

L'actualité de la semaine

■ **Marchés** : Il faut actuellement être fin psychologue pour ne pas ajouter à l'extrême nervosité des marchés. C'est en substance la lourde tâche qui incombait ce jeudi au patron de la BCE, Jean-Claude Trichet, au cours de sa conférence de presse mensuelle. Il est resté lapidaire sur le programme d'achat de dette des Etats de la zone euro et la BCE a assuré le service minimum en termes de liquidité avec pour unique décision celle de reconduire jusqu'en septembre les opérations de refinancement à trois mois illimitée et à taux fixe (cf. page 2). Ceci aurait pu perturber les marchés qui en attendaient plus, mais le fait que la BCE se montre finalement assez sereine face au regain de tensions sur le marché interbancaire semble les avoir plutôt soulagés. Mais il en fallait assurément plus pour infléchir le pessimisme ambiant. Les bonnes nouvelles sur le front conjoncturel, avec en particulier les chiffres flatteurs du commerce extérieur en Chine ou encore la baisse des inscriptions hebdomadaires au chômage aux Etats-Unis, la signature de l'acte de naissance de la FESF (Facilité Européenne de Stabilisation Financière) et l'accélération de la consolidation des caisses d'épargne en Espagne sont autant de facteurs qui ont pu jouer favorablement sur le moral des investisseurs. Les bourses ont ainsi enregistré un net rebond au cours des trois derniers jours. L'euro a repris des couleurs, aidé également par les achats de la Banque nationale suisse. La parité euro/dollar a de nouveau franchi à la hausse le seuil psychologique des 1,20 et oscille autour des 1,21 ce vendredi. Les obligations sans risque ont très logiquement vu leur rendement se tendre à l'image des taux longs allemands qui ont regagné plus de 10 centimes après avoir atteint un plancher à 2,5 % mardi. En revanche, les primes de risque sur les obligations souveraines des pays du sud de l'Europe demeurent à un niveau élevé. **Et, fait notable, la France qui est le seul grand pays de la zone euro à ne pas avoir annoncé de mesures d'austérité supplémentaires pour redresser ses finances a vu sa prime de risque se tendre légèrement face à une Allemagne qui reste un modèle de vertu et s'est engagée à réaliser 80 Mds € d'économies sur quatre ans** (cf. page 4).

■ **Etats-Unis** : Après l'emploi, c'est au tour des ventes de détail de décevoir. Elles ont en effet enregistré un repli non négligeable de 1,2 % sur le mois de mai. Mais les détails du chiffre permettent de relativiser le signal négatif de cette baisse qui s'apparente surtout à une correction (cf. page 5). La reprise de la consommation des ménages n'est donc pas remise en cause mais il se confirme qu'elle peine à prendre de la vitesse. Ce qui s'explique d'ailleurs assez bien par l'évolution de ses principaux déterminants. Parmi eux, le revenu est le mieux orienté, et c'est le principal. Des effets richesse positifs sont aussi à l'œuvre. La confiance des ménages montre des signes timides d'amélioration (la hausse de l'estimation préliminaire à la mi-juin de l'enquête de l'Université du Michigan est clairement encourageante). Le rythme de contraction du crédit à la consommation ralentit mais il n'en reste pas moins en baisse. Au moins un indicateur a réservé une très bonne surprise cette semaine : il s'agit de l'indice de confiance des PME, qui s'est redressé plus franchement qu'attendu en mai (à 92,2). La semaine prochaine, le bilan conjoncturel devrait être plus positif, avec en particulier de bons chiffres de production industrielle et d'inflation.

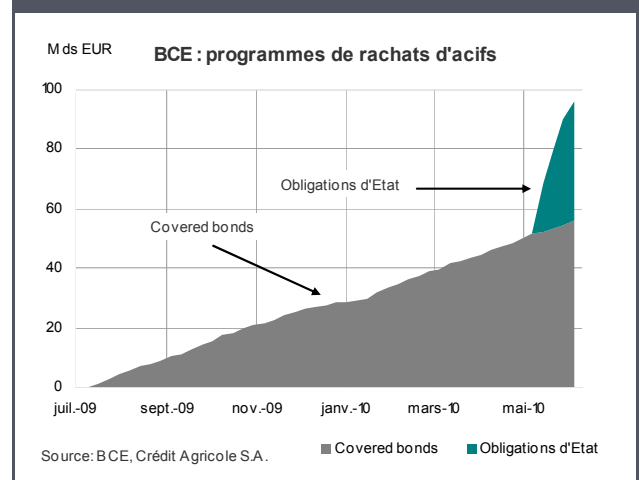
■ **UEM** : Les statistiques sorties cette semaine montrent que l'activité industrielle européenne bénéficie du dynamisme de

l'économie mondiale. La production industrielle allemande a nettement accéléré en avril (+0,9 % m/m). Les résultats des commandes manufacturières en avril (+2,8 % m/m) suggèrent que l'activité dans l'industrie manufacturière devrait rester vigoureuse au cours des prochains mois. Par ailleurs les exportations allemandes ont reculé en avril (-5,9 % m/m), mais après une forte hausse en mars. En Italie, la production industrielle a surpris à la hausse en avril (+1,0 % m/m). Soutenue par l'amélioration de la demande externe, l'activité manufacturière italienne a progressé de +1,2 % m/m. Au vu de ces chiffres, la production industrielle de l'ensemble de la zone euro d'avril, attendue la semaine prochaine, devrait ressortir en hausse (+0,6 % m/m). L'enquête ZEW devrait, quant à elle, confirmer la bonne tenue du climat des affaires en Allemagne en juin (cf. page 6).

■ **France** : En avril, les exportations françaises continuent à progresser (+ 1 % m/m), notamment grâce à la signature de contrats aéronautiques importants. Les importations progressent également, mais dans une moindre mesure (+0,4 % m/m). Ainsi, le déficit commercial se réduit (-160 M€). La production manufacturière est également bien orientée : après un bond en mars (+1,2 % m/m), elle continue à progresser en avril (+0,4 % m/m). L'inflation augmente légèrement en mai (+0,1 % m/m), mais freine doucement sur un an (+1,6 % en g.a. en mai, contre +1,7 % en g.a. en avril) (cf. page 7).

■ **Royaume-Uni** : Sans surprise, la BoE a maintenu son taux directeur inchangé à 0,5 % et son programme de rachats de titres à 200 milliards de livres à l'issue de sa réunion du mois de juin. Le comité de politique monétaire attend sans doute la publication du premier rapport budgétaire de la coalition le 22 juin prochain pour connaître l'ampleur exacte du plan de consolidation fiscale future. La production industrielle a, quant à elle, réservé une mauvaise surprise et a reculé de 0,4 % en avril. Nous n'accordons pas trop d'importance à ce chiffre, compte tenu de la volatilité de la série et sachant que l'irruption volcanique en Islande a sans doute eu un impact négatif, mais temporaire, sur l'activité du transport.

