrement de la demande internationale.

Ainsi, alors que la phase de déstockage est déjà bien avancée aux États-Unis et dans la majorité des pays de la zone euro, l'industrie allemande, malgré une baisse violente de sa production à partir de fin 2008 (en avril, la production industrielle était inférieure de plus de 21 % à ce qu'elle était un an auparavant, après une nouvelle baisse de 1,9 % par rapport au mois de mars), n'a pas pu réduire de façon aussi drastique ses stocks de produits finis. La composante de l'indice IFO portant sur les stocks est restée en mai à son plus haut historique, alors que, pour l'ensemble de la zone euro, l'enquête montre une tendance à la baisse des stocks, l'indice étant revenu à son niveau de novembre.

L'industrie, pour reconstituer sa trésorerie, va donc devoir réduire davantage sa production au cours des mois à venir, d'autant plus que les carnets de commandes, après un net rebond en mars (+3,7 % m/m), n'ont pas progressé en avril.

C'est encore la demande extérieure qui fait défaut : les commandes à l'exportation ont reculé de 0,5 % en avril (-36,4 % en glissement annuel) et les exportations en valeur, qui s'étaient pourtant stabilisées en mars (+0,3 % m/m), ont replongé lourdement, reculant de 4,8 % m/m (-25,6 % en glissement annuel).

La situation est, par ailleurs, très contrastée selon les secteurs. Ainsi, les commandes de biens d'équipement ont chuté de 4,4 % sur un mois (-38,4 % sur un an) alors que celles de biens intermédiaires ont fortement progressé pour le 2^e mois consécutif (+6 % m/m).

De fait, la spécialisation de l'industrie allemande sur les biens d'équipement, qui l'a fortement avantagée lors de la phase expansionniste du cycle économique mondial, constitue actuellement un frein au redémarrage de l'activité. Le cycle d'investissement mondial reste dans sa phase descendante, avec des surcapacités de production massives, qui devront être résorbées avant toute reprise significative de l'investissement productif, ce qui n'interviendra probablement pas avant fin 2010.

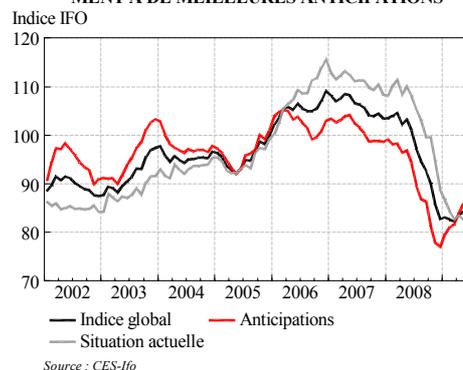
Le budget de l'État soutient les finances des ménages... pour l'instant

Malgré la dégradation sans précédent de la conjoncture, la consommation privée a relativement bien résisté depuis le début de l'année. En plus du soutien apporté par la désinflation (l'inflation est tombée à 0 % en mai), les mesures mises en place par le gouvernement dans le cadre des deux plans de relance ont amorti le choc pour les ménages. La prime à la casse automobile, l'augmentation des indemnités en cas de chômage partiel, de primes aux familles... ont soutenu leur revenu disponible et leur consommation. Au 1^{er} trimestre, les revenus de transfert ont crû de 4,5 % par rapport au 4^e trimestre, alors que les revenus du travail ont baissé de plus de 2 %. Ces mesures ont permis *in fine* de modérer l'impact direct de l'effondrement de l'activité de cet hiver sur la consommation : celle-ci a crû de 0,5 % au 1^{er} trimestre et les ventes de détail hors automobiles ont progressé de 0,5 % en avril, ramenant leur baisse sur un an à 0,3 %.

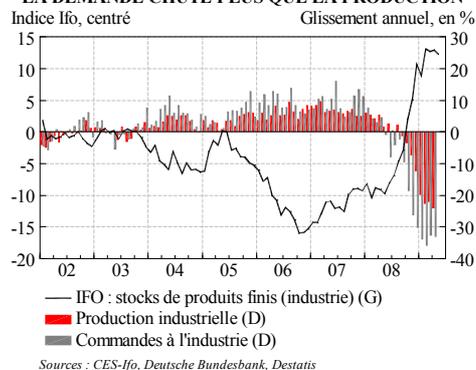
Pour autant, alors que la consommation privée devrait progresser très légèrement en moyenne en 2009, un renversement de tendance semble inévitable en 2010. En effet, face à l'effondrement de l'activité et malgré un recours très important au chômage partiel (le nombre d'heures travaillées par employé pour l'ensemble de l'économie a baissé de 3,4 % sur 1 an au 1^{er} trimestre), les entreprises ont vu la productivité horaire du travail s'effondrer (-3,7 %) et le coût salarial unitaire s'envoler (+8,7 %). Aussi l'ajustement des effectifs est-il dorénavant inévitable : le chômage, qui est déjà sensiblement remonté (8,2 % de la population active en mai, après un creux à 7,6 % en novembre), va croître fortement jusqu'à la fin 2010 au moins et peser de plus en plus lourdement sur les finances des ménages.

