

L'actualité de la semaine

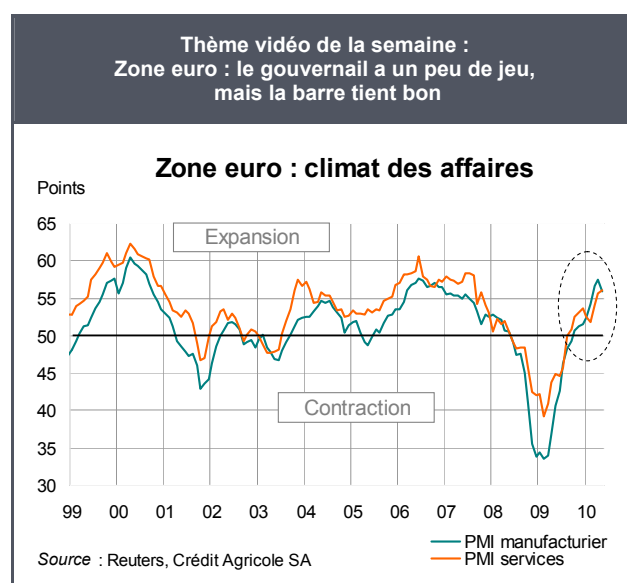
■ **Marchés** : Les marchés restent très fébriles, avec des réactions épidermiques à la moindre rumeur comme celle qui a circulé au cours de la semaine au sujet d'une sortie de la Grèce de la zone euro. Les faits n'aident pas non plus. La décision unilatérale de l'Allemagne d'interdire certaines opérations de ventes à découvert (notamment sur les dettes des Etats de la zone euro, et les CDS souverains) témoigne du faible degré de concertation au sein de la zone, de quoi nourrir davantage la défiance des investisseurs. **Les bourses ont logiquement accusé le coup et l'euro a touché de nouveaux points bas avant de rebondir vendredi (autour des 1,25 contre le dollar) face aux rumeurs persistantes d'une intervention concertée des banques centrales (cf. page 2).** Les marchés obligataires continuent de se reformer avec le retour sur le devant de la scène du thème de la déflation. Les rendements obligataires américains et des pays « core » de la zone euro ont nettement reflué (3,18 % pour le dix ans américain et 2,66 % pour le Bund allemand). Les interventions de la BCE ont, quant à elles, permis de dégonfler les primes de risque sur les obligations des Etats-membres de la zone euro financièrement fragiles. La nouvelle réunion des ministres des Finances de l'Union européenne, qui a lieu ce vendredi, suscite attentes et inquiétudes compte tenu de leur difficulté à s'entendre sur le *modus operandi* du plan de soutien massif de 750 Mds € annoncé le week-end dernier.

■ **Etats-Unis** : L'inflation (plus précisément sa faiblesse) ressort comme le thème central de la semaine (cf. page 3). Le nouveau jeu de prévision de la Fed qui a accompagné les minutes du FOMC des 27-28 avril révèle en effet un scénario de croissance légèrement revu en hausse pour 2010 mais aussi, et plus intéressant, des prévisions d'inflation significativement revues en baisse de 2010 à 2012. Notre scénario d'un *statu quo* sur les taux prolongé jusqu'au début de l'année prochaine s'en trouve conforté. De plus, les chiffres d'inflation pour le mois d'avril ont surpris à la baisse : recul de 0,1 % sur le mois de l'indice total des prix à la consommation et progression de seulement 0,05 % de l'indice sous-jacent. L'inflation sous-jacente ralentit à 0,9 % en glissement annuel, un plus bas depuis quarante-quatre ans. Côté données d'activité, elles ont été mitigées. Les mises en chantier ont surpris à la hausse (avec un bond de 5,8 % sur le mois d'avril) mais les permis de construire ont chuté bien plus qu'attendu (de 11,5 % sur le mois), la faute probablement à l'expiration, le 30 avril, du crédit d'impôt aux primo et secondo-accédants. Ce recul a pesé sur l'indicateur composite avancé du *Conference Board*, qui affiche une baisse de 0,1 % sur le mois d'avril, la première depuis mars 2009 et le signe précurseur d'un ralentissement du rythme de croissance. La baisse beaucoup moins rapide des inscriptions hebdomadaires au chômage depuis le début de l'année n'est pas bon signe non plus. L'immobilier dominera l'actualité conjoncturelle de la semaine prochaine avec la publication des ventes de logements dans l'ancien et le neuf pour le mois d'avril (attendues en hausse) et des indices de prix correspondants (cf. page 7). Les nouvelles commandes de biens durables et les dépenses de

consommation des ménages pour le mois d'avril, ainsi que l'enquête de confiance des consommateurs du *Conference Board* pour le mois de mai retiendront également toute notre attention. Les révisions en deuxième estimation de la croissance au premier trimestre 2010 devraient être mineures.

■ **UEM** : En zone euro, les estimations préliminaires des indices PMI ont légèrement baissé au mois de mai. Pour le moment, l'impact des récentes turbulences financières sur le moral des directeurs d'achat en zone euro reste globalement assez limité. Toutefois, les résultats des enquêtes allemandes semblent avoir été plus touchés par les événements récents. Bien que les agents soient plutôt optimistes sur la conjoncture actuelle en Allemagne, leurs anticipations sur l'évolution future de l'activité se sont nettement dégradées. Par ailleurs, cette semaine, l'inflation annuelle a été confirmée à 1,5 % a/a en avril (après 1,4 % en mars). Cependant, l'inflation sous-jacente a ralenti fortement, atteignant un nouveau point bas historique (à 0,8 % a/a). **La semaine conjoncturelle à venir sera majoritairement française avec la publication des enquêtes INSEE, ainsi que la consommation des ménages en produit manufacturés (cf. page 4).**

■ **Royaume-Uni** : Les minutes de la réunion de la BoE du mois de mai, publiées cette semaine, ont révélé des craintes liées à la crise de dette souveraine en zone euro et aux perspectives de consolidation budgétaire. **Le statu quo sur le taux directeur et le QE avait été voté à l'unanimité.** Malgré une inflation supérieure à la cible en 2010, la BoE reste confiante dans son scénario central de rechute de l'inflation à moyen terme (cf. page 5).



