

L'actualité de la semaine

■ **Marchés** : On a assisté cette semaine à une nouvelle poussée d'aversion pour le risque. Les investisseurs s'inquiètent toujours des risques liés à l'explosion des déficits budgétaires dans certains pays membres de la zone euro, comme en témoigne l'écartement violent des *spreads* de taux sur les obligations publiques. La Grèce est plus particulièrement visée puisque le pays cumule les handicaps avec un niveau initial d'endettement élevé, une situation budgétaire très dégradée et des enjeux démographiques importants. Des signes de contagion commencent à poindre, avec en ligne de mire le Portugal qui a présenté un plan de redressement de ses finances jugé peu ambitieux (cf. page 2). La perspective d'un contrôle renforcé des activités bancaires, visant à limiter les prises de risque, pèse également sur le moral des investisseurs. Enfin, les marchés qui comptent sur la locomotive émergente pour tirer la croissance mondiale craignent une réaction trop agressive des autorités monétaires là-bas à des fins de régulation du cycle. **L'ensemble a provoqué un mouvement de fuite vers la qualité qui a profité au dollar (sous les 1,40 contre euro) et aux obligations publiques de bonne facture (3,65 % pour le dix ans américain et 3,2 % pour le Bund allemand).**

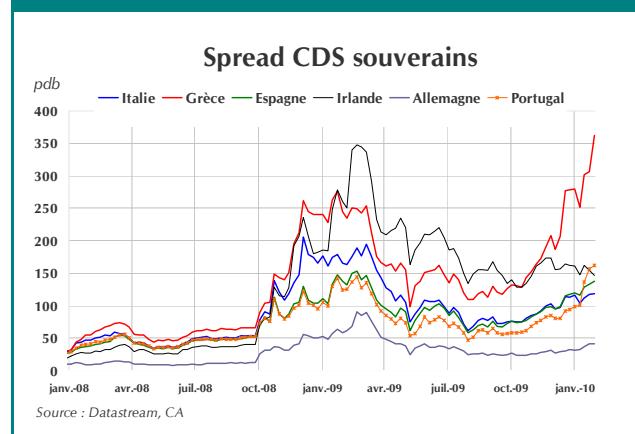
■ **Etats-Unis** : Un rythme élevé de croissance n'est pas nécessairement synonyme (immédiatement) de solidité : c'est ce qu'il faut retenir de la première estimation de la croissance au quatrième trimestre (cf. page 4). Le PIB est certes ressorti en hausse de 5,7 % (rythme annualisé), un peu mieux qu'attendu. Mais les variations de stocks expliquent à elles seules 3,4 points de cette croissance : la contribution de la demande finale se limite à 1,9 point et celle du commerce extérieur à 0,5 point. Les autres données publiées cette semaine illustrent également les incertitudes que l'on peut/doit encore avoir sur le dynamisme de la reprise. La confiance des ménages se redresse certes, mais petit à petit et depuis des niveaux historiquement déprimés. En décembre, le marché immobilier résidentiel a subi le contrecoup de l'expiration initialement prévue fin novembre du crédit d'impôt aux primo-accédants (-17 % sur le mois pour les ventes dans l'ancien et -8 % dans le neuf). Et le mieux sur le front des prix immobiliers reste fragile. Le chiffre des nouvelles commandes de biens durables pour le mois de décembre est mitigé. **C'est dans ce contexte bien particulier que le FOMC des 26-27 janvier s'est tenu. Cela n'a pas été totalement un non évènement : comme attendu, il s'est soldé par un *statu quo* général ; la surprise est venue du vote dissident de T. Hoenig qui considère que les conditions économiques et financières auraient suffisamment changé pour que la formule consacrée du maintien des *Fed funds* à un niveau exceptionnellement bas pour une période de temps prolongée ne soit plus justifiée. Nous ne sommes pas de**

cet avis. Dans ce contexte, les données publiées la semaine prochaine seront de toute première importance pour juger plus finement de la dynamique de la reprise. Nous tablons sur une poursuite de l'amélioration du climat des affaires en janvier mais sur 20 000 destructions nettes d'emplois.

■ **UEM** : Les indicateurs en zone euro sortis cette semaine ont pratiquement tous surpris favorablement. Pour le dixième mois consécutif, l'indice de confiance de la zone euro a connu une hausse en janvier (95,7 points contre 94,1 en décembre). En France, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont bondi en décembre (+2,1 % m/m, après +0,1 % en novembre), grâce aux achats d'automobiles, les ménages ayant profité des derniers mois de prime à la casse intégrale. En Italie, le moral des ménages s'est dégradé en janvier, mais la confiance des chefs d'entreprises s'est améliorée. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de la BCE auprès des banques commerciales montrent une poursuite de l'assouplissement des conditions d'accès au crédit au T4 2009. Mais les encours de crédits au secteur privé sont restés stables sur un an en décembre. La baisse des crédits aux entreprises non financières s'est poursuivie mais les encours de prêts aux ménages ont accéléré. La semaine prochaine nous attendons la réunion de la BCE (cf. page 6).

■ **Royaume-Uni** : La croissance du PIB au quatrième trimestre enregistre un rebond de 0,1 % en variation trimestrielle, d'après l'estimation préliminaire. **Toutefois, cette hausse s'explique majoritairement par le secteur hôtelier, la distribution et la restauration ainsi que par les services des autorités publiques.**

Thème vidéo de la semaine : Le risque souverain en zone euro



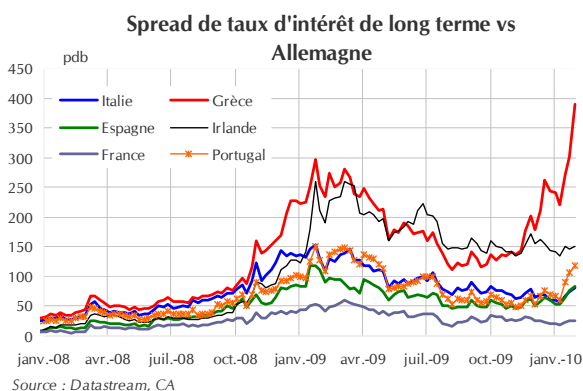
Risques souverains en zone euro : une hiérarchie des pays à surveiller

- Les marchés financiers s'inquiètent des risques liés aux déséquilibres des finances publiques de certains pays membres de la zone euro.
- Tous les pays ne doivent pas être mis sur le même plan. La situation des finances publiques a évolué différemment selon les pays. En Irlande et en Espagne, la dégradation des soldes budgétaires et l'accumulation de dettes publiques sont des phénomènes assez récents. Dans les autres pays, en particulier du sud de l'Europe (Grèce, Italie et Portugal), les problèmes des finances publiques sont anciens.
- Nous avons mis en place un indicateur de risque souverain à partir de projections de déficit et de dette publics. Les pays à risques peuvent être classés de la façon suivante : 1) Grèce ; 2) Portugal ; 3) Irlande ; 4) Espagne et 5) Italie.