Thème vidéo de la semaine :
Pas de détail sur les programmes de la BCE



BCE : pas de « saut quantique » à Francfort

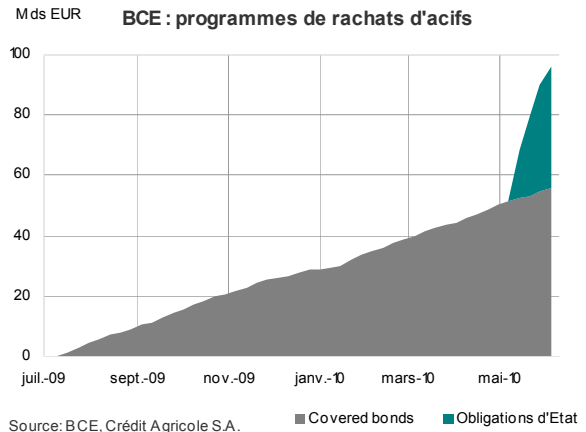
Lors de sa conférence de presse du 10 juin, la BCE n'a fourni aucun détail sur le programme de rachats de dette publique. Elle s'en est tenue au minimum syndical sur le front de la liquidité, en annonçant des opérations de refinancement à trois mois illimitées jusqu'en septembre. Ces décisions reflètent probablement l'optimisme mesuré de la BCE vis-à-vis du secteur bancaire, mais aussi sa volonté de rester flexible dans les mois qui viennent.

■ Maintenir « l'ambiguïté constructive »

Disons-le tout net, la communication de la BCE déçoit depuis trois mois. Les décisions récentes paraissent souvent justifiées, mais l'explication de texte fournie lors des conférences de presse est limitée à sa portion congrue. Plus grave, les discours récents ont révélé des dissensions marquées au sein du Conseil des Gouverneurs de la BCE. Si cette dernière appelle les gouvernements de la zone euro à un « saut quantique » dans le processus de consolidation des comptes publics, le moins qu'on puisse dire est qu'elle n'applique pas ce principe à sa propre communication.

Ce jeudi 10 juin, les attentes étaient particulièrement fortes avant la réunion de la BCE, sur de nombreux sujets. Les tensions restent élevées sur les marchés obligataires européens, et les *spreads* se sont écartés ces dernières semaines, y compris pour les papiers de bonne qualité comme la France. En retour, **les inquiétudes se sont également déplacées vers les banques et leur capacité à absorber les chocs liés à la crise du souverain.** Certains indicateurs ont pu refléter l'émergence de tensions sur le marché interbancaire avant l'arrivée à échéance du premier prêt à un an de la BCE pour 442 Mds d'euros au 1^{er} juillet. Ainsi, la demande des banques aux autres opérations de refinancement de la BCE augmente de façon continue depuis deux mois, tout comme l'encours de la facilité de dépôt, ce qui illustre la viscosité actuelle de la liquidité en zone euro, les (grandes) banques en situation d'excédent ne prêtant pas ou peu aux (petits) établissements en situation de stress.

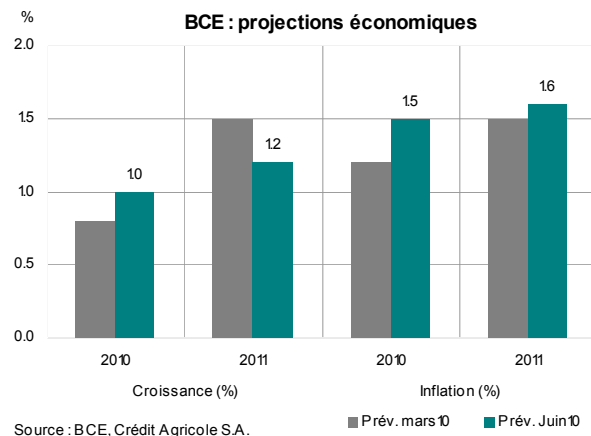
Au final, M. Trichet s'est contenté du minimum syndical sur la plupart des sujets importants. Sur le programme de rachats de dette d'Etat en particulier (*Securities Market Programme*, SMP), annoncé le 10 mai dernier dans un revirement spectaculaire, la BCE n'a fourni aucun détail, si ce n'est que les interventions restent temporaires et dépendantes des conditions de marché. On sait que le montant des rachats de dette n'a cessé de ralentir, de 16 Mds d'euros la première semaine jusqu'à 5 Mds la semaine dernière, soit 40 Mds en tout à ce jour. Mais on ne connaît ni l'échéance, ni les montants cibles (s'ils existent), ni la répartition du programme en termes géographiques. La stérilisation des rachats se poursuit *via* des dépôts à terme à une semaine, et l'émission de certificats de dette par la BCE à trois mois, annoncée par erreur dans un communiqué cette semaine, n'a pas été confirmée officiellement. **Il est probable que la BCE ne communique pas sur les détails du programme SMP dans l'immédiat, laissant planer une forme « d'ambiguïté constructive » dans l'espoir que les conditions de marché s'améliorent d'elles mêmes.** Le programme de rachats de *covered bonds*, dont la date butoir reste fixée au 30 juin, n'a pas été évoqué non plus.



■ Croissance molle, inflation contenue

Le communiqué de la BCE ne contient que de très légères modifications ce mois-ci. Les changements apportés au paragraphe introductif visent essentiellement à apporter des justifications *ex post* aux décisions récentes. Ainsi, le communiqué mentionne le niveau d'incertitude anormalement élevé et les dysfonctionnements observés sur les marchés, tout en décrivant les décisions prises sur le front de la politique non conventionnelles comme temporaires et cohérentes avec le mandat et l'indépendance de la BCE.

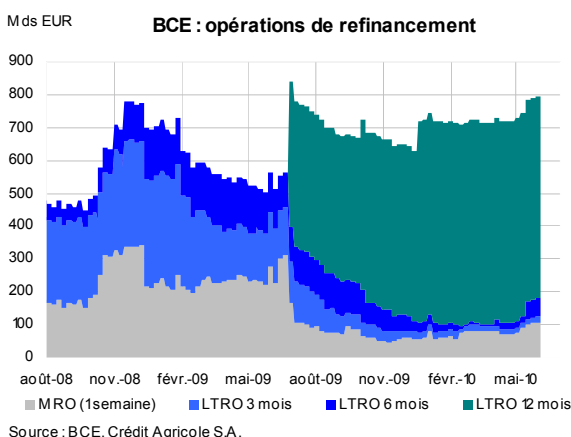
L'analyse des perspectives macroéconomiques générales n'a pas fondamentalement changé non plus. La référence aux risques haussiers sur l'inflation à court terme a été nuancée (« des hausses de l'inflation au second semestre ne peuvent être exclues »), et les tensions inflationnistes restent « modérées », en lien avec une croissance « faible » de la monnaie et du crédit. Les projections macroéconomiques du *staff* de la BCE, mises à jour ce mois-ci, illustrent toujours le scénario de reprise graduelle, déséquilibrée, et sans pression inflationniste en zone euro.