Focus : l'euro baisse et c'est tant mieux

L'euro a perdu près de 18 % de sa valeur depuis décembre 2009, date à laquelle il s'échangeait autour des 1,50 contre le dollar US. Sa glissade s'est accélérée ces dernières semaines, ce qui alimente les spéculations autour d'une intervention des banques centrales, BCE en tête, pour soutenir la monnaie unique.

Au stade actuel, une intervention sur le marché des changes paraît improbable. L'euro n'est pas particulièrement bon marché et les gains de compétitivité associés sont une bonne nouvelle pour les économies de la zone euro qui tournent au ralenti.

■ L'euro baisse...

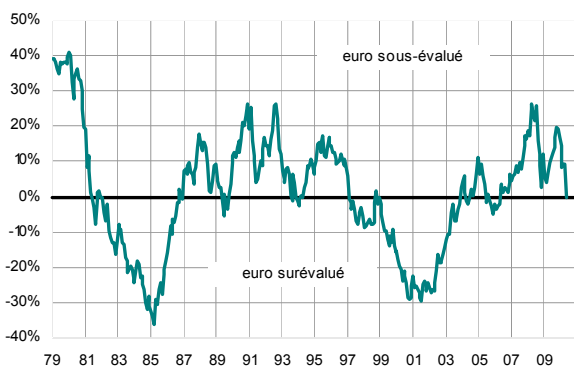
L'euro a perdu près de 18 % de sa valeur depuis décembre 2009, date à laquelle il s'échangeait autour des 1,50 contre le dollar US. En termes effectifs (i.e. taux de change de l'euro contre un panier de devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro), la baisse de la monnaie unique avoisine les 10 % en six mois. Sa glissade s'est accélérée ces dernières semaines sur fond d'inquiétudes croissantes quant à la solvabilité de certains des Etats-membres de la zone euro dans le sillage de la crise grecque. Même l'annonce d'un plan de stabilisation de 750 Mds € n'a pas réussi à inverser la tendance. **Les attermoissements qui ont précédé l'annonce de ce plan, les discours souvent cacophoniques des officiels européens, voire la décision unilatérale de l'Allemagne de bannir certaines opérations de ventes à découvert (notamment sur les dettes des Etats de la zone euro et les CDS souverains) sont interprétés comme les signes d'une faible cohésion et d'un manque de concertation au sein de la zone, qui ont de quoi nourrir la défiance des investisseurs.** On pourrait même dire que la monnaie unique est devenu un des réceptacles privilégiés des doutes sur la solidité de la zone euro, depuis la décision de la BCE d'intervenir sur les marchés obligataires de certains Etats-membres.

L'accélération récente de ce mouvement de baisse alimente les spéculations d'une intervention concertée des banques centrales pour soutenir la monnaie européenne. Face à cette hypothèse, les investisseurs ont débouché leur position courte, ce qui a fait rebondir l'euro en fin de semaine.

■ ... et c'est tant mieux

Au stade actuel, une intervention sur le marché des changes paraît improbable. L'euro n'est pas particulièrement bon marché, même s'il se rapproche à grand pas de sa valeur d'équilibre, estimée autour de 1,17 contre le dollar US. L'euro corrige, certes un peu vite, une période de surévaluation qui s'est amplifiée début 2009, lorsque le dollar a perdu de son attrait en tant que valeur refuge sur fond de reprise mondiale. Sa volatilité implicite mesurée par les options de change, proche de 15 %, reste toutefois inférieure aux records enregistrés fin 2008 (25 %).

Taux de change usd/euro & PPA



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

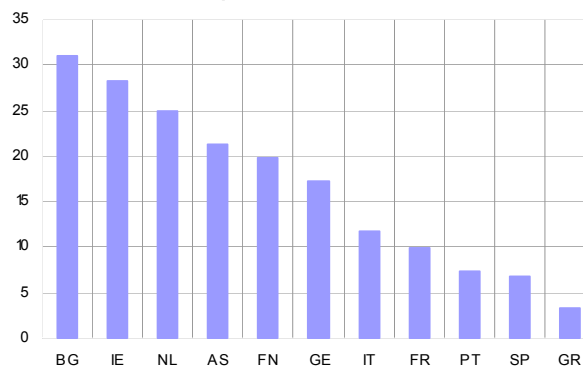
Selon nos prévisions, comme les écarts de croissance vont rester à l'avantage des Etats-Unis, le *trend* baissier de l'euro devrait se poursuivre ces prochains mois avec une cible pour la parité euro/dollar de 1,15 en fin d'année.

Son affaiblissement est par ailleurs une bonne nouvelle pour les économies de la zone euro qui tournent au ralenti

avec un moteur domestique de croissance durablement grippé. Dans ce contexte, un regain de compétitivité qui va stimuler en retour les exportations paraît bienvenu. Le schéma traditionnel de reprise en zone euro transite par les exportations, dont le redémarrage permet de restaurer la profitabilité des entreprises exportatrices avec des retombées positives sur l'emploi et finalement sur les revenus, ce qui aiguise l'appétit des ménages pour la consommation et incite les entreprises à investir, avec au final l'enclenchement d'une dynamique vertueuse entre offre et demande.