■ Une montée de la perception des risques souverains

Les finances publiques en zone euro se sont très fortement dégradées. Cette dégradation est particulièrement visible dans les pays ayant fait preuve par le passé d'un relatif « laxisme budgétaire » : la Grèce, le Portugal et dans une moindre mesure l'Italie. C'est aussi le cas des économies qui connaissent aujourd'hui des ajustements cycliques très marqués, après une phase d'euphorie immobilière sur fond d'emballement des prix et du crédit et de forte montée des risques : l'Espagne et l'Irlande. Ces pays pourraient faire face à une montée du risque souverain s'ils ne mettent pas en place des plans crédibles de consolidation des finances publiques à moyen terme.

Depuis plusieurs semaines, les marchés financiers s'inquiètent des risques liés aux déséquilibres des finances publiques dans ces cinq pays. La hausse des *spreads* entre les rendements des titres d'Etats de ces pays et ceux de l'Allemagne, considérée comme la référence, témoigne de ces craintes.



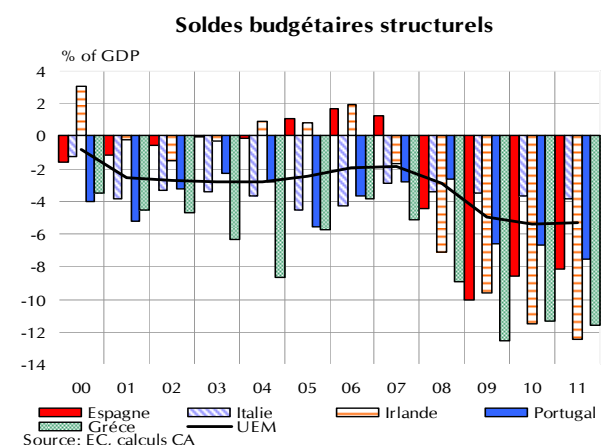
Cependant, tous les pays ne doivent pas être mis sur le même plan. Cet article tente d'établir une hiérarchie des risques souverains dans les pays à finances publiques dégradées (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne). Après avoir mis en évidence la source des déséquilibres des finances publiques dans ces pays, nous avons tenté d'établir une hiérarchie des risques souverains à court terme à l'aide de différents indicateurs (ratio du solde primaire, ratio dette publique/PIB, taux de prélèvement obligatoire et ratio dépenses publique/PIB).

■ La crise bien sûr, mais aussi des problèmes structurels

La situation budgétaire des pays membres de la zone euro s'est nettement dégradée, du fait de la crise financière et de la récession économique. Un retour sur l'évolution et la source de ces déséquilibres permet d'évaluer l'ampleur des difficultés pour les résorber.

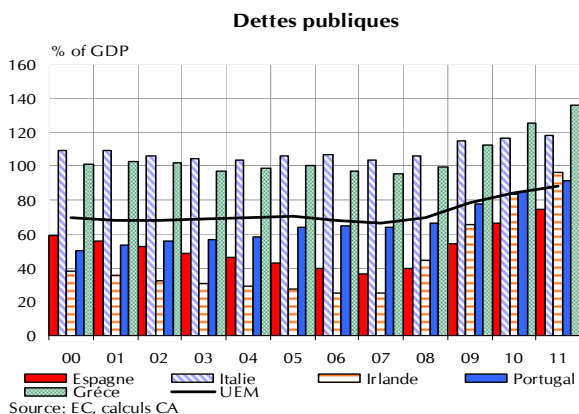
En Irlande et en Espagne, la dégradation des soldes budgétaires et l'accumulation de dettes publiques sont des phénomènes assez récents. Entre 2000 et 2007, la situation budgétaire de ces pays était plutôt saine avec respectivement, en moyenne des excédents de 0,25 % et de 1,49 % du PIB, contre un déficit en zone euro de 1,85 %.

Dans les autres pays, en particulier du sud de l'Europe, les problèmes des finances publiques sont anciens. L'Italie et la Grèce ont toujours été des pays fortement endettés. Chez eux, les déficits publics sont principalement d'ordre structurel, avec en toile de fond des problèmes d'efficacité des dépenses publiques et un certain laxisme budgétaire. La Grèce et le Portugal, et dans une moindre mesure l'Italie, avaient avant la crise des déficits structurels nettement plus élevés que la moyenne de la zone euro (cf. graphique).



Aucun de ces pays n'a profité des années de forte croissance (2000-2005 pour l'Italie, la Grèce et l'Irlande, 1995-2000 pour le Portugal) pour assainir ses finances publiques. Depuis plus de dix ans l'Italie et la Grèce ont des ratios de dette publique supérieurs à 100 % du PIB, et des charges d'intérêt qui sont certes moins importantes qu'avant leur entrée dans la zone euro, mais qui ponctionnent plus de 5 % de leurs PIB

par an. Le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont des niveaux de ratio de dette publique nettement plus faibles (respectivement 77 %, 54 % et 65 % du PIB en 2009). En revanche, ces derniers sont ceux qui enregistrent la plus forte dégradation de leurs déficits publics depuis la crise.



■ Une hiérarchie des risques à court terme

Au vu des projections pour 2010 de la plupart des organismes internationaux (Commission européenne, OCDE, FMI, etc.), ces pressions sur les finances publiques ne vont pas se relâcher dans l'immédiat avec en filigrane la question de leur soutenabilité. Les déficits et dettes publiques sont en effet amenés à croître davantage en 2010 et l'*output gap* restera très fortement négatif.

Tous les pays ne sont toutefois pas à mettre au même plan. Nous avons tenté de les hiérarchiser selon l'ampleur des déséquilibres anticipés par la Commission européenne en 2010 (*voir tableau ci-dessous*).

Pour cela, nous avons : 1) retenu des indicateurs usuels sur la situation des finances publiques (soldes primaires et dettes publiques en pourcentage du PIB), les marges de manœuvre budgétaires (poids des dépenses et recettes publiques dans le PIB) et la position dans le cycle (*output gap*) ; 2) attribué une note allant de 1 à 3 à chaque indicateur selon la gravité des déséquilibres (1 étant la meilleure note et 3 la plus mauvaise) ; et 3) construit un indice synthétique en additionnant les notes pondérées des indicateurs¹.

Les résultats indiquent la hiérarchie suivante des risques d'insoutenabilité des finances publiques à court terme : 1) Grèce ; 2) Portugal ; 3) Irlande ; 4) Espagne et 5) Italie.

Ce classement s'explique en grande partie par les niveaux des déficits primaires et de dettes publiques prévus pour 2010. L'Italie ressort ainsi avec le risque le plus faible, du fait de son faible niveau de déficit primaire attendu cette année (-0,6 % du PIB). En revanche, la Grèce affiche le risque le plus élevé en cumulant à la fois un déficit primaire initial élevé et une dette abyssale (125 % du PIB). Les autres indicateurs de risques retenus n'apparaissent pas discriminants suivant les pays.