La croissance a été revue à la hausse en 2010 (de 0,8 % à 1 %), en raison du meilleur *momentum* observé au deuxième trimestre et des bonnes perspectives de croissance mondiale. La projection pour 2011 a, en revanche, été révisée à la baisse, de 1,5 % à 1,2 %, en ligne avec notre propre prévision, ce qui reflète probablement autant la faiblesse de la demande domestique que des effets techniques d'acquis plus faibles. Enfin, les prévisions d'inflation ont été revues en hausse à 1,5 % cette année et 1,6 % en 2011, mais ces changements sont le seul fait des variations attendues sur le change et les matières premières. **Dans ce contexte, le niveau des taux directeurs reste donc « approprié », et il devrait le rester pendant au moins six mois encore selon nous.**

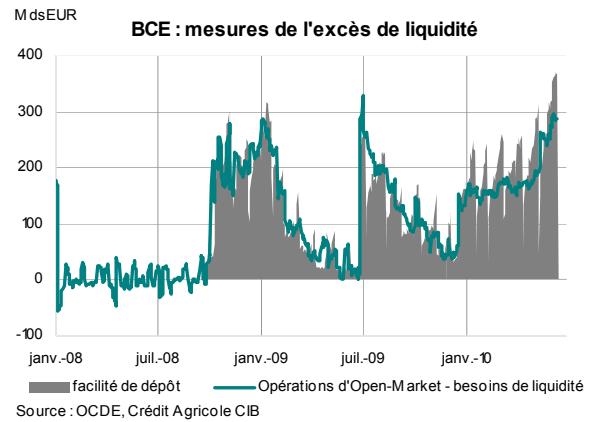
■ Pas de nouvelles, bonnes nouvelles ?

Les conférences de presse de la BCE n'ont peut-être pas perdu tout leur intérêt pour autant. **La BCE dispose de précieuses informations d'ordre microéconomique sur la santé des établissements bancaires dans chaque pays de la zone euro.** Elle ne publie pas ces informations sur une base détaillée, mais elle peut les révéler, indirectement, par les décisions qu'elle est amenée à prendre. **En l'occurrence, la BCE a annoncé ce mois-ci qu'elle conduirait ses opérations de refinancement à trois mois dans des quantités illimitées, et à taux fixe, les 28 juillet, 25 août et 29 septembre prochains.** Cette décision, prise à l'unanimité, reflète clairement un consensus plus large au sein du Conseil que les autres mesures non-standard. Opter pour des opérations illimitées à trois mois, c'est, selon nous, le strict minimum que la BCE pouvait faire pour assurer une transition aussi souple que possible vers un refinancement des banques à des maturités plus courtes après le 1^{er} juillet. Elle conserve ainsi un degré de flexibilité important et peut toujours étendre son dispositif de soutien à la liquidité si les choses tournent mal (« *Enhanced Credit Support* »). Ceci étant, une partie du marché anticipait des actions plus radicales, comme la réintroduction d'opérations illimitées à six ou douze mois. **Si la BCE ne l'a pas fait, c'est peut-être une façon de signaler aux marchés que les tensions sur le marché interbancaire restent relativement contenues et concentrées à ce jour, même si la liquidité ne circule pas correctement entre les banques.**



La hausse des encours d'opérations d'*open-market*, et donc de la facilité de dépôt en parallèle, reste relativement limitée et elle a surtout une dimension technique importante. En effet, les banques anticipent le choc de liquidité du 1^{er} juillet et commencent donc à « stocker » un excès de cash pour y faire face. Malgré cette augmentation des encours, une part significative des 442 Mds ne sera d'ailleurs pas renouvelée, ce qui pourrait contribuer à tendre les taux interbancaires à court terme (Eonia, Euribor), au moins temporairement. Ceci est d'autant plus vrai que le prix des opérations à 3 mois BCE de la

BCE (1%) reste prohibitif, au-dessus du taux de marché (Euribor trois mois à 0,72%). Enfin, la demande aux opérations en dollar reste faible (et même nulle ces deux dernières semaines), ce qui ne suggère pas non plus de crise de refinancement généralisée.



Sur le fond, les craintes liées à l'état de santé du secteur bancaire avaient été alimentées par le récent rapport de la BCE sur la stabilité financière, qui faisait notamment état de provisions sur pertes supplémentaires estimées à 195 Mds d'euros d'ici 2011. La BCE signalait par ailleurs que le secteur bancaire était vulnérable au risque souverain *via* plusieurs canaux de transmission : valorisations en *Mark-to-Market*, effets d'éviction sur la demande domestique, hausses des primes de risque, etc. Ceci étant, les tensions actuelles sont sans commune mesure avec le stress observé après la faillite de Lehman fin 2008. Une étude de l'agence de notation Moody's suggérait cette semaine que le système bancaire européen était suffisamment capitalisé pour absorber les chocs liés à son exposition aux pays d'Europe du Sud les plus en difficulté. **Cette analyse semble partagée par la BCE, qui note dans sa revue de stabilité financière que les grands établissements bancaires sont désormais mieux capitalisés qu'avant la crise, que leur rentabilité a augmenté, et que leur dépendance au soutien des gouvernements et de la banque centrale a fortement diminué.**

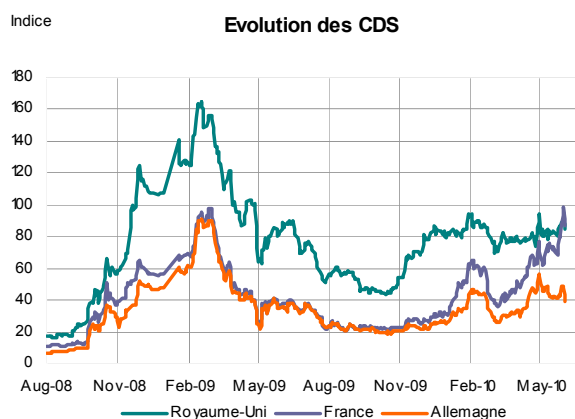
■ Jusqu'ici, tout va moins mal

Enfin, **M. Trichet s'est félicité des avancées récentes en matière de consolidation fiscale** (avec les annonces de mesures d'austérité supplémentaires dans plusieurs pays dont l'Allemagne) **et de gestion du risque de défaut souverain** (avec l'accord de l'Eurogroupe du 7 juin sur les modalités de fonctionnement du véhicule européen d'aide aux Etats en difficulté, *European Financial Stability Facility*, (voir page 4).