D'après les estimations économétriques, une baisse de 10 % du taux de change effectif est censée apporter un point de croissance supplémentaire pour la zone dans son ensemble sur une période allant de douze à dix-huit mois. Les pays de la région les plus à même de profiter de ce regain de compétitivité sont ceux les plus ouverts sur l'extérieur comme la Belgique, l'Irlande et les Pays-Bas (dont les exportations représentent 70 % ou plus de leur PIB) suivis par l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche (40-50 %). Même corrigé des exportations intra-zone, cet ordonnancement reste valide avec un avantage à l'Allemagne et aux petites économies ouvertes d'Europe du Nord. L'Allemagne profite par ailleurs de débouchés extérieurs importants vers des marchés dynamiques dont les devises sont liées à la zone dollar, puisque plus de 20 % de ses exportations sont à destination des Etats-Unis et de l'Asie.

%GDP Part des exportations hors UEM dans le PIB



Source : Eurostat, FMI, Crédit Agricole S.A.

Pour les pays du sud de l'Europe qui souffrent d'un déficit de compétitivité, la baisse de l'euro est aussi une bouffée d'oxygène, les exportations hors zone euro représentant en moyenne 5 à 10 % du PIB. Ce coup de pouce ne doit pas les dédouaner pour autant de mener des réformes structurelles pour restaurer durablement leur position concurrentielle.

Si l'affaiblissement de l'euro est généralement source d'inflation importée, la conjoncture actuelle de reprise très molle en zone euro est plutôt de nature désinflationniste, voire déflationniste dans certains pays de la zone euro soumis à une forte contrainte budgétaire. Tout en notant cette source potentielle d'inflation, la BCE devrait conserver son diagnostic d'un risque sur les prix globalement équilibré.

Il n'existe donc pas de raisons objectives pour chercher à soutenir la monnaie unique. En novembre 2000, la dernière intervention de ce type était justifiée par la forte sous-évaluation de l'euro, une conjoncture bien orientée et par les risques inflationnistes associés, l'inflation dépassant alors la cible des 2 % de la BCE. Rien de tel aujourd'hui !

États-Unis : infla-quoi ?

- La Fed revoit en hausse ses prévisions de croissance et en baisse celles d'inflation.
- Les prix à la consommation baissent de 0,1 % sur le mois d'avril et l'inflation sous-jacente ralentit à 0,9 % en glissement annuel.
- Les mises en chantier bondissent de 5,8 % sur le mois d'avril, mais les permis de construire chutent de 11,5 %.

■ D'après les minutes du FOMC des 27-28 avril, il n'y a pas eu spécialement de débat sur le maintien de la formule consacrée « période prolongée de taux bas ». La discussion sur les ventes d'actifs révèle, elle, à la fois une grande diversité d'opinions sur le calendrier et le rythme de vente et qu'il n'y pas urgence. Ce que l'on retiendra de ces Minutes, ce sont les révisions en hausse des prévisions de croissance de la Fed et en baisse de celles du taux de chômage et de l'inflation par rapport à janvier. Côté croissance, on notera également le resserrement de la fourchette des prévisions. La Fed justifie ce nouveau scénario (élaboré avant l'intensification de la crise grecque) par les bons chiffres récents de consommation et d'investissement des entreprises et par la détente des conditions financières. La lenteur de la baisse du taux de chômage est toujours dûment pointée. Côté inflation sous-jacente, les révisions sont significatives pour les trois années considérées, et particulièrement pour 2010. C'est le haut de la fourchette qui a été revu à la baisse. **Ce nouveau jeu de prévisions de la Fed conforte notre scénario d'un statu quo sur les taux prolongés jusqu'au début de l'année prochaine.**

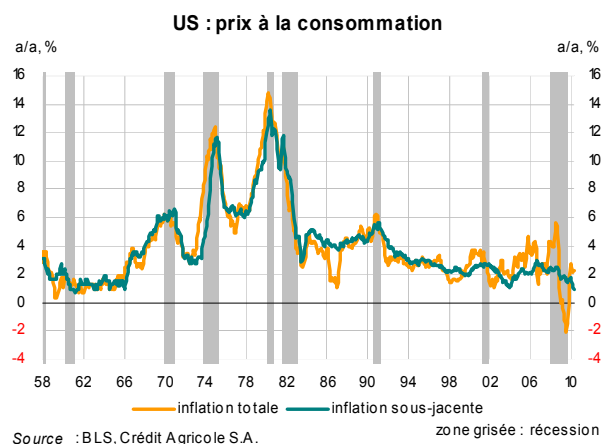
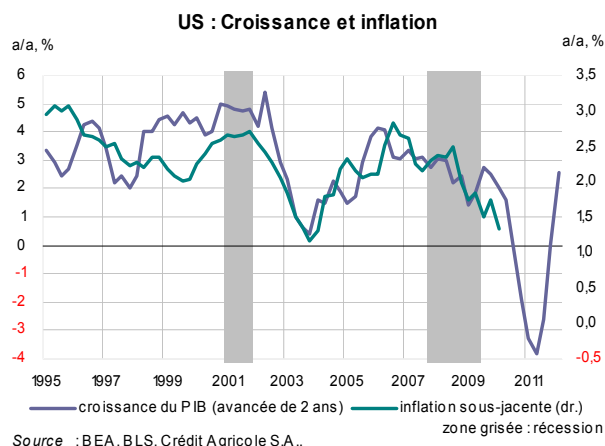
■ Presque tous les membres de la Fed jugent globalement équilibrés les risques entourant leurs prévisions d'inflation. Ils sont haussiers pour deux participants et baissiers pour deux autres. Les risques haussiers sont réels, mais limités d'après nous : matières premières, bilan gonflé de la Fed, déficit budgétaire élevé, redressement de certains prix les plus en amont, éternel débat sur ressources inemployées pas si importantes que ça et en voie de réduction avec la reprise. D'après nous, **les risques baissiers continuent de l'emporter (les chiffres d'avril le prouvent) et la déflation est le risque dominant.** Il est peu probable qu'il se matérialise à en juger la stabilité des anticipations d'inflation (cette même stabilité tempérant aussi grandement les craintes inflationnistes). Et la faiblesse de l'inflation est une bonne chose tant qu'elle soutient le pouvoir d'achat. Cependant, tous les effets désinflationnistes de la récession ne se sont en effet pas encore faits sentir. Le niveau élevé du chômage maintient d'importantes pressions baissières sur les salaires horaires nominaux. Et les Etats-Unis vont importer de la désinflation avec l'appréciation récente du dollar.