François LETONDU – 01 42 14 27 96

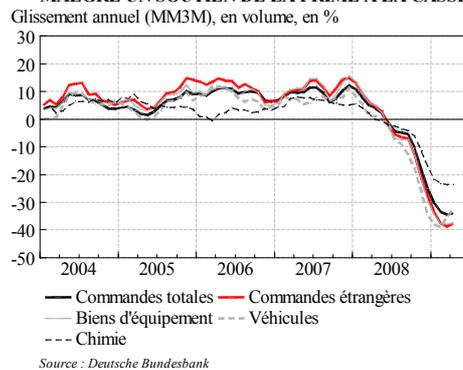
LE REBOND DE LA CONFIANCE EST DÛ UNIQUEMENT À DE MEILLEURES ANTICIPATIONS



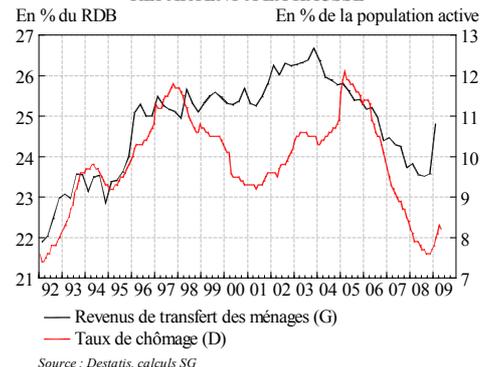
PAS DE DÉSTOCKAGE POUR L'INSTANT : LA DEMANDE CHUTE PLUS QUE LA PRODUCTION



LES CARNETS DE COMMANDES TOUJOURS VIDES, MALGRÉ UN SOUTIEN DE LA PRIME À LA CASSE



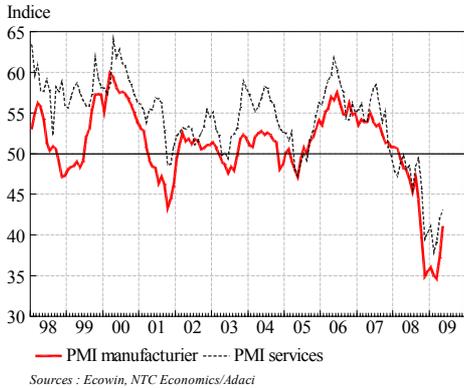
LES TRANSFERTS DE L'ÉTAT VERS LES MÉNAGES REPARTENT À LA HAUSSE



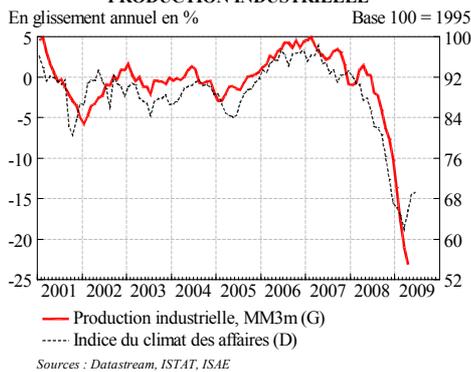
UN PAYS BIEN MAL EN POINT

La récession en Italie a débuté plus tôt, elle durera plus longtemps et sera plus profonde. D'après la Banque d'Italie, plus de 1,6 million de personnes risquant de perdre leur emploi n'ont droit à aucune aide de l'État. De plus, selon l'Istat environ 20 % des ménages rencontrent de grandes difficultés pour satisfaire leurs besoins fondamentaux (alimentation, transport et soins médicaux). La récession risque d'aggraver fortement cette situation antérieure à la crise.

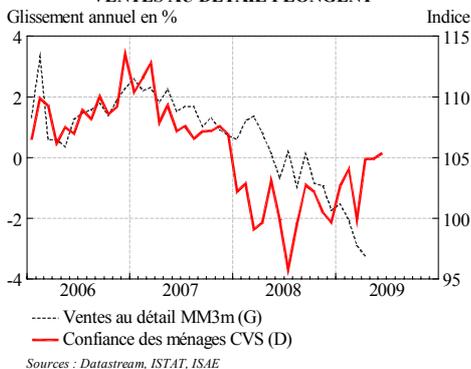
PMI : ENCORE DANS LA ZONE DE CONTRACTION



EFFONDREMENT DRAMATIQUE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE



LA CONFIANCE S'AMÉLIORE MAIS LES VENTES AU DÉTAIL PLONGENT



Pas de lumière au bout du tunnel

Pour les pays qui ont affiché une croissance assez soutenue durant les années précédentes, la récession mondiale a fait l'effet d'un choc et a indéniablement remis en cause leur modèle économique. Ce n'est pas le cas de l'Italie. Le pays enregistrait déjà des performances plutôt décevantes avant la crise et continue à pâtir d'une productivité inférieure à la moyenne de l'UE. En effet, la productivité (valeur ajoutée par unité de travail) de l'Italie s'établit à 42 000 €, contre 50 000 € en Europe. Le coût de la main-d'œuvre, plus bas, ne réduit qu'en partie l'écart de compétitivité résultant du différentiel de productivité. Cet écart est pour l'essentiel le corollaire d'une surreprésentation des très petites entreprises. Si ces dernières sont en général moins productives, cela est particulièrement vrai en Italie et beaucoup d'entre elles seront fortement pénalisées par l'effondrement du commerce mondial. Au cours des seuls mois de janvier et février 2009, plus de 5 500 structures tournées vers l'exportation ont mis fin à leur activité. Fait plus inquiétant, ces deux dernières années (et donc avant même l'aggravation de la crise), l'Italie a souffert d'une forte baisse de ses exportations (-22,5 %).