Les marchés se sont repris dans la journée de jeudi, mais au-delà des annonces de la BCE, l'appétit pour le risque a semblé bénéficier d'autres facteurs de soutien opportuns. Les données en provenance de Chine ont été bonnes, les marchés actions sont remontés fortement, entraînant l'euro dans leur sillage. Plus proche de nous, la Cour constitutionnelle de Karlsruhe a rejeté une demande en référé visant à annuler la participation de l'Allemagne au plan de stabilisation européen, et enfin les nombreuses émissions de dette souveraine se sont bien déroulées cette semaine. De là à dire que Trichet a eu de la chance... En conclusion, si la communication de la BCE peut sembler critiquable à bien des égards, les prochaines décisions qu'elle prendra sur le front de la politique monétaire non conventionnelle doivent malgré tout être suivies de très près.

Royaume-Uni : sur la sellette des agences de notation

Le déficit budgétaire britannique a plus que doublé au cours de l'année dernière, passant de 4,2 % en 2008 à 10,2 % du PIB en 2009. La dette nette du secteur public a atteint 62 % en 2009. La détérioration des comptes publics a provoqué des avertissements en chaîne de la part des agences de notation, menaçant la note AAA du Royaume-Uni. Après S&P au mois de mai, c'est au tour de l'agence Fitch d'alerter le gouvernement britannique sur la nécessité de mettre en place un plan de réduction du déficit budgétaire « plus ambitieux » et « plus rapide » que ce qui était envisagé par le gouvernement de Gordon Brown. La coalition conservateurs/libéraux démocrates a déjà décidé des coupes budgétaires s'élevant à 6,2 milliards pendant l'année fiscale en cours et se prépare à annoncer un programme d'austérité sur plusieurs années (*Emergency Report*) le 22 juin 2010. Aucun poste budgétaire ne devrait être épargné et la règle des 80/20 annoncée par les conservateurs avant les élections, selon laquelle il y aurait plus de coupes dans les dépenses que de hausses d'impôts, risque d'être difficilement respectée. Toute la question est de savoir si le Royaume-Uni arrivera à assainir ses finances sans saper les bases de sa croissance. L'histoire nous montre que le pays a déjà réussi à relever ce défi et dans tous les cas si la situation est préoccupante elle n'en reste pas moins gérable.

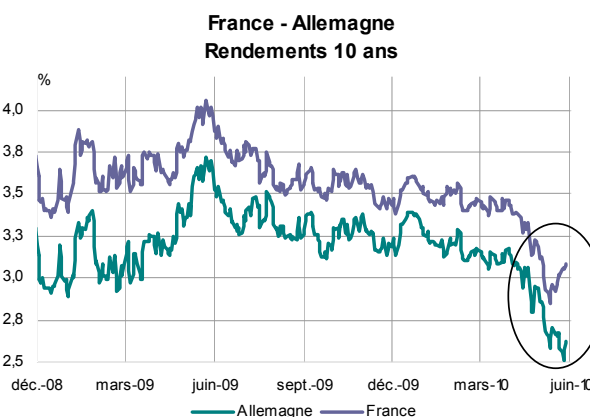


Source : ONS, Crédit Agricole

Slavena NAZAROVA
slavena.nazarova@ca-cib.com

Spread OAT – Bund : le silence n'est pas toujours d'or

Le spread entre l'OAT et le Bund ressort à 45 pdb au 11 juin. Il était à 26 pdb au 31 mai. Deux facteurs expliquent ce mouvement à la hausse. D'une part, l'Allemagne, qui a annoncé un plan d'austérité permettant une économie de 80 milliards d'euros d'ici à 2014, profite encore davantage du mouvement de fuite vers la qualité. Le taux à dix ans allemand a ainsi plongé à un très bas niveau, à 2,63 % au 11 juin. D'autre part, contrairement aux autres pays de la zone euro, la France tarde à annoncer un plan d'assainissement budgétaire et donc à rassurer les marchés. Ainsi, l'OAT et le CDS de la France se sont un peu tendus. Toutefois, à 3,08% au 11 juin, l'OAT reste à un bas niveau (en moyenne, 3,64 % en 2009). Tant que la France n'aura pas dévoilé sa stratégie de sortie budgétaire, le spread OAT-Bund risque de continuer à se tendre. Des annonces devraient être faites dans les prochains jours (attendues autour du 15 juin). A noter que les dernières données budgétaires ont été plutôt encourageantes. Le solde budgétaire au 30 avril s'établit à -56,2 Mds €, contre -71,6 Mds € à la même date en 2009, grâce à une amélioration de 11,3 Mds € des recettes fiscales, en lien avec la reprise de l'activité économique et la non reconduction des mesures de relance prises en 2009.



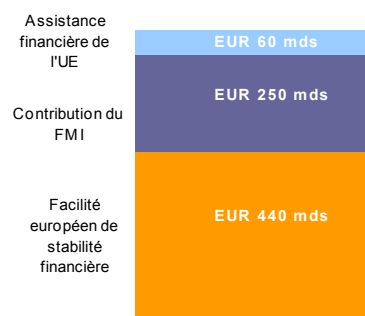
Source : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Axelle LACAN
axelle.lacan@credit-agricole-sa.fr

Europe : création du FESF

Le 7 juin 2010, la troisième partie du mécanisme européen de stabilisation a été mise en place avec la création d'une nouvelle entité européenne, nommée **Fonds européen de stabilité financière (FESF)**. Cette nouvelle structure d'une valeur de 440 Mds € a pour vocation d'emprunter des capitaux sur les marchés, avec la garantie de tous les États de la zone euro, qui seront ses actionnaires, à proportion de leur participation au capital de la BCE. **En cas de besoin urgent de financement et sous forte conditionnalité, un État-membre devrait, dans un premier temps, faire appel à l'assistance financière de l'UE (qui mobilise jusqu'à 60 Mds €), avant de demander l'activation de la FESF.** Les émissions de la FESF seront garanties de manière individuelle par les États, à hauteur de 120 % de leur quote-part au capital de la BCE. De plus, une réserve en cash sera progressivement constituée au fur et à mesure des émissions. Ces coussins de sécurité doivent permettre d'obtenir la meilleure note possible de crédit (AAA) pour les instruments de dette émis par la FESF. La structure devrait être opérationnelle dès que 90 % des participants auront ratifié son existence, ce qui devrait intervenir courant juin.

Le mécanisme européen de stabilisation financière, 750 mds €



Source : Crédit agricole S.A.