■ La baisse de 0,1 % sur le mois d'avril de l'ensemble des prix à la consommation n'est pas inquiétante puisqu'elle s'explique surtout par celle des prix de l'énergie. L'inflation totale s'inscrit ainsi à 2,2 % en glissement annuel, un rythme proche de la cible implicite de la Fed. La situation est autrement plus problématique côté inflation sous-jacente. **Elle s'inscrit pour le troisième mois de suite à seulement 0,05 % et, à 0,9 % en glissement annuel, elle atteint un plus bas depuis 1966,** un rythme plus lent encore qu'en 2003, lorsque la Fed s'était ouvertement inquiétée du risque de déflation. Le ralentissement de l'inflation sous-jacente a visiblement pris de la vitesse et de l'ampleur depuis le début de l'année. A ce rythme, et aidé par des effets de base, le glissement annuel ne serait plus que de 0,5 % à la fin de l'été et de 0,3 % à la fin de l'année. Un tel rythme d'inflation sous-jacente est assurément trop bas. En tablant sur une certaine rigidité à la baisse de l'inflation sous-jacente dans les prochains mois et une hausse mensuelle des prix plus normale de l'ordre de 0,1 %, nos propres prévisions ne sont pas aussi alarmistes.

Prévisions comparées de croissance et d'inflation*

	2009	2010		2011		2012	LT
		Fed	C.A.	Fed	C.A.	Fed	Fed
Croissance du PIB (a/a, %)	0,1	3,2-3,7	2,9	3,4-4,5	3,2	3,5-4,5	2,5-2,8
Taux de chômage (en T4, %)	10	9,1-9,5	9,5	8,1-8,5	8,5	6,6-7,5	5,0-5,3
Inflation totale (a/a, %)	1,2	1,2-1,5	1,6	1,1-1,9	2,1	1,2-2,0	1,7-2,0
Inflation sous-jacente (a/a, %)	1,5	0,9-1,2	0,8	1,0-1,5	1,9	1,2-1,6	

* Prévisions Fed : avril 2010 ; Crédit Agricole S.A. : mars 2010



UEM : effritement

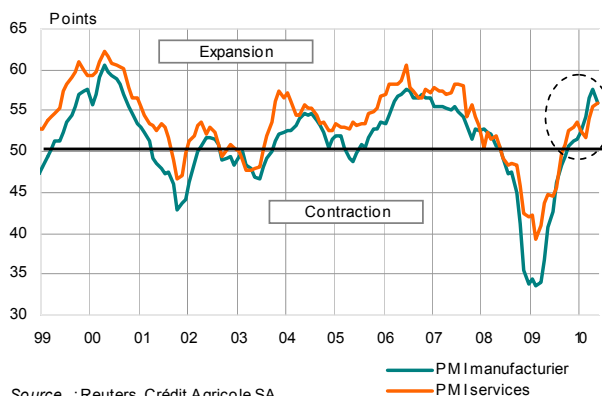
- Les estimations préliminaires des indices PMI en zone euro baissent légèrement en mai (indice composite à 56,2).
- En Allemagne, les enquêtes du mois de mai témoignent des inquiétudes des agents sur l'évolution future de l'activité.
- Sans surprise, l'inflation annuelle en zone euro est confirmée à 1,5 % en avril. En revanche, l'inflation sous-jacente ralentit fortement et atteint un nouveau point bas historique à 0,8 % a/a.

■ **Les estimations préliminaires des indices PMI en zone euro baissent légèrement en mai. L'indice composite perd 1,1 point, à 56,2 en mai.** Mais face à l'ampleur des turbulences financières récentes, ce recul reste somme toute assez limité. La composante « emploi » ressort même en hausse, à 50,4. La zone d'expansion, au-delà de 50, n'avait plus été atteinte depuis juin 2008. Au niveau sectoriel, l'amélioration de la conjoncture dans les services n'a pas permis de compenser la baisse de moral dans l'industrie. Géographiquement, on peut penser que l'écart entre les pays du centre (principalement la France et l'Allemagne) et les pays de la périphérie a continué à se creuser. Les PMI pour les pays d'Europe du sud seront connus le 1^{er} juin. Mais avec l'annonce de nouvelles mesures d'austérité, le climat des affaires dans ces pays ne s'est sans doute pas amélioré. Cette divergence « pays de la périphérie/noyau central » se retrouve dans notre scénario central. **Nous prévoyons une croissance de 0,5 % t/t au deuxième trimestre, avec de fortes disparités entre les pays de la zone.**

■ L'indice IFO du climat des affaires dans l'industrie a stagné en mai, à 101,5 points (contre 101,6 en avril). Les entreprises interrogées ont fait part d'une légère amélioration de leur jugement sur la situation actuelle. En revanche, leurs perspectives d'activité à six mois se dégradent. Sur la même période l'indice des anticipations ZEW, mesurant le sentiment des investisseurs et des analystes, a reculé de 7,2 points (à 45,8). **Les problèmes de financement de la dette publique dans plusieurs pays de la zone euro inquiètent les investisseurs sur l'évolution future de l'activité en Allemagne.** Néanmoins, les bons résultats des récentes données dures, notamment les exportations (+10,7 % m/m en mars), ont permis aux analystes, comme aux industriels, de rester optimistes sur la situation actuelle en Allemagne. **Cette divergence de sentiment entre la situation actuelle et future conforte notre scénario d'un ralentissement de l'activité au second semestre 2010, après un rebond marqué au deuxième trimestre.**