■ Conclusion : des situations hétérogènes

Les situations sont hétérogènes parmi les pays perçus aujourd'hui comme étant à risque élevé :

1. A court terme, la Grèce est de loin le pays le plus risqué : elle cumule un fort endettement public et une situation budgétaire initiale très dégradée ;
2. L'Irlande et l'Espagne sont également des pays à risque : la détérioration de leur finance est rapide mais elle se fait à partir de niveaux d'endettement public initiaux moins lourds ;
3. Le Portugal présente également des risques importants à court terme ;
4. L'Italie est le pays qui présente le moins de risques liés aux finances publiques, du fait des efforts budgétaires consentis ces dernières années.

Il convient de rappeler qu'à plus long terme, les hausses des dépenses publiques liées au vieillissement démographique vont accroître les risques d'insoutenabilité des finances publiques de ces pays.

¹ - En réalité, il n'existe pas de norme objective pour définir la soutenabilité des finances publiques. Nous avons défini arbitrairement les normes pour évaluer la gravité des déséquilibres des différents indicateurs. Quant aux pondérations retenues pour construire l'indice, elles traduisent l'importance des différents indicateurs pour décrire la situation des finances publiques.

Risque d'insoutenabilité des finances publiques à court terme						
Prévisions 2010	Solde primaire % du PIB	Dette publique % du PIB	Recettes publiques % du PIB	Dépenses publiques % du PIB	Output gap en %	Indice de risque*
Italie	-0,6	116,7	45,5	50,8	-3,2	2,2
Espagne	-7,6	66,3	35,6	45,6	-3,6	2,4
Irlande	-11,3	82,9	34,4	49,1	-7,8	2,4
Grèce	-6,6	125,0	37,2	49,5	-2,1	2,8
Portugal	-4,9	84,6	43,5	51,5	-3,0	2,5

Source: Commission Européenne, calculs CA.

*Niveau de risque:

1 = faible $sp > -3\%$; dette < 60 %; R < moyenne UEM; D < moyenne UEM; Output gap > 1ecart type

2 = moyen $-4,5\% < sp < -3\%$; 60% < Dette < 90 %; R = moyenne UEM; D = moyenne UEM; Output gap = 0

3 = élevé $sp < -4,5\%$; Dette > 90 %; R > moyenne UEM; D > moyenne UEM; Output gap < -1ecart type

Pondérations: sp = 40%; Dette = 50%; D = 2,5%; R = 2,5%; Output gap = 5%

sp:solde primaire/PIB; Dette:dette publique/PIB; D:dépenses publiques/PIB; R:recettes publiques/PIB

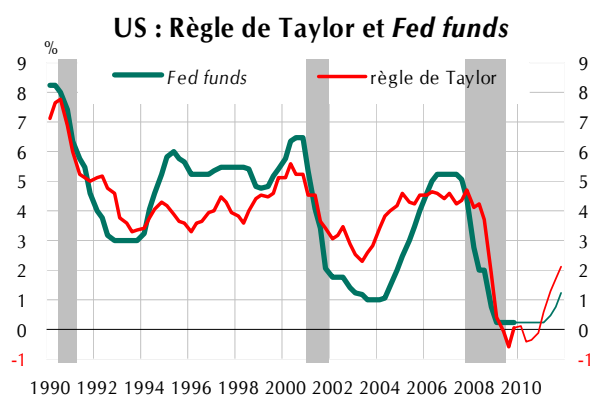
États-Unis : La croissance justifie-t-elle la dissidence ?

- La Fed a opté pour le *statu quo* général à l'issue du FOMC des 26-27 janvier, mais il y a eu un vote dissident.
- En première estimation, le PIB a affiché une progression de 5,7 % au quatrième trimestre 2009 (rythme annualisé).
- La confiance des ménages selon l'enquête du *Conference Board* s'est redressée en janvier.

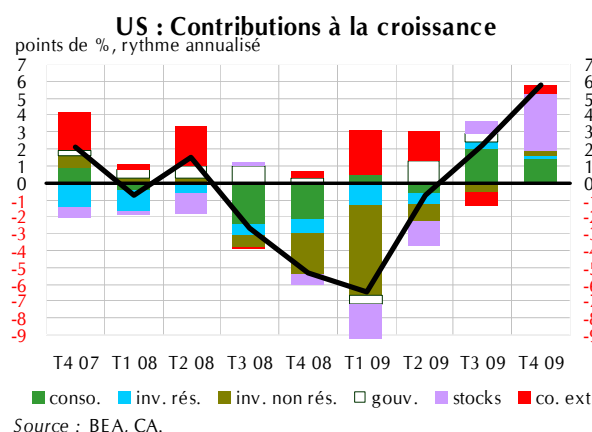
■ Comme attendu, le FOMC des 26-27 janvier s'est soldé par un *statu quo* général. La Fed s'est gardé de changer quoi que ce soit à sa ligne de conduite. Elle a donc acté de l'arrivée à terme, au 31 mars, du programme d'achats des RMBS garantis par Fannie et Freddie. Et elle a réitéré sa formule consacrée selon laquelle les conditions économiques justifient de maintenir les *Fed funds* à un niveau exceptionnellement bas pour une période de temps prolongée. Néanmoins, la Fed reste prête à modifier si besoin ses plans en termes d'assouplissement quantitatif. En même temps, la tonalité globale du communiqué s'avère un peu plus positive qu'attendu. Et il y a eu un vote dissident, T. Hoenig considérant que les conditions économiques et financières ont suffisamment changé pour que l'expression « maintien des taux bas longtemps » ne soit plus justifiée.

■ En première estimation, le PIB est ressorti en hausse de 5,7 % au quatrième trimestre 2009 (rythme annualisé). C'est un rythme de croissance élevé mais qui n'est pas (encore) synonyme de solidité, les variations de stocks étant responsables de 3,4 points de croissance. Les composantes de la demande finale sont plus mitigées avec une progression modeste de la consommation des ménages (2 %), un essoufflement du rebond de l'investissement résidentiel (5,7 %), une nouvelle contraction sévère de l'investissement en bâtiments (-15,4 %) et un recul surprise des dépenses publiques (-0,2 %). L'investissement en équipements et logiciels s'est en revanche remarquablement bien tenu (+13,3 %). Et le commerce extérieur affiche une contribution légèrement positive (+0,5 point). A l'horizon des prochains trimestres, cette performance de croissance ne se reproduira pas : la contribution des stocks sera moins positive et la demande finale peu vigoureuse, bridée par la purge des excès passés.