Bénédictine KUKLA
benedictine.kukla@credit-agricole-sa.fr

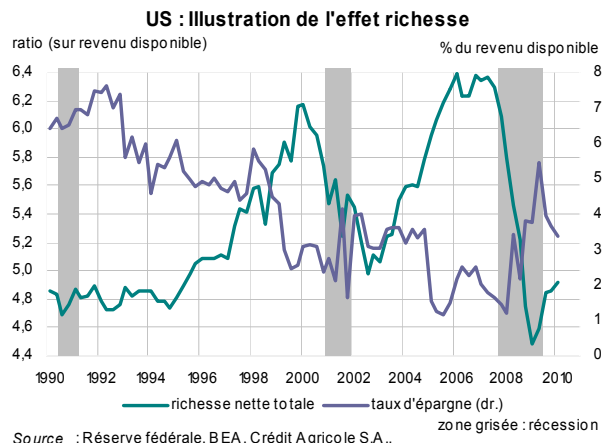
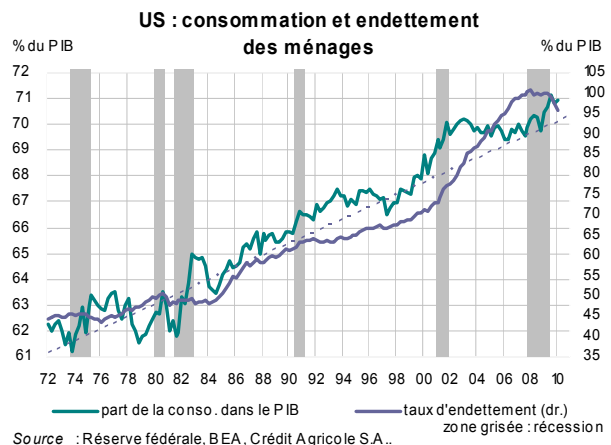
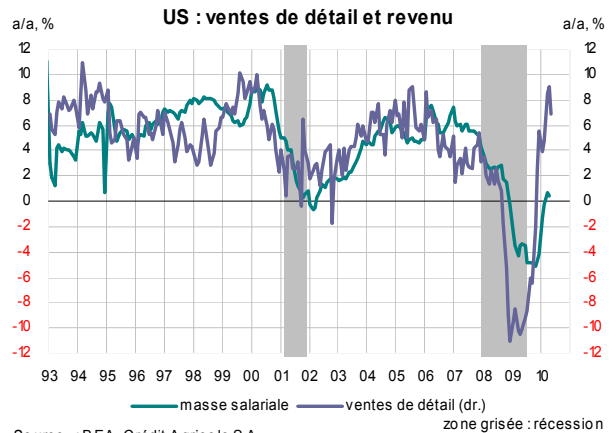
États-Unis : une correction des ventes de détail sans gravité

- Les ventes de détail baissent de 1,2 % sur le mois de mai.
- L'encours du crédit à la consommation a augmenté d'un milliard de dollars sur le mois d'avril.
- Le passif du bilan des ménages baisse de 0,7 % sur le premier trimestre 2010 tandis que l'actif augmente de 1,4 %.

■ **Les ventes de détail enregistrent un repli non négligeable de 1,2 % sur le mois de mai. Mais les détails du chiffre permettent de relativiser le signal négatif de cette baisse qui s'apparente à une correction.** La première surprise vient du recul de 1,7 % de la valeur des ventes de voitures, alors que leur nombre a augmenté de près de 4 %. Comme attendu en revanche, les recettes des stations-service sont en baisse (de 3,3 %), de même que les ventes de matériel de construction (-9,3 % sur le mois après leur bond de 8 % en mars et avril). L'habillement a aussi chuté. Des problèmes de saisonnalisation liés à une météo inhabituellement fraîche sont probablement pour partie derrière ces variations. Et la date tardive du *Memorial Day* (31 mai) a pu décaler certains achats en juin au détriment de mai. Hors composantes volatiles et sensibles aux effets prix, les ventes de détail affichent une petite hausse de 0,1 %. Fondamentalement, la reprise de la consommation n'est pas remise en cause mais il se confirme qu'elle peine encore à prendre de la vitesse.

■ Sur les quatre grands déterminants des dépenses des ménages (revenu, crédit, richesse et confiance), le mieux orienté est le revenu (et c'est le principal), à la faveur de la progression de la durée du travail, de l'emploi et des salaires. La confiance des ménages ne montre encore que des signes timides d'amélioration. Côté crédit à la consommation, les derniers chiffres continuent d'être encourageants au sens où, depuis le début de l'année, le rythme de contraction sur un an a légèrement ralenti. L'encours des crédits *non revolving* est même de nouveau en légère hausse en glissement annuel en avril. **La bonne nouvelle du point de retournement est cependant contrebalancée par le fait que le crédit à la consommation n'en continue pas moins de se contracter** (sur un rythme de 3-4 % l'an). Côté crédit hypothécaire, le recul est légèrement moindre (-2,4 % sur un an) mais il prend de la vitesse. Comme elle participe à l'assainissement des bases de la croissance, il faut voir d'un œil positif cette baisse du taux d'endettement des ménages (redescendu à 95,7 % du PIB au premier trimestre 2010 depuis un pic à 100,7 % au premier trimestre 2008).

■ **Les ménages se désendettent et s'enrichissent**, ce qui permet à leur richesse nette de progresser de 2 % au premier trimestre 2010 (et de revenir à un multiple de presque 5 fois le revenu disponible). Le patrimoine immobilier est en légère baisse (-0,3 % sur le trimestre comme au trimestre précédent) mais le patrimoine financier affiche une hausse de 2,3 %. Depuis le creux du premier trimestre 2009, les ménages ont vu leur richesse augmenter de 6,1 trillions de dollars. Cela n'efface pas les 17,5 trillions de dollars de richesse envolés entre la mi-2007 et le début 2009. Mais les effets richesse négatifs résiduels commencent à être de l'histoire ancienne, tandis que se mettent en place des effets richesse positifs. La chute de 10 % environ des marchés actions depuis la mi-avril jusqu'à ce jour, et le risque de rechute des prix immobiliers, les mettent néanmoins en péril. Pour mémoire, on estime que sur 100 dollars de richesse supplémentaire, les ménages américains en dépensent entre 3 et 9.



UEM : l'industrie tirée par le dynamisme de l'économie mondiale

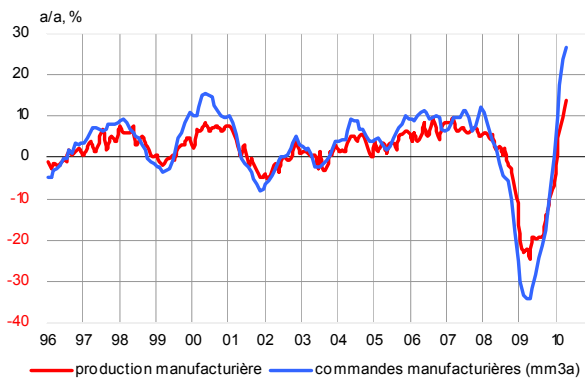
- Nette accélération de la production industrielle allemande en avril (+0,9 % m/m).
- Baisse des exportations allemandes en avril (-5,9 % m/m), mais la tendance reste favorable.
- En avril, la production industrielle a surpris à la hausse en Italie (+1,0 % m/m).