C'est dans cette situation économique instable que l'économie italienne a dû faire face à la crise. C'est pourquoi elle a publié certaines des statistiques les plus mal orientées en Europe. Les chiffres du PIB pour le premier trimestre traduisent l'état désastreux de l'économie, avec un taux annualisé de contraction de -10,1 %. La demande intérieure est particulièrement déprimée, comme en témoignent le recul de 4,4 % en rythme annualisé de la consommation des ménages et le plongeon, conforme aux prévisions, de l'investissement productif, à un rythme annualisé de -33,7 %. Si les dernières statistiques sur la production industrielle font apparaître un léger rebond (+1,1 % m/m), la situation reste noire, avec un recul sur un an de 24,2 %. Cela étant, un point d'inflexion pourrait au moins avoir été atteint. En revanche, la contraction de l'investissement résidentiel demeure nettement moins prononcée que dans d'autres pays d'Europe (-3,3 %). Toutefois, celui-ci s'est révélé plutôt volatil dernièrement et devrait reculer davantage à court terme. La réduction des stocks contribue aussi nettement à freiner la croissance. Ce phénomène, qui a débuté assez tardivement, devrait se poursuivre pendant encore au moins trois mois. Conjugué à une baisse constante mais moins brutale de l'investissement productif et résidentiel, ce déstockage diffèrera tout rebond de la demande intérieure aux derniers mois de 2009, voire à 2010. La contribution nette du commerce extérieur aggrave cette situation. En effet, les exportations diminuent plus rapidement que les importations et cette tendance pourrait rester d'actualité aux T2 et T3 2009.

Dans l'ensemble, nous tablons sur un recul de 2,2 % de la consommation des ménages en raison de la dégradation du marché du travail et de l'impossibilité pour une grande partie de la population de recourir à l'épargne même pour satisfaire les besoins les plus essentiels. De surcroît, l'état préoccupant des finances publiques limite considérablement la consommation et l'investissement du secteur public. Par conséquent, le PIB devrait se contracter de 5,3 % en 2009 et stagner en 2010.

Absence d'un système de protection

Les statistiques récentes du chômage (taux de 7,9 %, avec +204 000 chômeurs sur 1 an) mettent incontestablement en évidence une dégradation rapide du marché du travail mais sous-estiment l'ampleur réelle de la crise. Outre le nombre de personnes qui seront mises en *Cassa Integrazione* (chômage technique de longue durée) et ne seront donc pas répertoriées dans les statistiques du chômage, une grande partie de ceux qui risquent de perdre leur emploi seront privés de toute forme de protection. Ils sont 1,6 million d'après la Banque d'Italie (même si le Président Berlusconi a indiqué que « ces chiffres ne correspondent pas à la réalité du pays ») et l'enveloppe globale destinée à couvrir le risque de chômage est nettement inférieure à la moyenne de l'UE (0,5 % du PIB contre 1,6 % pour l'UE).

Davide GIARDINO – 01 57 29 47 82

UNE RÉCESSION INTERMINABLE

L'économie espagnole sera confrontée à un gel total de la demande privée pendant le reste de l'année et au-delà. Les chiffres récents des dépenses de consommation confirment leur recul prononcé, essentiellement parce que les ménages endettés tentent de faire face à la crise durable du crédit et à la montée du chômage. La réduction progressive du déficit commercial abyssal, qui était favorisée par la chute de la demande des ménages, fait également les frais de l'effondrement des exportations et prendra donc un certain temps.

Quels seront les moteurs de croissance ?

C'est la question qui se pose de manière de plus en plus inquiétante au gouvernement espagnol, le Premier ministre étant parfaitement conscient que l'implosion du secteur immobilier a touché de façon disproportionnée le marché du travail et la demande intérieure. Il s'agit d'une question cruciale aussi parce que ce secteur a été à l'origine de la plupart des créations d'emplois ces dernières années. En effet, l'essor rapide de l'activité dans la construction explique, pour une large part, la croissance moyenne annuelle de 2,8 % de l'emploi entre 1997 et 2007 et la baisse spectaculaire du taux de chômage, qui, en moins de dix ans, est passé de près de 20 % à moins de 8 % en 2007. C'est aussi en raison de la déroute totale du secteur et de l'importance des emplois à durée déterminée que le taux de chômage a pratiquement doublé en moins d'un an. En réalité, tous secteurs confondus, les emplois temporaires en Espagne représentaient plus d'un tiers du total, soit la proportion la plus importante dans toute l'Europe. De plus, après la disparition de ce moteur de la croissance, il est peu probable à court terme que celle-ci soit tirée par le secteur manufacturier ou par le secteur exportateur.

Pendant les années d'expansion, le taux de change effectif réel a progressé de plus de 20 %, l'augmentation des prix nationaux se traduisant par des pressions haussières sur les salaires dans le secteur protégé. Malgré une productivité relativement faible (les secteurs hautement qualifiés représentant encore une part négligeable de l'économie), le coût unitaire de la main-d'œuvre figure parmi les plus élevés en Europe, laissant peu d'espoir qu'un secteur compétitif puisse remplacer le secteur immobilier, en situation de faillite, comme moteur de la croissance. Pire, au cours des derniers mois de 2008, alors que l'économie espagnole était déjà touchée par la récession, les coûts salariaux ont augmenté de 5,4 % en glissement annuel. Cette évolution résulte pour l'essentiel d'une hausse des indemnités de licenciement et de fin de contrat mais aussi du fait que les personnes protégées par un marché du travail extrêmement figé soient à l'origine de coûts salariaux et non-salariaux plus élevés.

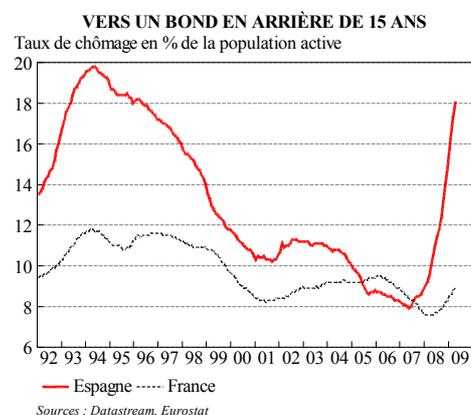
Dans ce contexte, nous pensons que la récession en Espagne sera particulièrement longue. La contraction de l'activité économique devrait durer au moins jusqu'au premier trimestre 2010, avant que le pays ne commence à afficher des taux de croissance beaucoup plus modérés que lors de la dernière décennie. Nous anticipons une baisse de 4,6 % de la consommation des ménages durant l'année ainsi qu'une poursuite de la réduction de l'investissement, tant productif (-16 %) que résidentiel (près de 11 %).