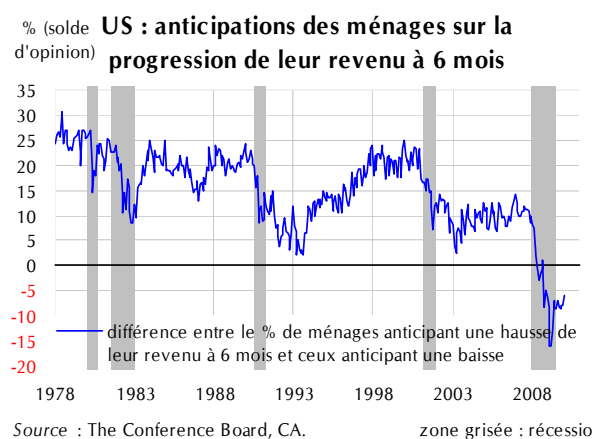
■ L'indice de confiance des ménages du *Conference Board* a progressé en janvier, pour le troisième mois consécutif, atteignant ainsi son plus haut niveau depuis septembre 2008. Ce résultat encourageant est le signe que les consommateurs ressentent peu à peu l'impact de l'amélioration du marché du travail : leur jugement sur la « situation présente » s'est nettement redressé et la proportion de personnes jugeant difficile de trouver un emploi a diminué. Les anticipations se sont également améliorées, comme les intentions d'achat pour les six prochains mois. Néanmoins, la confiance reste encore très en deçà de son niveau de long terme. Si les ménages sont moins préoccupés par leurs revenus futurs, les pessimistes l'emportent, inquiets du taux de chômage à 10 % et du niveau record de chômeurs longue durée. Aussi, cette enquête ne pointe toujours pas vers un redressement significatif de l'activité à court terme.



Source : Réserve fédérale, BEA, CBO, CA. zone grisée : récession



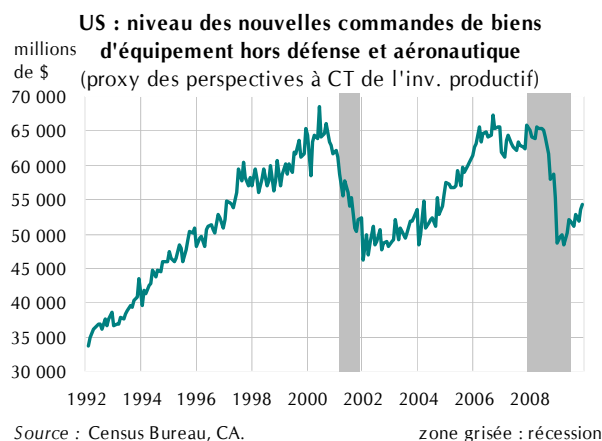
Source : BEA, CA.



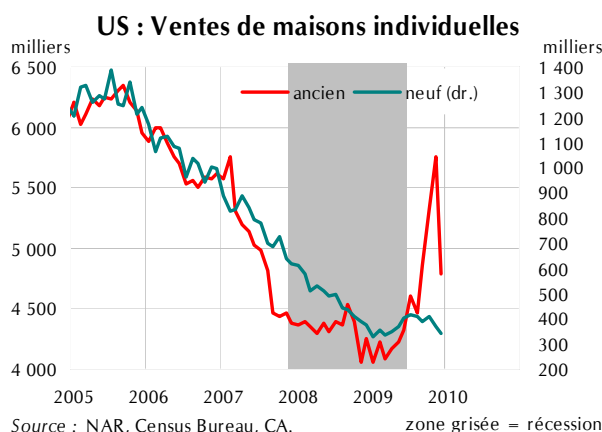
Source : The Conference Board, CA. zone grisée : récession

- Les nouvelles commandes de biens durables n'ont augmenté que de 0,3 % sur le mois de décembre.
- Les ventes de logements se sont écroulées au mois de décembre, avec une chute sur le mois de 17 % dans l'ancien et de 8 % dans le neuf. Les prix immobiliers ont affiché une nouvelle hausse en novembre.

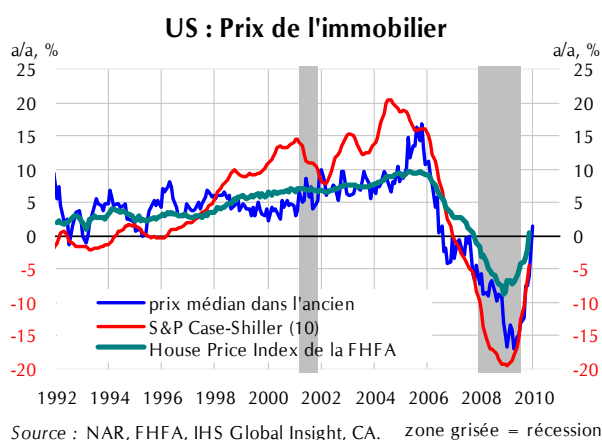
■ Les nouvelles commandes de bien durables ont progressé de seulement 0,3 % sur le mois de décembre, tirées vers le bas par le recul des commandes d'équipement aéronautique civil (-38,2 % sur le mois), recul pour le moins surprenant compte tenu de la hausse rapportée par Boeing. Toutefois, hors transport, la progression des nouvelles commandes est plus forte (0,9 %) et plus encore celle des nouvelles commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique (1,3 %), véritable proxy des perspectives à court terme de l'investissement productif. **Leur orientation haussière s'en trouve confortée et c'est de bon augure pour la croissance.** Autre évolution positive, le ratio stocks sur livraison continue de baisser, signe également du redémarrage de l'activité, favorable à une poursuite de l'amélioration du climat des affaires.



■ Renversant la tendance de ces derniers mois, les ventes de logement ont plongé en décembre tant sur le marché du neuf (-7,6 %) que sur le marché de l'ancien (-16,7 %) en relation avec l'expiration initialement prévue fin novembre 2009 du crédit d'impôt aux primo-accédants. **Malgré ce revers (attendu et temporaire), le marché de l'ancien enregistre ses premiers gains annuels depuis 2005.** De plus, le marché va trouver prochainement un nouveau souffle dès que la prolongation du crédit d'impôt (jusqu'à fin juin) mordra sur l'activité. La reprise ne s'annonce pas moins laborieuse : c'est évident sur le marché du neuf qui n'a pas encore véritablement décollé depuis son point bas de janvier. Plus fondamentalement, le nombre croissant des saisies et les restrictions de crédit continuent d'entraver la reprise.



■ Côté prix, la situation continue de s'améliorer. L'indice composite (sur dix villes) S&P Case-Shiller comme l'indice de la FHFA ont progressé sur le mois de novembre (de, respectivement, 0,3 et 0,7 %). L'indice S&P Case-Shiller enregistre ainsi sa septième hausse consécutive et une progression cumulée de 3,7 % (à mettre en perspective de la chute de 33 % entre le pic d'avril 2006 et avril 2009). L'indice de la FHFA affiche, lui, ses premiers gains positifs en glissement annuel depuis automne 2007 (+0,5 %). **Ce mieux sur les prix reste néanmoins fragile** puisque largement soutenu par l'effet dopant sur la demande du crédit d'impôt. Les divergences régionales restent marquées. Et la rechute récente de l'activité, combinée à l'augmentation de la part des saisies dans les ventes, devrait peser sur les prix dans les prochains mois.