■ **La production industrielle allemande a nettement accéléré en avril (+0,9 % m/m).** La hausse de l'activité industrielle s'explique par la poursuite du redressement de la production dans le secteur de la construction (+2,6 % m/m), après la forte baisse enregistrée l'hiver dernier en raison de températures plus faibles qu'à l'accoutumée. La production manufacturière a également continué à progresser (+0,5 % m/m). En supposant une stagnation en mai et en juin, la production manufacturière progresserait de 3,1 % t/t au T2 2010, contre 1,5 % t/t au T1. Les résultats des commandes manufacturières en avril (+2,8 % m/m) et les dernières enquêtes de confiance suggèrent que l'activité dans l'industrie manufacturière devrait rester vigoureuse au cours des prochains mois. **Ces éléments confortent notre scénario de rebond de la croissance allemande au T2 2010 (+0,9 % t/t).**

■ **Les exportations allemandes ont reculé en avril (-5,9 % m/m).** Ce repli est toutefois une correction, après le fort rebond enregistré en mars (+10,8 % m/m). Les importations se sont également repliées (-7,3 % m/m). L'excédent commercial s'est certes réduit, mais reste important (+13,4 Mds €, après +17,2 Mds € en mars). Malgré la baisse en avril, en tendance, la dynamique des exportations allemandes reste très favorable (+19 % en g.a.). L'acquis de croissance des exportations en avril s'élève à 2,2 % t/t (après 2,8 % t/t au T1). Les chiffres des commandes à l'exportation indiquent, en outre, que la reprise de la croissance mondiale, en particulier dans les pays émergents, continue de profiter aux exportations allemandes. **Au total, les exportations devraient rester le moteur de la reprise allemande au cours des prochains trimestres.**

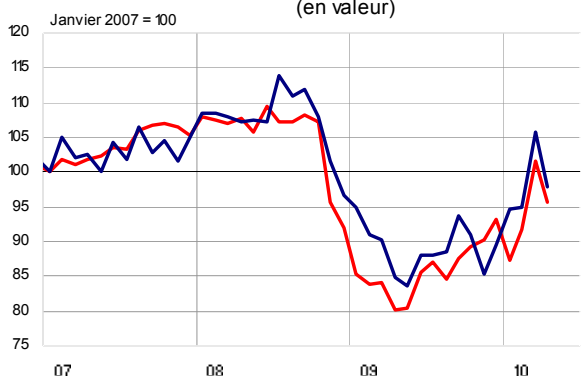
■ **La production industrielle italienne a surpris à la hausse en avril en augmentant de +1,0 % m/m** (consensus : +0,6 %). Soutenue par l'amélioration de la demande externe, l'activité manufacturée a progressé de +1,2 % m/m. La production de biens intermédiaires (textiles, métallurgie, etc.) et de matériel de transport (+7,6 % m/m) ont également contribué à la croissance de l'activité industrielle. En revanche, la production dans les secteurs alimentaires (-0,9 % m/m) et l'énergie (-1,1 % m/m) ont pesé sur l'activité. **Au total, l'acquis de croissance de la production industrielle s'établit à 1,2 % en avril, contre 1,7 % au premier trimestre.** Ce résultat conforte notre scénario central d'une modération de l'activité économique au deuxième trimestre, après un rebond relativement fort au premier trimestre (nos prévisions : 0,2 % t/t au T2, après 0,4 % t/t au T1).

Allemagne: activité industrielle



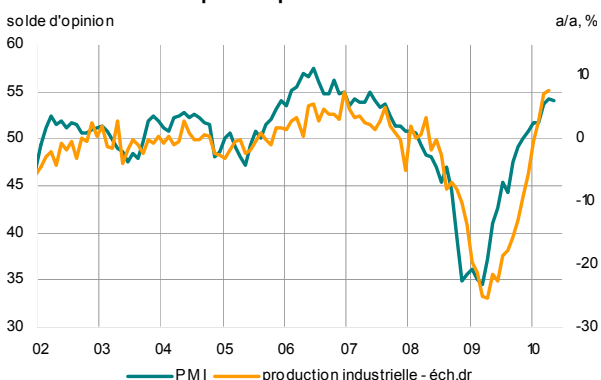
Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

Allemagne: commerce extérieur (en valeur)



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

Italie : enquête et production industrielle



Source : Istat, Markit, Crédit Agricole

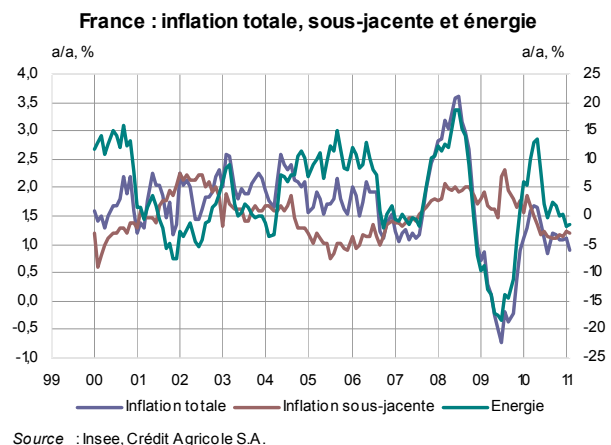
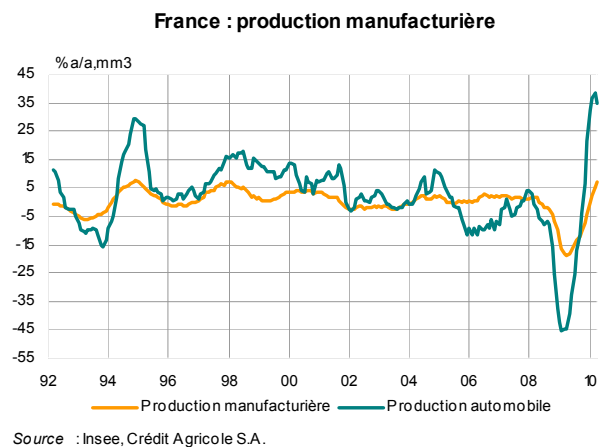
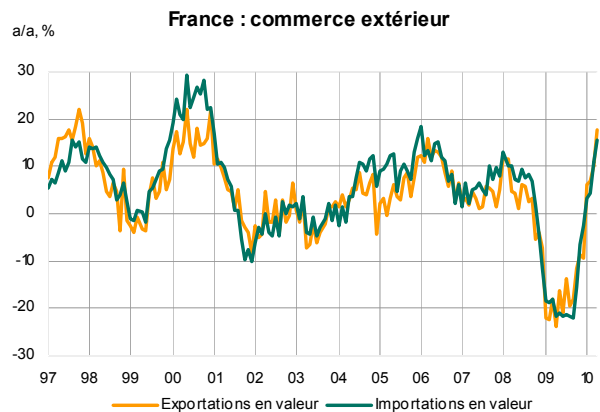
France : envol des exportations

- La hausse des exportations l'emporte sur celle des importations en avril : le déficit commercial se réduit (-160 M €).
- La production manufacturière française continue de progresser en avril (+0,4 % m/m, après +1,2 % en mars).
- L'inflation augmente légèrement en mai (+0,1 % m/m), mais freine doucement sur un an (+1,6 % en g.a. en mai, contre +1,7 % en g.a. en avril).