L'impact négatif des stocks continuera à peser sur la demande intérieure, qui fléchira globalement de 5,6 % en 2009 et pourrait rester négative en 2010 (à environ -0,5 %).

Compte tenu de la détérioration sensible des exportations, une reprise *via* une contribution nette du commerce extérieur paraît improbable, du moins en 2009. Si la contraction des importations devrait à nouveau être plus prononcée que celle des exportations selon nous, l'incidence devrait être négligeable avant 2010. C'est pourquoi nous anticipons une contraction du PIB de 4 % en 2009 et une croissance légèrement négative en 2010 également. Par conséquent, le taux de chômage continuera d'augmenter et s'approchera du seuil des 20 % à la fin de l'année. Le secteur bancaire sera, quant à lui, confronté à une multiplication des défaillances et à une érosion de ses revenus, ce qui freinera l'octroi de prêts et étouffera davantage l'économie.

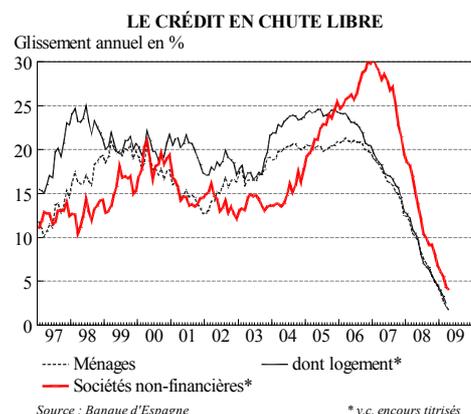
Concernant les prix, l'Espagne évolue déjà dans un contexte de quasi-déflation, la baisse des prix étant plus rapide que dans la plupart des pays européens (l'inflation s'établissait à -0,9 % en mai). Dans l'immédiat, la baisse des prix pourrait être la seule solution pour améliorer le positionnement concurrentiel de l'Espagne, le recours à la dévaluation étant exclu en raison des contraintes liées à la monnaie unique.

Davide GIARDINO – 01 57 29 47 82



Variation en % T4-08 / T4-07	Coût total de la main- d'œuvre	Coût salarial total	Coût salarial	Autres coûts
Industrie	5,4	4,9	5,0	6,8
Construction	7,8	6,2	4,8	11,9
Services	5,0	4,7	5,2	5,9
Total	5,4	4,9	5,1	6,7

Source : Instituto Nacional de Estadística



COURS DE CHANGE	2004	2005	2006	2007	2008	déc-08	janv-09	févr-09	mars-09	avr-09	mai-09	24-juin
EUR/USD	1,24	1,24	1,26	1,37	1,47	1,35	1,33	1,28	1,30	1,32	1,36	1,40
EUR/JPY	134	137	146	161	152	123	120	118	128	131	132	134
EUR/GBP	0,68	0,68	0,68	0,68	0,80	0,91	0,92	0,89	0,92	0,90	0,88	0,85
EUR/CHF	1,54	1,55	1,57	1,64	1,59	1,54	1,49	1,49	1,51	1,52	1,51	1,52
EUR/SEK	9,12	9,28	9,25	9,25	9,62	10,80	10,73	10,91	11,18	10,88	10,59	11,03
EUR/CAD	1,62	1,51	1,42	1,47	1,56	1,66	1,63	1,59	1,65	1,62	1,57	1,61
USD/JPY	108	110	116	118	103	91	90	93	98	99	97	96
GBP/USD	1,83	1,82	1,84	2,00	1,83	1,49	1,45	1,44	1,42	1,47	1,54	1,64
USD/CAD	1,30	1,21	1,13	1,07	1,07	1,23	1,22	1,24	1,26	1,22	1,15	1,16
USD/AUD	1,36	1,31	1,33	1,20	1,20	1,49	1,48	1,54	1,50	1,40	1,31	1,26

TAUX D'INTÉRÊT : Eurodevises à 3 mois

États-Unis	1,56	3,51	5,15	5,26	2,99	1,84	1,21	1,33	1,36	1,27	0,91	0,89
Japon	-0,03	0,01	0,27	0,76	1,05	1,35	0,77	0,63	0,76	0,67	0,59	0,40
Royaume-Uni	4,57	4,70	4,80	5,96	5,49	3,21	2,35	2,10	1,81	1,37	1,20	0,89
Zone Euro	2,08	2,16	3,06	4,25	4,62	3,33	2,47	1,93	1,67	1,42	1,32	1,23
Suisse	0,47	0,80	1,51	2,55	2,58	0,89	0,57	0,51	0,44	0,40	0,40	0,40
Suède	2,22	1,79	2,46	3,80	4,68	2,73	2,13	1,46	1,08	1,14	1,14	1,17
Canada	2,36	2,84	4,13	4,60	3,44	2,38	1,72	1,49	1,11	0,88	0,70	0,62