UEM : De nouveaux signaux positifs pour la fin 2009

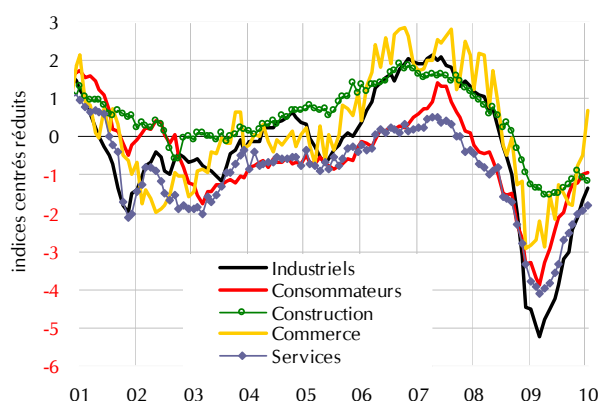
- La confiance en zone euro a progressé plus fortement qu'attendu en janvier, mais à un rythme plus modéré.
- En France, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont bondi en décembre.
- En Italie, le moral des ménages s'est dégradé en janvier, mais les chefs d'entreprise restent confiants.

■ Pour le dixième mois consécutif, l'indice de confiance de la zone euro a connu une hausse en janvier (95,7 points, contre 94,1 en décembre). Toutefois, le rythme de progression de l'indice a été plus faible en janvier (+1,6 point) qu'en décembre (+2,2). Comme pour les mois précédents, ce sont essentiellement les chefs d'entreprises qui ont contribué à cette amélioration (+2 points). En revanche, la confiance des ménages est restée pratiquement inchangée (-15,8, après -16 en décembre) à un niveau historiquement faible (moyenne de long terme : -12). Le niveau élevé du chômage (10,0% en décembre) devrait continuer à peser sur le moral des consommateurs dans les mois à venir. Les résultats de cette enquête confortent notre scénario central de hausse de l'activité en début d'année 2010, mais à un rythme plus modéré qu'au T4 2009.

■ En France, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont bondi en décembre (+2,1 % m/m, après +0,1 % en novembre). Ce rebond tient essentiellement à l'accélération des achats d'automobiles (+9,1 % m/m). Les ménages ont en effet profité des derniers mois de prime à la casse intégrale (réduction à partir de janvier). Hors automobiles, la consommation des autres produits manufacturés a légèrement progressé. Sur l'ensemble du T4, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont augmenté de 3 % t/t (après -0,3 % t/t au T3), soit la plus forte hausse depuis dix ans. Ceci suggère que la consommation totale des ménages a accéléré au T4. Un freinage devrait toutefois intervenir en début d'année 2010, la prime à la casse étant moins incitative. De plus, le moral des ménages reste à un faible niveau (indicateur résumé à -29 en janvier).

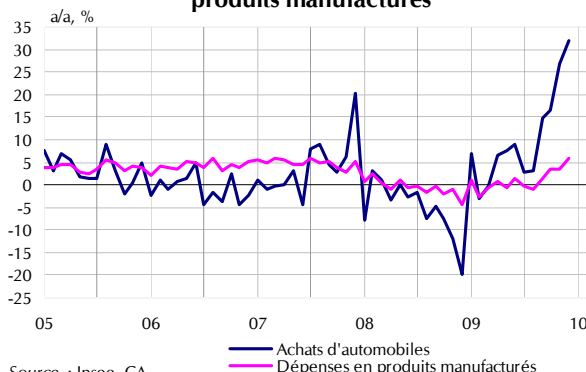
■ En Italie, la confiance des ménages s'est dégradée en janvier. L'indice de confiance publié par l'institut ISAE a baissé de deux points à 111,7, soit un recul plus fort qu'attendu par le consensus (-0,2 point). Les ménages italiens ont été moins optimistes sur leur situation personnelle, et, en particulier, leur capacité d'acheter des biens durables dans le futur. La baisse du moral des ménages contraste avec le rebond de la conjoncture italienne en janvier. L'indice ESI italien a en effet progressé de 4,2 points (la plus forte hausse de l'UE), essentiellement en raison de la hausse de la confiance dans le secteur des ventes de détail (+25 points) et dans les services (+11). Au total, nous tablons sur une croissance modeste de l'économie italienne au T1 2010 (+0,2 % t/t).

UEM : climat de confiance



Source : Eurostat, CE, CA

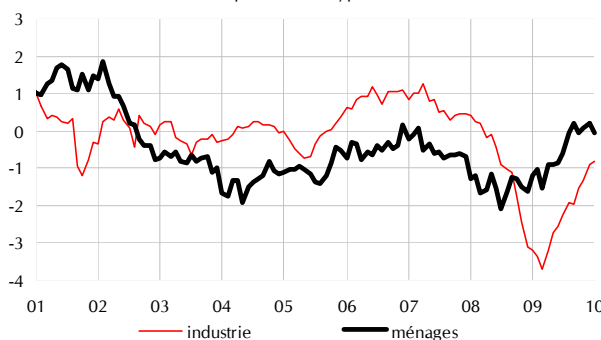
France : consommation des ménages en produits manufacturés



Source : Insee, CA

Italie : confiance des agents

données centrées réduites en point d'écart-type

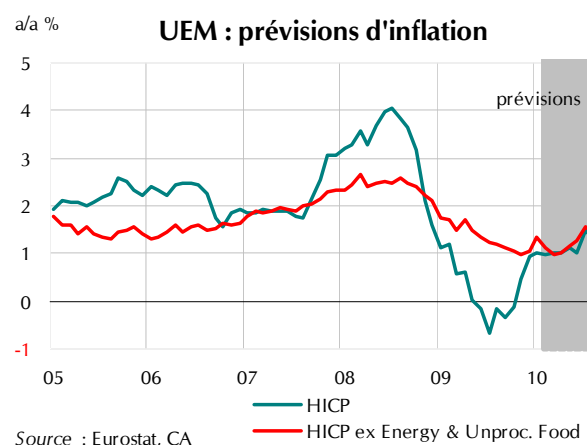
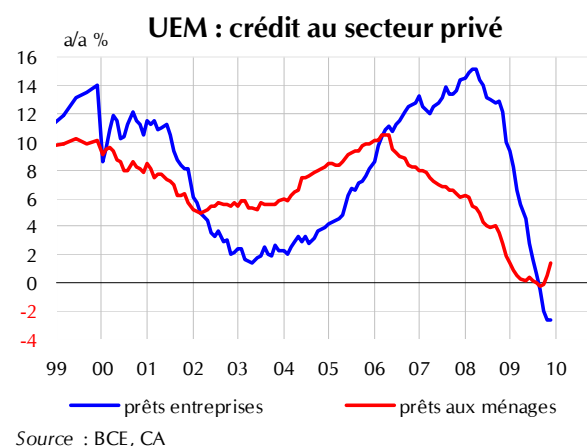
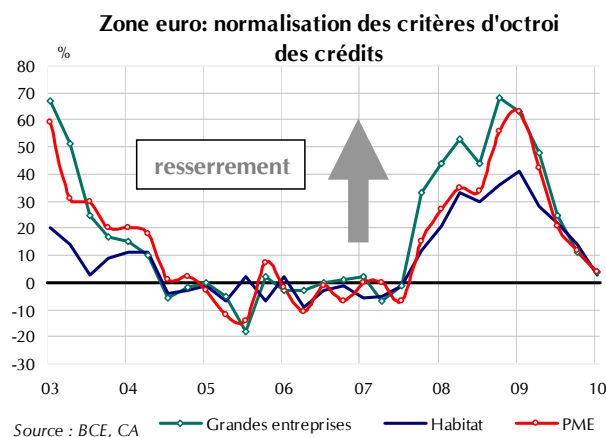