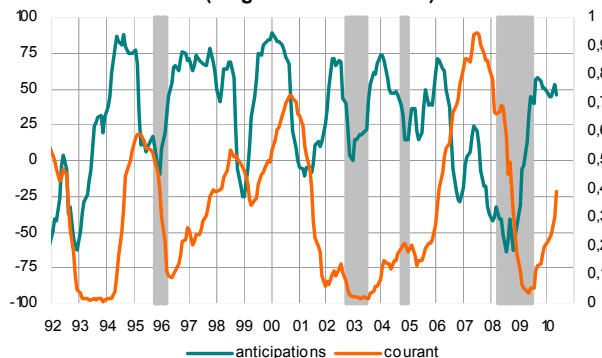
■ **Le taux d'inflation en zone euro est confirmé à 1,5 % a/a en avril, soit une légère augmentation par rapport au mois de mars (1,4 % a/a).** Sur le mois, les prix à la consommation ont augmenté de 0,5 % m/m. Les prix de l'énergie ont joué un rôle important dans la progression de l'inflation en avril (+9,1 % a/a) poussés par la hausse du prix du pétrole (+5 euros le baril sur le mois et +25 euros le baril en un an). Aussi, l'inflation totale de la plupart des pays de la zone euro (excepté l'Irlande) semble placée sur un *trend* haussier. En revanche, l'inflation sous-jacente, elle, a de nouveau fortement ralenti en avril atteignant un nouveau point bas historique à 0,8 % a/a (contre 1 % en mars). Notamment, l'Espagne, le Portugal et surtout l'Irlande ont une inflation sous-jacente négative. Les pressions inflationnistes exercées par les prix énergétiques semblent donc remises à plus tard. **L'inflation totale devrait donc, en conséquence, rester modérée ces prochains mois, inférieure à 1,5 % a/a en 2010 et 2011.**

Zone euro : climat des affaires



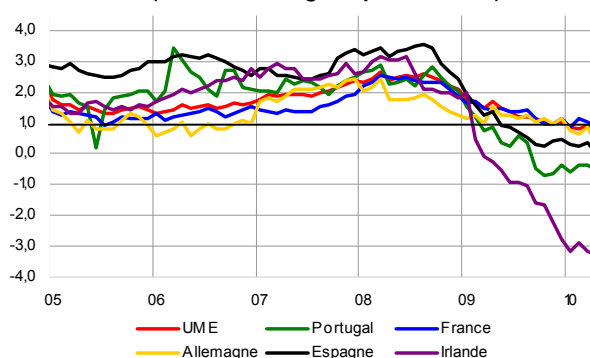
Source : Reuters, Crédit Agricole SA

Allemagne : indice ZEW
(en gris les récessions)



Source : Zew, Crédit Agricole S.A.

Zone euro : inflation sous-jacente
(IPCH hors énergie et produits frais)



Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

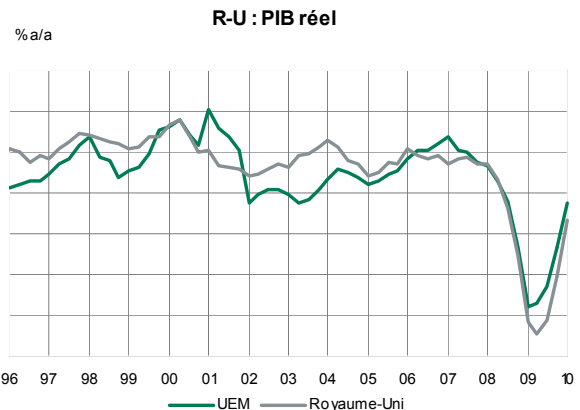
Royaume-Uni : la BoE garde son sang-froid face à l'inflation

- Les minutes de la réunion de la BoE du mois de mai ont révélé des craintes liées à la crise de dette souveraine en zone euro. Un resserrement de la politique monétaire à court terme paraît peu probable.
- L'inflation a de nouveau surpris à la hausse en avril, atteignant 3,7 % en glissement annuel.
- Les ventes de détail ont progressé de 0,3 % m/m en avril.

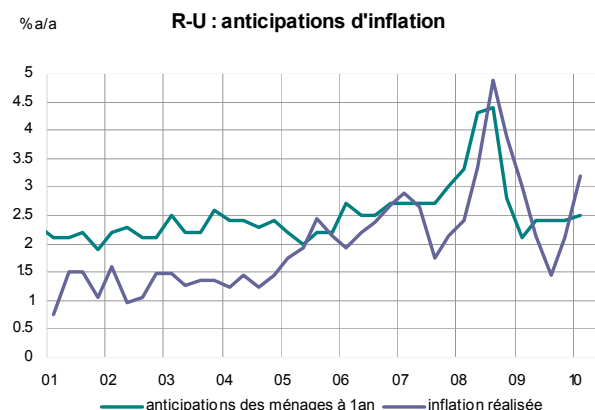
■ Les minutes de la BoE montrent que le MPC a voté à l'unanimité la décision de laisser le taux directeur inchangé à 0,5 % et le programme de QE à 200 milliards de livres, à l'issue de la réunion du mois de mai. Le MPC a jugé que **les événements récents en Europe et l'intensification des tensions sur les marchés financiers ont accru les risques baissiers sur l'activité à court terme**. En revanche il était trop tôt pour évaluer de manière fiable leur impact sur l'économie à moyen terme. Les divers canaux à travers lesquels les développements récents en Europe pourraient impacter l'économie ont été discutés. Le manque de liquidité sur les marchés de capitaux pourrait affecter le processus de restructuration des bilans bancaires ce qui à son tour pourrait ralentir le dégel des conditions de crédit. L'augmentation de l'incertitude pourrait ainsi impacter la confiance dans le secteur privé, nuisant *in fine* à l'investissement. Afin d'éviter une hausse indésirable du coût de financement de la dette publique, une consolidation fiscale sévère s'impose et l'on sait à présent qu'elle sera plus importante que le rapport budgétaire du Trésor le prévoyait en mars.