Taux des emprunts d'État à 10 ans

États-Unis	4,26	4,28	4,79	4,63	3,65	2,40	2,46	2,85	2,81	2,90	3,29	3,68
Japon	1,49	1,37	1,73	1,67	1,49	1,31	1,24	1,29	1,30	1,42	1,43	1,36
Royaume-Uni	4,87	4,41	4,50	5,00	4,49	3,33	3,60	3,65	3,19	3,36	3,62	3,71
Zone Euro - Allemagne	4,06	3,38	3,78	4,23	3,99	3,04	3,08	3,15	3,06	3,18	3,39	3,45
France	4,08	3,39	3,79	4,29	4,19	3,44	3,58	3,64	3,61	3,62	3,78	3,81
Italie	4,22	3,54	4,03	4,46	4,61	4,40	4,49	4,39	4,41	4,36	4,32	4,45
Espagne	4,06	3,39	3,79	4,30	4,35	3,86	4,10	4,11	3,87	4,07	4,09	4,12
Suisse	2,57	2,04	2,46	2,84	2,84	2,09	2,08	1,97	1,99	2,08	2,29	2,36
Suède	4,40	3,34	3,69	4,16	3,86	2,55	2,67	2,91	2,93	3,17	3,55	3,54
Canada	4,61	4,09	4,22	4,27	3,61	2,93	2,81	2,95	2,72	2,79	3,05	3,46

INDICES BOURSIERS

MSCI pays développés	799	888	1 018	1 146	920	658	655	613	579	646	690	689
SP 500	1 131	1 207	1 311	1 476	1 221	877	867	806	757	849	902	901
Topix	1 119	1 269	1 628	1 662	1 188	830	825	763	757	832	877	902
FTSE 100	4 521	5 156	5 923	6 404	5 368	4 266	4 289	4 074	3 760	4 041	4 385	4 280
Euro Stoxx 50	2 804	3 207	3 796	4 316	3 320	2 407	2 345	2 160	1 994	2 256	2 427	2 418
Dax 30	3 983	4 674	5 895	7 467	6 205	4 661	4 547	4 265	3 969	4 517	4 881	4 836
CAC 40	3 685	4 266	5 110	5 728	4 342	3 186	3 105	2 912	2 725	3 004	3 240	3 185
MIB 30	28 204	32 903	37 896	41 175	29 451	19 923	19 670	18 063	15 545	18 455	20 650	20 215
IBEX 35	8 171	9 850	12 173	14 828	11 867	9 029	8 834	8 055	7 525	8 656	9 248	9 618
MSCI pays émergents	21 742	26 440	34 534	45 112	40 390	26 852	26 781	26 535	26 866	30 511	33 866	34 120

MATIÈRES PREMIÈRES (US\$)

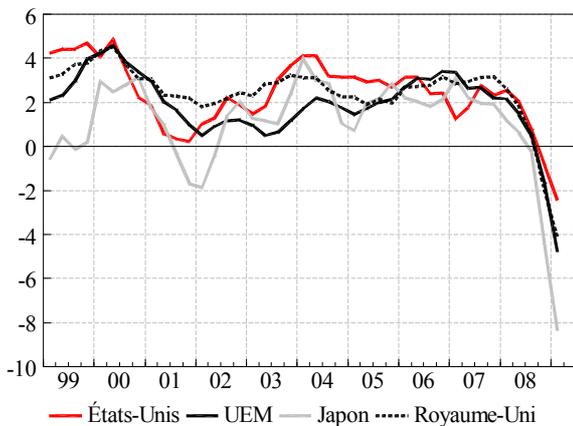
Total - Base 100 = 2000 *	129,5	133,8	170,6	202,1	228,4	150,7	160,3	156,7	155,6	166,7	178,9	186,2
Prod. Alimentaires *	127,8	125,4	139,1	174,7	233,0	174,7	189,3	185,4	181,7	189,7	204,4	208,0
Prod. Industriels *	131,8	144,6	211,3	237,5	222,5	119,6	122,8	119,6	121,9	137,0	146,0	157,9
d'origine agricole *	134,5	131,2	147,5	162,2	176,7	108,5	115,0	112,3	107,3	119,0	127,8	129,3
minéraux et métaux *	130,3	151,9	246,0	278,6	247,6	125,7	127,1	123,6	129,8	146,8	155,9	173,5
Brent - USD par baril	38,2	54,7	65,6	72,7	97,3	40,51	43,17	42,91	46,58	50,52	57,50	68,14

* Indices "The Economist", cours fin de période, données provisoires au 16 juin 2009