- Les banques en zone euro ont continué à normaliser leurs conditions de prêts en fin d'année 2009. Mais la dynamique du crédit en zone euro est restée modérée en décembre.
- L'inflation européenne a augmenté de 1,0 % en glissement annuel en janvier.

■ Les résultats de l'enquête de la BCE auprès des banques commerciales montrent une poursuite de l'assouplissement des conditions d'accès au crédit au T4 2009. La part nette des banques commerciales en zone euro indiquant avoir durci leurs conditions de prêt aux entreprises est passé de 8 % au T3 à 3 % au T4 2009. L'assouplissement des conditions de crédit a été plus important pour les ménages. En particulier, le pourcentage de banques déclarant un resserrement des conditions de crédit en matière d'habitat a reculé de 11 points à 3 %. Par ailleurs, l'enquête montre une baisse de la demande de crédit aux entreprises. En revanche, la demande de crédit habitat a continué à progresser pour le troisième mois consécutif, en lien avec l'amélioration des perspectives d'activité du marché immobilier. **Pour le premier trimestre 2010, les banques en zone euro anticipent un léger resserrement des critères d'octroi aux entreprises et un assouplissement pour les ménages.**

■ L'agrégat monétaire large M3 a continué à reculer en décembre 2009 (-0,2 % en g.a., après -0,3 % en novembre). Le freinage de M3 s'explique sans doute par la pentification de la courbe et le redressement de la Bourse fin 2009 qui ont encouragé l'arbitrage en faveur des actifs moins liquides et plus risqués. L'agrégat M1 a, quant à lui, continué à progresser sur des rythmes dynamiques (+12,3 % en g.a., après 12,5 % en décembre). En ce qui concerne les principales contreparties de M3, on note que les encours de crédits au secteur privé sont restés inchangés sur un an en décembre (après -0,7 % en novembre). La baisse des crédits aux entreprises non financières s'est amplifiée (-2,3 % en g.a., après -1,9 %). Les encours de prêts aux ménages ont en revanche accéléré (+1,3 % en g.a., après +0,5 % en novembre). **Au total, le crédit en zone euro devrait être en faible hausse à court terme, la reprise de l'activité restant fragile.**

■ En première estimation, l'inflation en zone euro est ressortie à 1,0 % en g. a. en janvier (contre 0,9 % en décembre), essentiellement tirée par les effets de base défavorables liés aux prix de l'énergie. Cette hausse – légèrement moindre qu'attendu (1,2 %) – tient sans doute aux facteurs saisonniers (soldes de janvier) et à la réduction graduelle des effets de base. **Par ailleurs, les fortes surcapacités ainsi que le niveau élevé du chômage limitent les pressions sur les prix.** Aussi, l'inflation sous-jacente est probablement restée stable. D'un point de vue géographique, les estimations flash indiquent une baisse de l'inflation annuelle en Allemagne (0,8 %, contre 0,9 %) et une hausse en Espagne (1,1 %, contre 0,9 %). **Au total, nous tablons sur une légère augmentation de l'inflation annuelle au cours des prochains mois (autour de 1,5 % en milieu d'année).**