■ **En avril, les exportations françaises continuent à progresser (+ 1 % m/m, soit +17,6 % a/a).** La reprise des exportations manufacturières se poursuit, la signature de contrats aéronautiques importants ayant compensé les replis des ventes d'automobiles, pharmaceutiques et agroalimentaires. Les exportations progressent vers l'union européenne, principalement vers l'Allemagne. De leur côté, les importations sont également en hausse, mais plus modérée (+0,4 % m/m, soit +15,7 % a/a). Certes, les importations de produits pharmaceutiques ont bondi, mais celles d'équipements de transport se sont sévèrement repliées. Au total, le déficit commercial se réduit de 160 millions d'euros, à -4,248 milliards d'euros. **Nous prévoyons une poursuite de cette amélioration, avec une contribution positive du commerce extérieur à la croissance française de 0,6 point en 2010.** Toutefois, il est à noter que cette contribution aurait pu être supérieure, les exportations restant affectées par une compétitivité médiocre.

■ **La production manufacturière française continue de progresser en avril (+0,4 % m/m, après +1,2 % en mars, chiffre révisé à la hausse de 0,4 point).** Ce résultat tient en grande partie à l'augmentation de l'activité dans les équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (+2,1 % m/m). Mais l'activité a également progressé dans les matériels de transport (+1,3 % m/m), le fort rebond constaté dans la construction aéronautique compensant largement le recul subi dans l'automobile. En revanche, la production énergétique ayant chuté en avril (-5,2 % m/m, après +2,3 % m/m en mars), la production de l'ensemble de l'industrie s'affiche en légère baisse (-0,3 % m/m, après +1,3 % m/m en mars). L'acquis de croissance de la production de l'ensemble de l'industrie s'élève à +0,6 % t/t en avril, ce qui conforte notre scénario de redressement du PIB au deuxième trimestre (+0,3 % t/t).

■ **L'inflation augmente légèrement en mai.** L'indice des prix à la consommation s'accroît de 0,1 % m/m, après une hausse de 0,3 % m/m au mois d'avril. Cette légère augmentation résulte notamment de la nouvelle augmentation des prix de l'énergie et de l'accroissement saisonnier des prix des produits frais. Les prix des services restent stables, le renchérissement des voyages touristiques en début de saison ayant été compensé par la baisse des prix du chauffage urbain (passage aux tarifs d'été). Les prix des produits manufacturés se stabilisent également. **Sur un an, l'inflation française freine doucement, à 1,6 % en mai, contre 1,7 % en avril.** L'inflation sous-jacente diminue également légèrement au mois de mai, à +1,4 % en g.a. contre 1,5 % en g.a. **Nous pensons que cette tendance va se poursuivre, compte tenu de la faiblesse de la demande domestique et des fortes surcapacités.**



Central Bank Watch

		Actuel 11 juin	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 pdb du taux d'escompte a été décidée le 18 février.</p> <p>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. Le 10 juin, elle a annoncé qu'elle conduirait ses opérations de refinancement à 3 mois dans des quantités illimitées, et à taux fixe, les 28 juillet, 25 août et 29 septembre prochains.</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, la première hausse du taux de refinancement ne devrait pas intervenir avant juin 2011. La normalisation du marché monétaire devrait pouvoir reprendre graduellement au second semestre. 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 BoEa, 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 0,3% 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 14 au 18 juin 2010

Lundi 14

UEM - production industrielle (cvs)

	févr	mars	avr	mai	juin
prod. ind. hors BTP (m/m, %)	0,7	0,7	1,2	1,5	0,6
(a/a, %)	4,0	4,1	6,8	7,3	10,1

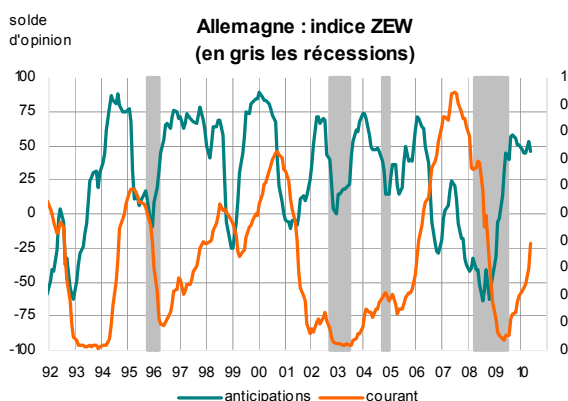
La production industrielle est attendue en hausse de 0,6 % sur le mois d'avril (consensus : 0,5 %), malgré la mauvaise surprise française.

Mardi 15

Allemagne- enquête ZEW

	avr	mai	juin
anticipations	53,0	45,8	45,0
affaires en cours	-39,2	-21,6	-13,0

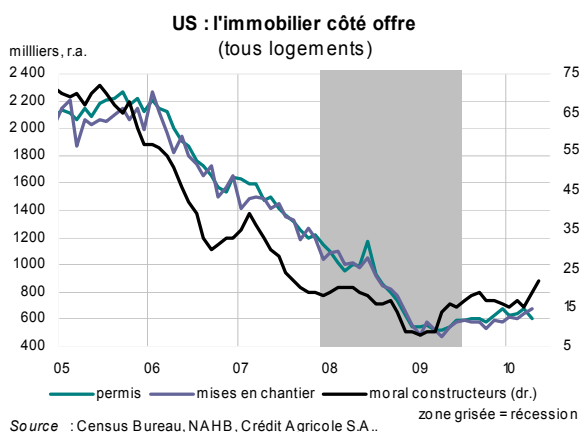
L'indice ZEW de confiance des investisseurs et analystes allemands est l'indicateur le plus important attendu cette semaine en zone euro, même si ses variations ont probablement perdu de leur pouvoir prédictif en termes d'activité future. Nous tablons sur un maintien de l'indice autour de ses niveaux actuels (prévision : 45 ; consensus : 42), l'incertitude persistante sur les marchés étant compensée par de bons chiffres en provenance d'Allemagne. Ces derniers devraient entraîner une nouvelle hausse marquée de la composante courante du ZEW.