Source : Datastream

PIB EN VOLUME

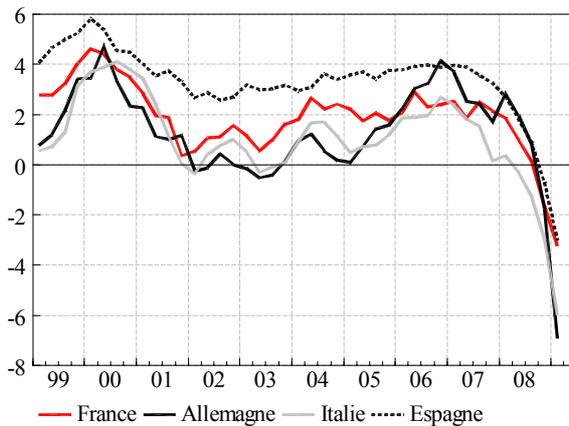
Glissement annuel - en %



Source : Datastream

PIB EN VOLUME

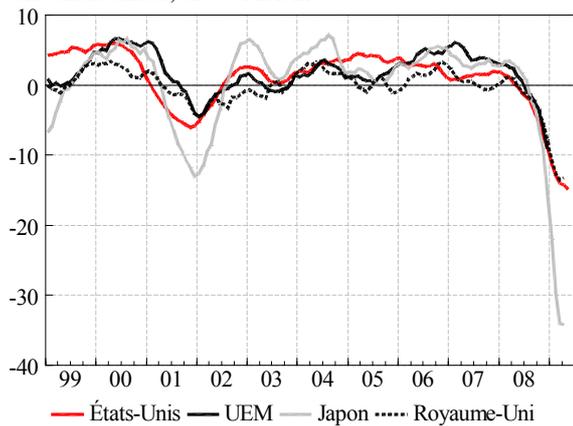
Glissement annuel - en %



Source : Datastream

PRODUCTION MANUFACTURIÈRE

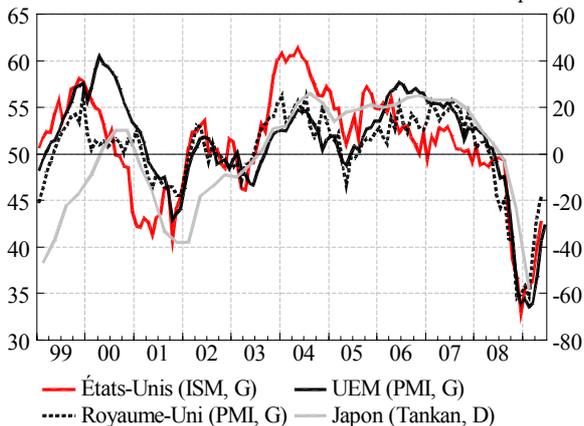
Glissement annuel, en % - MM3m



Source : Datastream

ENQUÊTE - SECTEUR MANUFACTURIER

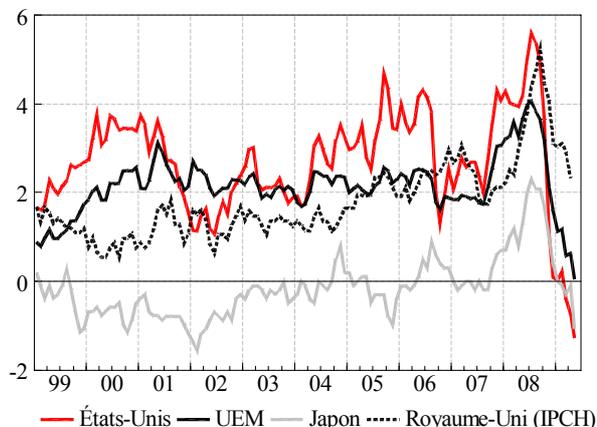
Indice Solde d'opinions



Sources : Datastream, Ecwin

TAUX D'INFLATION

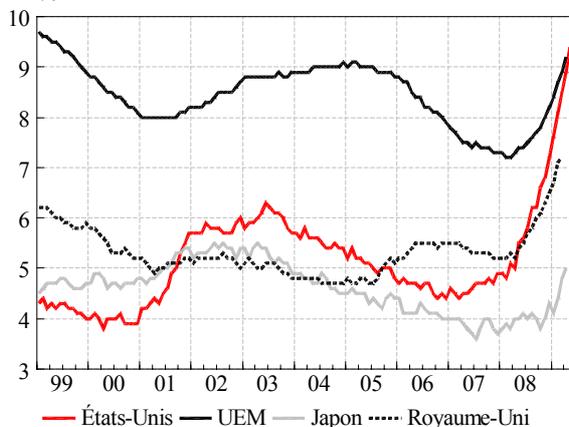
Glissement annuel - en %



Source : Datastream

TAUX DE CHÔMAGE

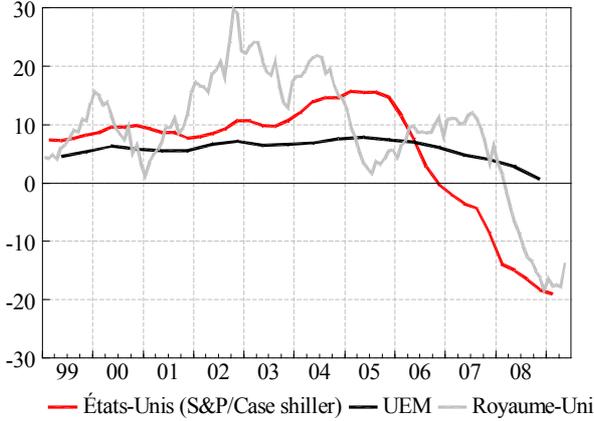
En %



Source : Datastream

PRIX DE L'IMMOBILIER

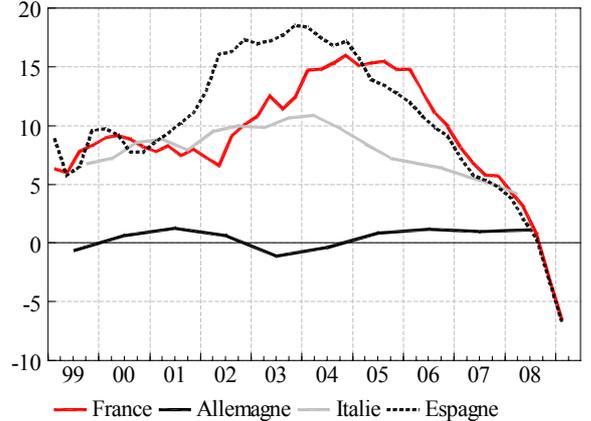
Glissement annuel, en %



Source : Datastream

PRIX DE L'IMMOBILIER

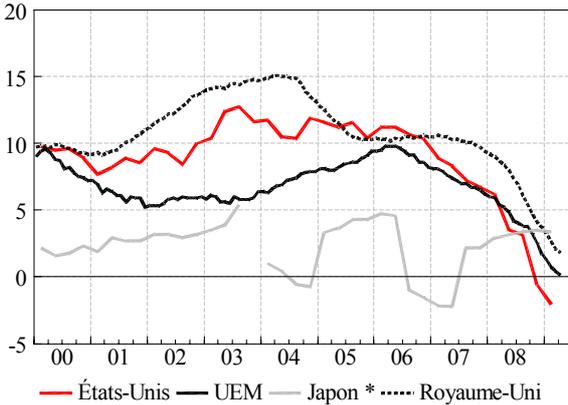
Glissement annuel, en %



Source : Datastream

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES

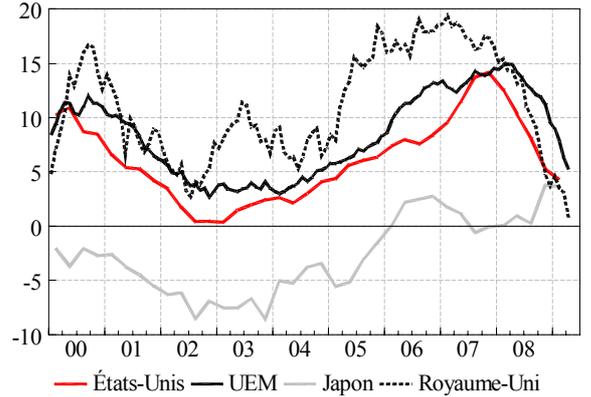
Glissement annuel, en %



Sources : Datastream, BoJ
* Changement de méthodologie depuis mars 2004

CRÉDITS BANCAIRES AUX ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

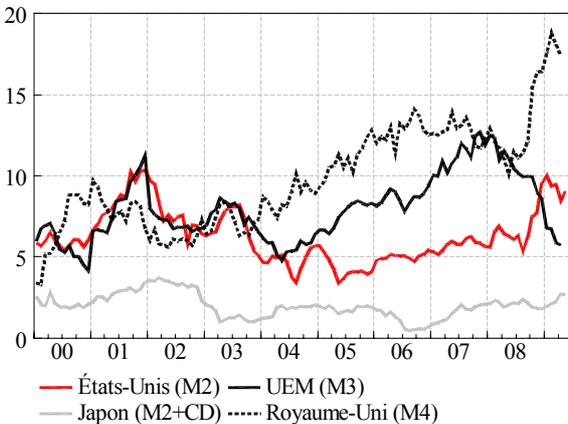
Glissement annuel, en %



Source : Datastream

MASSE MONÉTAIRE

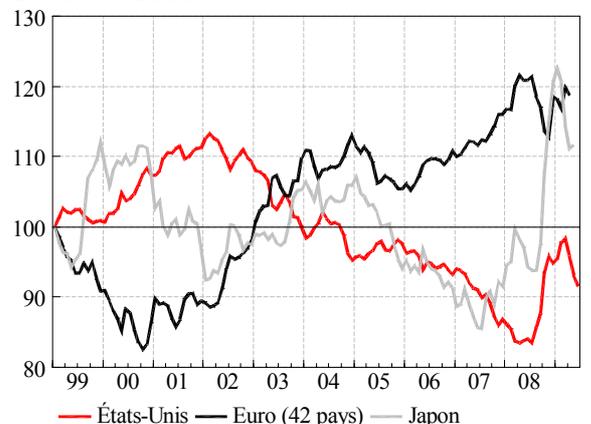
Glissement annuel, en %



Source : Datastream

TAUX DE CHANGE EFFECTIFS NOMINAUX

Base 100 = Janvier 1999



Source : Datastream

COURS DE CHANGE DE L'EURO