Central Bank Watch

		Actuel 29 janv	Dernier mouvement	Prochain mouvement en 2010
Amérique				
États-Unis	Federal Funds	0-0,25	-75 pdb 16 déc 08	<p>Statu quo jusqu'à fin 2010 (prochain FOMC, 16 mars 2010)</p> <p>A l'issue du FOMC des 26-27 janvier 2010, la Fed a réitéré sa formule consacrée selon laquelle les conditions économiques (dont le bas taux d'utilisation des ressources, une inflation contenue et des anticipations d'inflation stables) justifient de laisser les <i>Fed funds</i> à un niveau exceptionnellement bas une période de temps prolongée (sachant que, depuis décembre 2008, les <i>Fed funds</i> oscillent dans une fourchette cible de 0-0,25 %). La Fed a en même temps confirmé l'expiration au 1^{er} février 2010 d'un certain nombre de ses facilités de financement (AMLF, CPFF, PDCF, TSLF). Selon les prêts, la TALF court jusqu'au 31 mars ou 30 juin 2010. La Fed a également acté que, d'ici la fin du 1^{er} trimestre 2010, elle aura achevé son programme d'achats de 1,25 trillion de dollars de RMBS garantis par les agences gouvernementales et de environ 175 milliards de dollars de titres de dette émis par ces agences. Le programme d'achat des 300 milliards de dollars de titres longs du Trésor américain a, lui, déjà pris fin le 31 octobre 2009. La Fed continue néanmoins de préciser qu'elle est prête à modifier ses plans (achats de titres comme facilités de financement) en fonction de l'évolution de la situation économique et financière. La Fed n'a pas encore précisé toutes les étapes de sa stratégie de sortie. <i>A priori</i>, le drainage actif précèdera les hausses de taux. Mais si la Fed communique largement sur les outils à sa disposition pour dégonfler son bilan et drainer les réserves excédentaires (hausse du taux de rémunération des réserves excédentaires, opérations de <i>reverse repos</i> de grande ampleur, création de comptes à terme, vente définitive d'actifs), elle n'a toujours pas arrêté l'ordre dans lequel elle compte les utiliser.</p>
Europe				
UEM	Taux refi	1,00	-25 pdb 13 mai 09	<p>Première hausse de taux au T4 2010</p> <p>Le 14 janvier, la BCE a maintenu le taux refi à 1% en répétant que ce niveau était jugé "approprié". Elle avait créé la surprise en décembre en annonçant des modifications à sa gestion de la liquidité jugées plus rapides et radicales que prévu. Malgré l'indexation du dernier appel d'offres à un an (le 16 décembre) au taux directeur, le montant alloué est resté élevé (96.9 Mds d'euros). Les opérations de refinancement illimitées à taux fixe seront maintenues jusqu'au 13 avril 2010. Les appels d'offres à un mois sont prolongés, et un dernier appel d'offres à 6 mois sera conduit le 31 mars 2010, mais toutes les options sont ouvertes pour la suite. La BCE devrait continuer de distinguer clairement gestion de la liquidité et politique monétaire, mais il est possible d'interpréter ces changements comme une première étape vers une normalisation rapide et une première hausse de taux au T4 2010. A ce stade, les prévisions du staff de la BCE continuent de plaider pour une politique monétaire accommodante.</p>
Royaume-Uni	Taux de base	0,50	-50 pdb 5 mars 09	<p>Statu quo en 2010</p> <p>La BoE a abaissé son taux directeur de 50 pdb à 0,5% lors de sa réunion du 5 mars 2009. Nous pensons qu'il a atteint son plancher et qu'il devrait se maintenir à ce niveau en 2010. Le programme d'achats de titres (Asset Purchase Facility) de la BoE, porté à 200 Mds de livres le 5 novembre 2009, sera finalisé au mois de janvier 2010. La BoE devra décider ou non de le prolonger lors de sa réunion de février. Elle continue d'évaluer l'impact de son programme sur l'activité, la monnaie et le crédit. Le Royaume Uni est sorti de récession au T4 (progression du PIB de 0,1% t/t) et les indicateurs de conjoncture pointent en direction d'une poursuite de cette amélioration. Dans ce contexte, la BoE devrait privilégier le statu quo en 2010.</p>
Asie-Pacifique				
Japon	Taux directeur	0,10	-20 pdb 19 déc 08	<p>Statu quo en 2010</p> <p>Le principal taux d'intérêt directeur reste à 0,10%, mais la BoJ a récemment révisé à la hausse son jugement sur l'économie japonaise. Confrontée à une situation de déflation avérée, la BoJ continue de mettre en oeuvre des mesures de politique monétaire non conventionnelles, et elle a récemment introduit une nouvelle facilité de refinancement à 3 mois, au taux de 0,1%, pour un montant de 10 Trn JPY. La BoJ commence cependant à esquisser une stratégie de sortie de certaines mesures mises en oeuvre au moment de la crise. Elle a ainsi confirmé en octobre mettre un terme à ses opérations de rachat de CP et d'obligations corporate fin 2009. Le fonds special dédié au financement des entreprises va rester en place jusqu'en mars 2010 et l'élargissement de la gamme des collatéraux acceptés en gage pour les opérations de Repo court jusque fin 2010.</p>

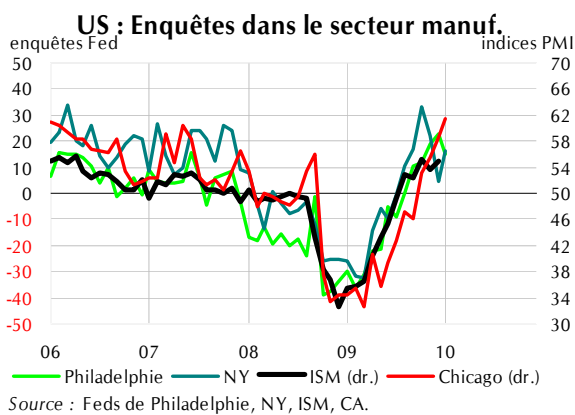
Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet, Rubrique Etudes économiques, page Perspectives prévisions.

Semaine du 1^{er} au 5 février 2010Lundi 1^{er}

US - ISM secteur manufacturier

	nov	déc	janv			
indice résumé	55,2	53,6	53,7	55,9	54,9	<u>56,3</u>

Nous tablons sur une hausse à 56,3 de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier en janvier (consensus : 55,6), en ligne avec l'orientation globalement positive des enquêtes régionales déjà disponibles et les signes divers de raffermissement de l'activité. L'enquête ISM auprès des secteurs non manufacturiers devrait également s'inscrire en hausse (à 50,6 ; consensus : 51). A noter que l'Institut a procédé à une révision des facteurs de CVS. Le niveau des enquêtes s'en trouve peu modifié mais le changement est plus visible sur les mois les plus récents. Ainsi, le point de décembre de l'ISM manuf. est passé de 55,9 à 54,9, mais celui de l'ISM non manuf. a été ramené sous le seuil critique des 50, de 50,1 à 49,8.

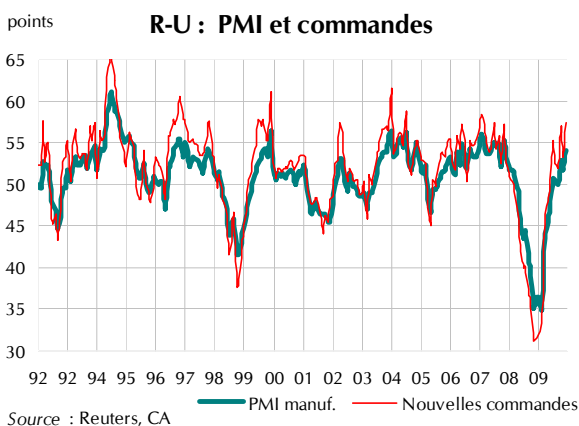


Royaume-Uni - Enquête dans l'industrie PMI

	Dec	Jan	Fev
indice PMI	51.8	54.1	<u>54.5</u>

Royaume-Uni - Enquête dans les services PMI

	Dec	Jan	Fev
indice PMI	56.6	56.8	<u>56.5</u>



Nous anticipons une hausse de l'enquête PMI dans l'industrie manufacturière au mois de février, en ligne avec le fort rebond des nouvelles commandes en janvier. L'enquête CBI du secteur manufacturier a montré une amélioration des commandes à l'exportation ce mois-ci. Toutefois, un affaiblissement du « momentum » haussier nous semble imminent, l'indice étant désormais revenu à ses niveaux de 2007.