■ **L'inflation a atteint 3,7 % en glissement annuel en avril, soit son plus fort rythme de hausse depuis dix-sept mois.** Les dépenses de transport ont contribué pour 1,7 point à l'inflation, tirées vers le haut par les prix des carburants qui ont augmenté de 25,2 % au cours des douze derniers mois. De nouvelles taxes sur l'alcool et le tabac prenant effet au début de l'année fiscale 2010/2011 ont également été prises en compte. Le Gouverneur King a été obligé d'écrire une lettre au Chancelier Osborne, afin d'expliquer pourquoi l'inflation était supérieure à la cible et les conséquences pour la politique monétaire. La hausse du prix du pétrole, le relèvement de la TVA en janvier et la dépréciation de la livre expliquent, d'après la BoE, la majorité de la déviation de l'inflation de la cible. L'inflation devrait rester élevée en 2010, mais en l'absence de chocs futurs sur les prix des matières premières, elle devrait de nouveau reculer sous la cible. A moyen terme les perspectives sur l'inflation demeurent très incertaines.

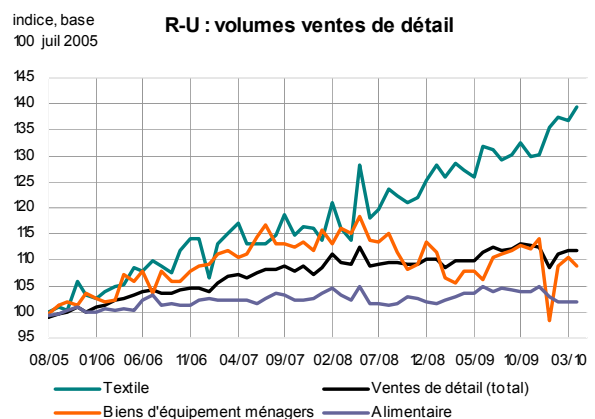
■ Le volume des ventes de détail a enregistré une modeste hausse en avril. Il a progressé de 0,3 % sur le mois et de 1,8 % en glissement annuel, tiré vers le haut surtout par les dépenses non alimentaires. Les ventes de textile, en particulier, ont continué de grimper, de 2,0 % m/m. **La reprise de la consommation semble donc se poursuivre en dépit de plusieurs facteurs défavorables** : hausse de l'inflation, fin de la prime à la casse, relèvement de diverses taxes et perspectives de nouvelles restrictions budgétaires de la part de la coalition. La confiance du consommateur est restée stable en avril, probablement soutenue par la hausse des bonus le mois précédent. Leur effet dopant sur la consommation pourrait toutefois se révéler temporaire. La consommation des ménages devrait rester déprimée dans les mois à venir par l'incertitude sur l'emploi et le désendettement des ménages.



Source : Eurostat, ONS, Crédit Agricole CIB.



Source : ONS, BoE Inflation Attitude Survey, Crédit Agricole S.A.



Source : CE/GfK, Crédit Agricole S.A.