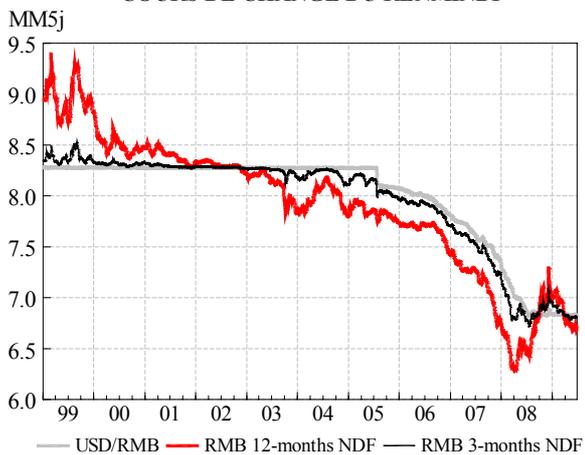
Source : Datastream

COURS DE CHANGE DE L'EURO



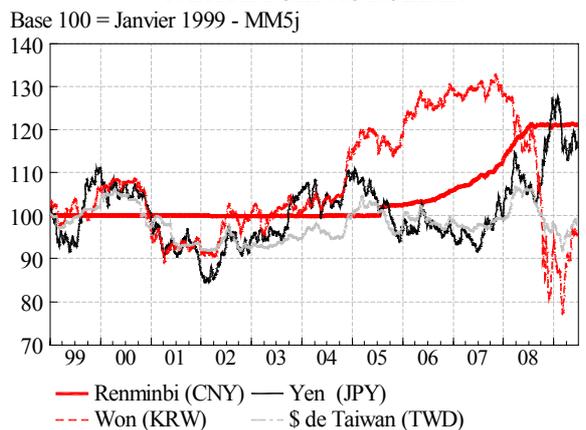
Source : Datastream

COURS DE CHANGE DU RENMINBI



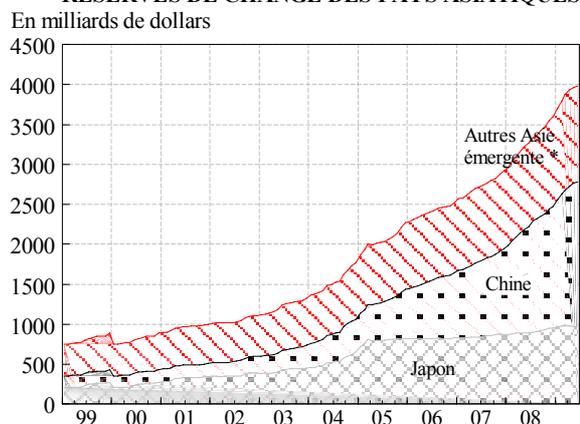
Source : Bloomberg

COURS DE CHANGE DES MONNAIES ASIATIQUES PAR RAPPORT AU DOLLAR



Source : Datastream

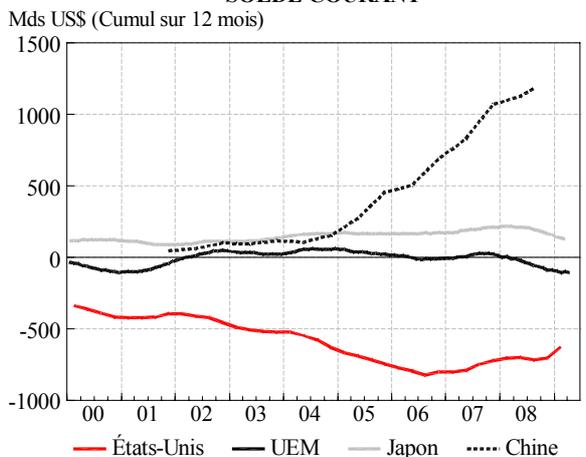
RÉSERVES DE CHANGE DES PAYS ASIATIQUES



* Corée, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande

Sources : Bloomberg, Datastream

SOLDE COURANT



Source : Datastream

DERNIERS CHANGEMENTS DES PRINCIPAUX TAUX DE POLITIQUE MONÉTAIRE

	BANQUE CENTRALE	DÉCISION	TAUX
FÉVRIER	03 Réserve Fédérale d'Australie	-100 pb	3,25 %
	04 Banque Centrale de Norvège	-50 pb	2,50 %
	05 Banque d'Angleterre	-50 pb	1,00 %
	11 Banque de Suède	-100 pb	1,00 %
MARS	03 Banque du Canada	-50 pb	0,50 %
	05 Banque d'Angleterre	-50 pb	0,50 %
	Banque Centrale Européenne	-50 pb	1,50 %
	Banque Centrale du Danemark	-75 pb	2,25 %
	12 Banque Centrale de Nouvelle-Zélande	-50 pb	3,00 %
25 Banque Centrale de Norvège	-50 pb	2,00 %	
AVRIL	02 Banque Centrale Européenne	-25 pb	1,25 %
	Banque Centrale du Danemark	-25 pb	2,00 %
	07 Réserve Fédérale d'Australie	-25 pb	3,00 %
	21 Banque du Canada	-25 pb	0,25 %
	Banque de Suède	-50 pb	0,50 %
30 Banque Centrale de Nouvelle-Zélande	-50 pb	2,50 %	
Mai	06 Banque Centrale de Norvège	-50 pb	1,50 %
	07 Banque Centrale Européenne	-25 pb	1,00 %
	Banque Centrale du Danemark	-35 pb	1,65 %