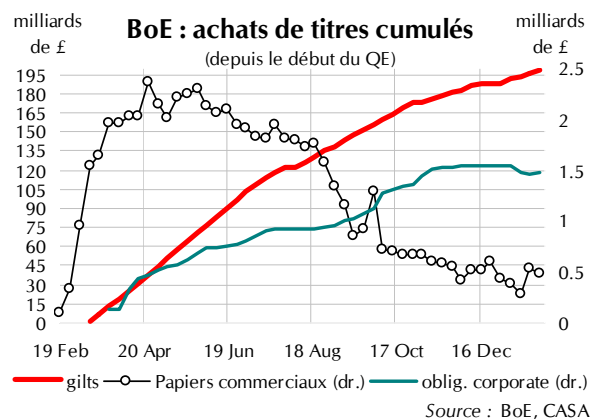
Jeudi 4

Réunion de la BCE

Cette réunion, tout comme celle du mois dernier, s'annonce comme un non évènement. L'inflation n'apparaît pas comme une menace dans les économies de la zone euro qui vivent au ralenti et le crédit stagne, le tout confortant le *statu quo* sur les taux. Côté non standard, Mr Trichet nous a déjà averti que le prochain « vrai » rendez-vous se tiendrait en mars, après avoir esquissé une ébauche de stratégie de sortie le 3 décembre dernier. Les appels d'offres illimités ont en effet été prolongés au premier trimestre (tout comme les lignes de swaps de change) et les conditions du dernier *tender* à six mois le 31 mars n'ont pas encore été discutées. Certes, les plus « faucons », comme Weber, nous annoncent déjà un retour à des modes de gestion plus traditionnels de la liquidité interbancaire (enchères compétitives, à taux variables et à montant limité sur des maturités d'un et trois mois), synonyme de tensions sur les taux courts de marché, mais pour l'heure la BCE semble à l'aise avec les bas niveaux de l'*Eonia* et des *Euribor*.

Réunion de la BoE – taux d'intérêt et APF

Lors de sa réunion du 4 février, la BoE devra décider de prolonger ou non son programme d'achats de titres (*Asset Purchase Facility*). En effet, ce programme de 200 Mds de livres sera finalisé, comme prévu, fin janvier. Nous pensons qu'elle devrait en rester là.



L'inflation se situe déjà à un niveau élevé en décembre (2,9 % a/a) et la hausse de 2,5 points de la TVA début 2010 va pousser le chiffre global au-delà de 3 % à court terme. La dépréciation de la livre et la hausse des prix de l'énergie sont également des facteurs de risque pour l'inflation. Le mois prochain, le Gouverneur sera contraint d'écrire une lettre au Chancelier de l'Echiquier pour expliquer pourquoi l'inflation est si loin de la cible de la BoE. Côté activité, le Royaume-Uni est sorti de récession au T4 et les données conjoncturelles pointent en direction d'une poursuite de cette amélioration. Le rapport trimestriel sur l'inflation du mois de février devrait acter de cette embellie tout en soulignant la fragilité. La demande privée reste faible et le crédit se fait toujours rare, ce qui justifie le maintien d'un politique accommodante tout au long de 2010.

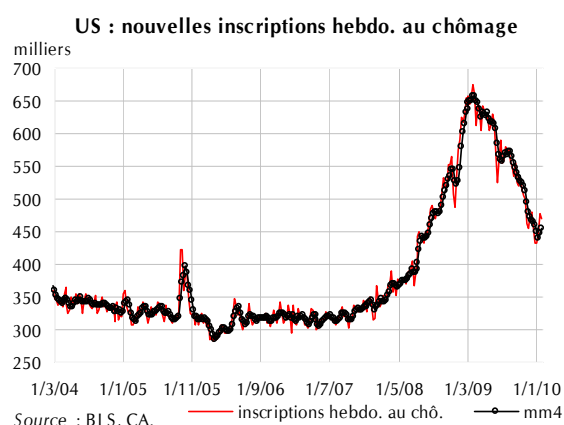
Vendredi 5

US - Marché du travail

	nov	déc	janv
taux de chômage	10,0	10,0	<u>10,0</u>
nbre d'employés (m/m, '000)	4	-85	<u>-20</u>
durée hebdo. de travail	33,2	33,2	<u>33,2</u>
salaires horaires (m/m, %)	0,2	0,2	<u>0,2</u>
a/a, %	2,3	2,2	<u>2,2</u>

Le redémarrage de l'emploi est imminent mais d'après notre estimation préliminaire, ce ne serait pas pour janvier 2010. En effet, nous prévoyons 20 000 destructions nettes d'emplois salariés non agricoles (consensus : +20 000) et un taux de chômage stable à 10 %. Cette prévision sera finalisée (et peut-être révisée) après la publication des enquêtes nationales ISM et de la prévision ADP (consensus : -30 000).

Les données du marché du travail par ailleurs disponibles pour janvier sont plutôt positives : les ménages portent un jugement moins pessimiste sur le marché du travail ; les composantes « emplois » des enquêtes régionales des Fed de New York et de Philadelphie sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier se sont significativement améliorées ; les inscriptions hebdomadaires au chômage restent orientées à la baisse. Le début de redressement de la durée hebdomadaire du travail et le recours croissant à l'intérim ces derniers mois sont également de bon augure pour les perspectives de l'emploi à court terme.



Indicateurs à suivre – semaine du 1^{er} au 5 février 2010

Lundi 1er février					
UEM	déc	janv	Etats-Unis	nov	déc
10:00 PMI - industrie	51,6	52,0	14:30 consommation des ménages, m/m	0,5	0,2
Royaume-Uni	déc	janv	14:30 revenu disponible, m/m	0,5	0,3
10:30 PMI - industrie	54,1	54,5	14:30 taux d'épargne	4,7	4,8
			Etats-Unis	déc	janv
			16:00 ISM manufacturier	54,9	56,3
			Etats-Unis	nov	déc
			16:00 dépenses de construction, m/m	-0,6	-0,3
Mardi 2 février					
			Etats-Unis	déc	janv
			14:30 ventes totales de véhicules, mln t.a.	11,2	10,7
Mercredi 3 février					
Allemagne	nov	déc	Etats-Unis	déc	janv
08:00 ventes de détail, m/m	-1,7	0,2	10:00 ISM non manufacturier	49,8	50,6
UEM	déc	janv			
10:00 PMI - services	53,6	52,3			
UEM	nov	déc			
12:00 ventes de détail, m/m	-1,1	—			
Royaume-Uni	déc	janv			
10:30 PMI - services	56,8	56,5			
Jeudi 4 février					
Allemagne	nov	déc	Royaume-Uni		
12:00 commandes à l'industrie, m/m	2,8	0,3	13:00 réunion BoE		
			UEM	janv	févr
			13:45 CPM - refi	1,00	1,00
			Etats-Unis	09 T3	09 T4
			14:30 productivité, chiffre provisoire, t/t t.a.	8,1	5,8
			14:30 coût unit. du travail, ch. prov., t/t t.a.	-2,5	-2,8
Vendredi 5 février					
France	nov	déc	Etats-Unis	déc	janv
08:45 balance commerciale, mns E	-5304	—	14:30 taux de chômage	10,0	10,0
Allemagne	nov	déc	14:30 emploi, m/m '000	-85	-20
12:00 production industrielle, m/m	0,7	0,8	14:30 taux de salaire horaire, m/m	0,2	0,2
			Etats-Unis	nov	déc
			21:00 crédit à la consommation, m/m mds\$	-17,5	-9,2

Pôle Etudes Economiques Groupe - Crédit Agricole S.A.

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

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

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty - Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.frInternet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

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