Central Bank Watch

		Actuel 21 mai	Dernier mouvement	Prochain mouvement en 2010
Amérique				
États-Unis	Federal Funds	0-0,25	-75 pdb 16 déc 08	<p>Statu quo jusque fin 2010 (prochain FOMC, 22-23 juin 2010)</p> <p>A l'issue du FOMC des 27-28 avril 2010, la Fed a réitéré sa formule consacrée selon laquelle les conditions économiques (taux d'utilisation des ressources bas, inflation contenue, stabilité des anticipations d'inflation) justifient de laisser les <i>Fed funds</i> à un niveau exceptionnellement bas une période de temps prolongée (sachant que, depuis décembre 2008, ils oscillent dans une fourchette cible de 0-0,25 %). Concernant les mesures non standard de politique monétaire, elles sont toutes arrivées à terme, à l'exception d'un bout de la TALF (prêts assis sur des CBMS nouvellement émis) qui expire le 30 juin 2010. Il n'y a plus lieu de mentionner le 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, qui a pris fin au 31 mars. Le programme d'achat des 300 milliards de dollars de titres longs du Trésor américain s'est, lui, achevé le 31 octobre 2009. La Fed continue néanmoins de préciser qu'elle emploiera les outils à sa disposition si nécessaire pour promouvoir reprise et stabilité des prix. Une hausse de 25 pbd a été décidée le 18 février. Les autres étapes de la stratégie de sortie sont encore en discussion et ce FOMC n'a procédé à aucune annonce. B. Bernanke est favorable à une mise en place des mesures de drainage actif des réserves excédentaires (<i>reverse repos</i>, comptes à terme) conjointement ou précédant de peu les hausses de taux (taux de rémunération des réserves excédentaires et <i>Fed funds</i>). La vente définitive d'actifs interviendrait en tout dernier, une fois le resserrement de la politique monétaire en route et la croissance bien établie.</p>
Europe				
UEM	Taux refi	1,00	-25 pdb 13 mai 09	<p>Première hausse de taux au T2 2011</p> <p>Après avoir maintenu le statu quo généralisé lors de sa réunion du 6 mai, la BCE a opéré un revirement complet le 10 mai en annonçant un programme de rachats de titres de dette publique et privée sur les marchés secondaires des pays de la zone euro (pour un montant non précisé), en parallèle du mécanisme européen de stabilisation financière pour la région. La BCE a également annoncé la réactivation d'un certain nombre de mesures non-standard de soutien à la liquidité, y compris un retour des opérations de refinancement illimitées à 3 mois, l'introduction d'une opération à 6 mois le 12 mai et la remise en place des opérations de refinancement en dollar via des lignes de swaps avec la Fed.</p> <p>La décision de la BCE d'intervenir sur le marché de la dette souveraine est justifiée par les « dysfonctionnements » observés sur ces marchés, susceptibles d'affecter la bonne transmission de la politique monétaire, mais aussi par l'engagement des Etats Membres à accélérer le processus de consolidation budgétaire. Enfin, ces rachats devraient être stérilisés en absorbant la liquidité excédentaire par l'intermédiaire de dépôts à terme rémunérés par la BCE.</p> <p>La stratégie de sortie de la BCE est profondément modifiée par ces décisions, et son calendrier devrait être décalé d'environ six mois selon nous. Bien que les perspectives de croissance et d'inflation ne soient pas fondamentalement remises en cause à ce stade, nous avons modifié notre scénario en conséquence et nous tablons désormais sur une première hausse du taux de refinancement en juin 2011 (contre décembre 2010 initialement). Les premières interventions de la BCE ont permis aux marchés de se stabiliser. La normalisation du marché monétaire devrait pouvoir reprendre graduellement au second semestre et la BCE devrait l'accompagner en réduisant à nouveau les montants des prêts alloués aux banques et leurs maturités d'ici la fin de cette année. Malgré l'arsenal « nucléaire » mis en place par la BCE, l'arrivée à échéance au 1er juillet du premier prêt à un an pour 442 Mds d'euros pourrait bien exercer des pressions à la hausse sur les taux interbancaires à court terme.</p>
Royaume-Uni	Taux de base	0,50	-50 pdb 5 mars 09	<p>Statu quo en 2010</p> <p>Le taux directeur de la BoE a été abaissé à 0,5% lors de la 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 (<i>Asset Purchase Facility</i>) de la BoE, porté à 200 Mds de livres le 5 novembre 2009, a été finalisé au mois de janvier 2010. La BoE a, depuis, maintenu le <i>statu quo</i> sur son taux et sur la taille du programme d'achats de titres dont elle continue d'évaluer l'impact sur l'activité, la monnaie et le crédit. Le Royaume-Uni est sorti de récession au T4 2009 (progression du PIB de 0,4% t/t) et la poursuite de l'amélioration a été confirmée au T1 2010 (progression du PIB de 0,2% t/t). Dans ce contexte, la BoE devrait privilégier le <i>statu quo</i> 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%. Le jugement de la BoJ suivant lequel la reprise économique japonaise suit son cours reste inchangé depuis fin 2009. Confrontée à une situation de déflation avérée, elle a mis en oeuvre des mesures de politique monétaire non standard. En mars, elle a doublé le montant de la facilité de refinancement à 3 mois, au taux de 0,1%, avec une enveloppe globale de 20 Trn JPY. Le fonds dédié au financement des entreprises reste en place jusque fin mars 2010 et l'élargissement de la gamme des collatéraux acceptés pour les opérations de Repo court jusque fin 2010. En avril, elle a annoncé réfléchir à de nouvelles mesures.</p>

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

Semaine du 24 au 28 mai 2010

Lundi 24

US - Ventes de logements anciens (cvs)

	févr	mars	avr
millions d'unités (taux annuel)	5,01	5,35	5,62
(m/m, %)	-0,8	6,8	5,0
(a/a, %)	6,8	16,1	19,6

US - Ventes de logements neufs (cvs)

	févr	mars	avr
milliers d'unités	324	411	419
(m/m, %)	-4,1	26,9	2,0
(a/a, %)	-8,5	23,8	21,4

Les ventes de logements dans l'ancien devraient progresser à 562 000 unités en avril (consensus : 5,6), une hausse en ligne avec celle de 5,3 % sur le mois de mars de l'indice des promesses de ventes. Après leur bond de 27 % sur le mois de mars, nous tablons également sur une hausse des ventes de logements dans le neuf, mais plus modeste (+2 % sur le mois, chiffre à paraître mercredi 26 ; consensus : 420k). Le fait est que le marché immobilier résidentiel bénéficie de facteurs de soutien fondamentaux et temporaires : aux conditions d'accès à la propriété favorables (prix et taux bas), pour ceux qui ont accès au crédit, s'ajoute l'impact positif du crédit d'impôt aux primo et secondo-accédants.

Mardi 25

US - Confiance des consommateurs (cvs)

	mars	avr	mai
indice du Conference board	52,3	57,9	59,0

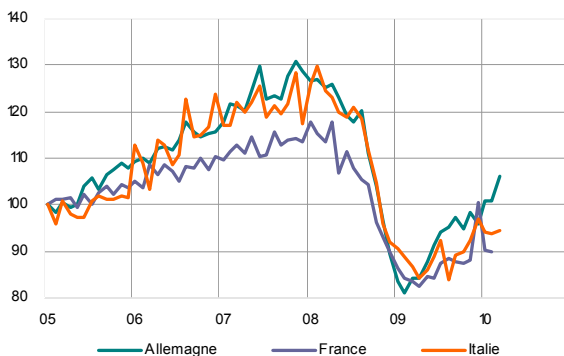
L'enquête de confiance des ménages du *Conference Board* devrait légèrement se redresser en mai, de 57,9 à 59,0, suite à l'amélioration récente des conditions sur le marché du travail (consensus : 59,0). Les Américains ont de plus renoué avec un comportement plus dépensier, ce qui est également positif pour la reprise. Nous serons particulièrement attentif au jugement porté par les ménages sur le marché du travail car il sera un bon indicateur du chiffre d'emploi du mois de mai.