Juin	04 Banque Centrale du Danemark	-10 pb	1,55 %
	17 Banque Centrale de Norvège	-25 pb	1,25 %

PROCHAINS COMITÉS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

	FED	BCE	BoE	BoJ	
2009					
JUILLET		COMITÉ			
	2				
	8-9			COMITÉ	
	14-15				COMITÉ
	21				MINUTES
22			MINUTES		
AOÛT		COMITÉ			
	5-6			COMITÉ	
	6				
	10-11				COMITÉ
	11-12		COMITÉ		
	14				MINUTES
19			MINUTES		

ÉCHÉANCES ÉLECTORALES

	PAYS	ÉLECTIONS
2009		
SEPTEMBRE	NORVÈGE	LÉGISLATIVES
SEPTEMBRE	ALLEMAGNE	LÉGISLATIVES
SEPTEMBRE	PORTUGAL	LÉGISLATIVES
SEPT. ou OCT.	JAPON	LÉGISLATIVES

ÉVÉNEMENTS

2009		
JUILLET	1	La Suède succède à la République Tchèque à la présidence de l'Union Européenne

**CHANGEMENTS DE RATING DES PAYS INDUSTRIALISÉS
(DETTE DE LONG TERME EN DEVISES, HISTORIQUE DES 3 DERNIERS MOIS)**

	AGENCE (DATE DU CHANGEMENT)	↗	RATING INITIAL	↘
IRLANDE	S&P (08/06/2009)		AA+ [négative]	AA [négative]
	Fitch (08/04/2009)		AAA [négative]	AA+ [négative]
	Moody's		Aaa [négative]	
JAPON	Moody's (18/05/2009)		Aaa [stable]	Aa2 [stable]
	Fitch		AA [stable]	
	S&P		AA [stable]	
GRÈCE	Fitch (12/04/2009)		A [stable]	A [négative]
	Moody's		A1 [stable]	
	S&P		A- [stable]	

Sources : Fitch, Moody's, S&P ; [] = perspective

Société Générale - Service des Études Économiques
75886 PARIS Cedex 18 - Directeur de la Publication : Hervé Monet
Dépôt légal 2002-502/12016
2^e trimestre 2009 - Prix du N° : 6,10 €
imprimé en U.E. : ADVENCE - RCS Paris B 582 020 012 00065
ISSN 1295-4683
AMF (réf. : 703014)