UEM - nouvelles commandes

	janv	févr	mars
nouvelles commandes (m/m, %)	-1,3	1,7	2,0
(a/a, %)	10,4	12,4	14,5

2005=100

UEM : commandes à l'industrie



Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Les commandes à l'industrie ont rebondi dans la majorité des pays en mars, confirmant ainsi l'amélioration de la demande adressée aux entreprises de la zone euro sur fond de baisse de l'euro. En Allemagne, les nouvelles commandes ont affiché une hausse record de 5% sur le mois. La hausse a été plus modérée, de l'ordre de 1% dans les autres pays. En conséquence, nous tablons sur une progression de l'ordre de 2% pour l'ensemble de la zone euro.

Royaume-Uni : Comptes nationaux (cvs)

	09 T3	09 T4	10 T1
PIB (t/t, %)	-0,3	0,4	0,2
(a/a, %)	-5,3	-3,1	-0,2

La deuxième estimation du PIB pour le premier trimestre 2010 nous fournira la décomposition de la croissance en termes de demande (l'estimation préliminaire donne uniquement la décomposition sectorielle de la production). L'ONS a déjà indiqué que la croissance sera révisée à la hausse de 0,1 pp sur la base des données de la production industrielle. L'investissement et la consommation devraient contribuer positivement, tandis que le déficit extérieur devrait au contraire peser sur la croissance.

Mercredi 26

US - Commandes de biens durables (cvs)

	févr	mars	avr
commandes (m/m, %)	0,5	-1,2	1,6
(a/a, %)	14,0	16,0	16,0
hors transports (m/m, %)	2,1	3,7	0,4
(a/a, %)	9,8	18,0	18,5

Les nouvelles commandes de biens durables devraient rebondir de 1,6 % sur le mois d'avril (consensus : +1,4 %). En effet, les commandes dans le secteur des transports devraient corriger leur chute du mois de mars, grâce notamment à Boeing, dont les recettes devraient augmenter en avril malgré un carnet de commandes moins fourni qu'en mars (34, contre 43 avions). Hors transport, la hausse des commandes devrait être plus modeste (0,4 % sur le mois ; consensus : 0,6 %).

Jeudi 27

Allemagne - prix à la consommation

	mars	avr	mai
CPI (m/m, %, ncvs)	0,5	-0,1	0,0
(a/a, %, ncvs)	1,1	1,0	1,1

Les données préliminaires de l'inflation allemande en mai donneront une première idée de la tendance pour l'ensemble de la zone euro. C'est notamment en Allemagne que l'effet du décalage des vacances de Pâques a été le plus fort sur les deux derniers mois, avec un rebond attendu ce mois-ci sur l'inflation sous-jacente. L'inflation totale devrait elle aussi poursuivre sa remontée, la baisse des prix du pétrole étant largement compensée par le décrochage de l'euro sur le mois.

Vendredi 28

US - Revenu et consommation des ménages (m/m, cvs)

	févr	mars	avr
consommation	0,5	0,6	0,2
consommation réelle	0,5	0,5	0,3
taux d'épargne	3,0	2,7	2,9

Le revenu avant impôt est attendu en hausse de 0,4 % sur le mois d'avril (consensus : +0,5 %), porté en particulier par l'augmentation de 0,3 % du salaire horaire nominal. La consommation des ménages augmenterait, elle, de 0,2 %, soutenue par les dépenses en biens non durables et en services (consensus : +0,3 %). Les ventes de détail hors automobile ont en effet progressé de 0,4 % en avril. En revanche, la consommation en biens durables devrait baisser en lien avec la chute de 4,8 % des ventes de voitures. Le déflateur sous-jacent de la consommation devrait rester inchangé sur le mois d'avril, comme cela a été le cas pour l'indice sous-jacent des prix à la consommation (CPI). En glissement annuel, l'inflation ralentirait à 1,1 %.

Indicateurs à suivre – semaine du 24 au 28 mai 2010

Lundi 24 mai						
				Etats-Unis	mars	avr
				16:00 ventes de logements anciens, mln t.a.	5,35	5,62
				16:00 ventes de logements anciens, m/m	6,8	5,0
Mardi 25 mai						
Italie	avr	mai		Etats-Unis	févr	mars
09:30 enquête auprès des ménages	107,9	109,0		15:00 indice Case-Shiller 20, a/a	0,6	2,4
Royaume-Uni	T409	T110		16:00 confiance des consommateurs	57,9	59,0
10:30 PIB t/t 2e estimation	0,4	0,3				
10:30 PIB a/a 2e estimation	-3,1	-0,1				
UEM	févr	mars				
11:00 nouvelles commandes m/m	1,5	2,0				
Mercredi 26 mai						
France	avr	mai		Etats-Unis	mars	avr
08:45 enquête dans l'industrie	97,0	98,0		14:30 commandes de biens durables, m/m	-0,6	1,6
France	mars	avr		14:30 commandes de biens durables hors transport, m/m	3,5	0,4
08:45 consommation des ménages, m/m	1,2	0,5		16:00 ventes de logements neufs, '000	411	419
				16:00 ventes de logements neufs, m/m	26,9	2,0
Jeudi 27 mai						
France	avr	mai		Etats-Unis	09-T4	10-T1
08:45 confiance des ménages	-37,0	-35,0		14:30 PIB, chiffre avancé, t/t t.a.	5,6	3,3
Italie	avr	mai				
09:30 enquête ISAE dans l'industrie	85,5	86,0				
Allemagne	avr	mai				
12:00 IPCH Flash, a/a	1,0	1,1				
Vendredi 28 mai						
Espagne	avr	mai		Etats-Unis	mars	avr
09:00 IPCH, a/a	1,6	1,6		14:30 revenu avant impôt, m/m	0,3	0,4
				14:30 consommation des ménages, m/m	0,6	0,2
				14:30 déflateur sous-jacent, m/m	0,1	0,0
				Etats-Unis	avr	mai
				15:45 PMI Chicago	63,8	62,0
				Etats-Unis	mai	mai
				15:55 confiance consommateurs (F, Univ. Michigan)	73,3	73,3

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://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

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