Mercredi 16

US - Mises en chantier

	mars	avr	mai
permis de construire	685	610	620
mises en chantier	635	672	660

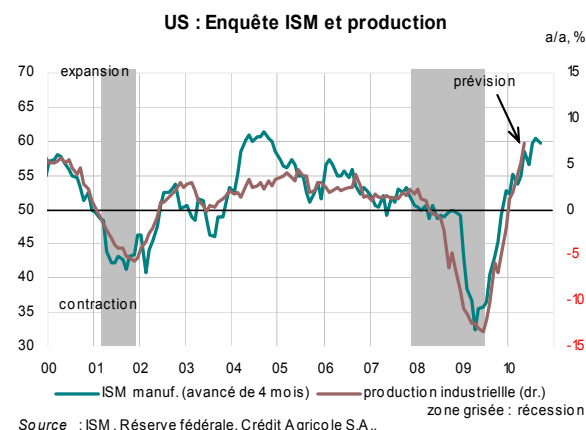


Après une hausse de 5,8 % sur le mois d'avril, les mises en chantier devraient se replier en mai à 660 000 unités (consensus : 652 000 unités). Les permis de construire devraient faire le chemin inverse et corriger en mai leur chute d'avril (prévision : 620 000 unités ; consensus : 630 000). L'activité du secteur immobilier a été largement soutenue par le crédit d'impôt arrivé à expiration le 30 avril dernier. La reprise devrait donc subir un contrecoup pendant l'été. L'indice NAHB du moral des constructeurs est attendu stable en juin (à 22), après une hausse de 3 points en mai.

US - Production industrielle (cvs)

	mars	avr	mai
prod. industrielle (m/m, %)	0,2	0,8	0,9
(a/a, %)	3,8	5,2	7,3
taux d'util. des capacités (%)	73,1	73,7	74,4

Nous prévoyons une forte augmentation de 0,9 % de la production industrielle sur le mois de mai (consensus : 0,9 %), soutenue par la hausse de l'emploi, de la durée hebdomadaire du travail et du climat des affaires dans le secteur manufacturier. Un rebond de la production de gaz et d'électricité est également attendu (après un recul de 1,3 % sur le mois d'avril). L'augmentation de la production devrait faire monter le taux d'utilisation des capacités à 74,4 % (consensus : 74,5 %), contre 73,7 % en avril. Les premières enquêtes régionales sur le climat des affaires au mois de juin devraient continuer de pointer vers une croissance ferme de l'activité industrielle. Nous attendons l'enquête de la Fed New York à 21,0 (consensus : 19,95), une hausse méritée après avoir perdu 12 points en mai. L'enquête de la Fed de Philadelphie passerait, elle, de 21,4 à 22,0 (consensus : 21).



Jeudi 17

US - Prix à la consommation

	mars	avr	mai
total, cvs (m/m, %)	0,1	-0,1	-0,1
(a/a, %)	2,3	2,2	2,0
hors al. & éner., cvs (m/m, %)	0,0	0,0	0,1
ncvs (a/a, %)	1,1	0,9	0,9

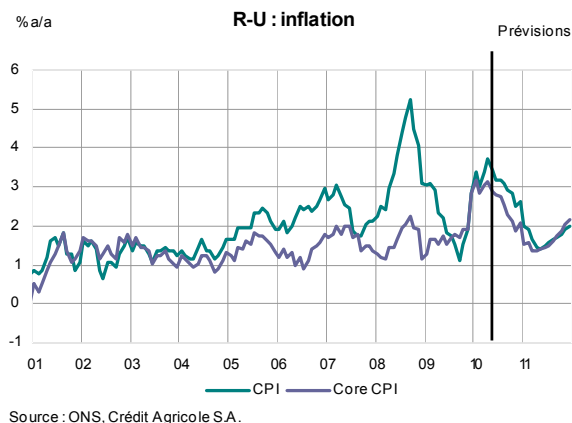
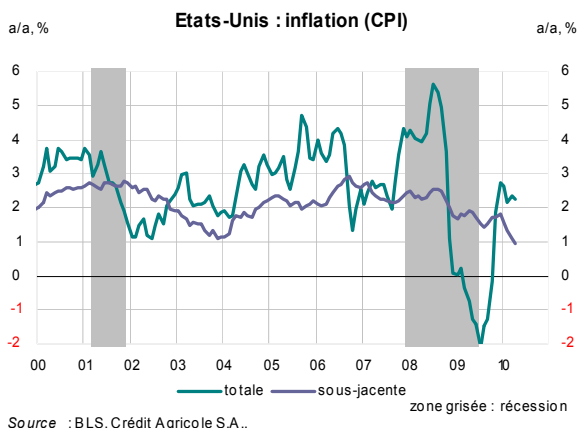
Une baisse de l'indice des prix à la consommation est attendue sur le mois de mai (prévision : -0,1 % ; consensus : -0,2 %), le recul des prix de l'énergie étant amplifié par des effets saisonniers importants. L'indice sous-jacent augmenterait, lui, de 0,1 % (consensus : 0,1 %). L'inflation sous-jacente se stabiliserait ainsi à

0,9 % en glissement annuel. Parallèlement, nous prévoyons une baisse de 0,4 % sur le mois (consensus : -0,5 %) de l'indice des prix à la production due, elle aussi, à la baisse des prix de l'énergie (chiffre à paraître mercredi 16). L'indice sous-jacent gagnerait, lui, 0,1 % (consensus : 0,1 %) et s'inscrirait en hausse de 1,1 % sur un an. L'intérêt des prix à la production est limité à ce qu'ils nous disent des pressions inflationnistes les plus en amont. Au mois le mois, ils ne nous renseignent guère pour prévoir les prix à la consommation car ils sont beaucoup plus volatiles du fait d'un mode de calcul différent.

Royaume-Uni - prix à la consommation (ncvs)

	Mar	Avr	Mai
CPI (m/m, %)	0.5	0.6	<u>0.3</u>
(a/a, %)	3.4	3.7	<u>3.4</u>

L'inflation devrait ressortir au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible de la BoE au mois de mai. Les chiffres des prix à la production ont continué de grimper en mai (0,3 % m/m) indiquant que les producteurs continuent de ressentir des pressions inflationnistes qu'ils retransmettent dans les prix à la consommation.



Indicateurs à suivre – semaine du 14 au 18 juin 2010

lundi 14 juin				
UEM	mars	avr		
11:00 production industrielle, m/m	1,5	0,6		
mardi 15 juin				
			Etats-Unis	avr mai
			14:30 prix des importations, m/m %	0,9 -1,2
Royaume-Uni	avr	mai	Etats-Unis	mai juin
10:30 Prix à la consommation, m/m	0,6	0,3	14:30 enquête de la Fed de New York	19,1 21,0
10:30 Prix à la consommation, a/a	3,7	3,4	Etats-Unis	mars avril
Allemagne	mai	juin	15:00 achats nets de titres U.S., mds \$	140,5
11:00 indice ZEW	45,8	45,0	Etats-Unis	mai juin
			16:00 indice NAHB	22,0 22,0
mercredi 16 juin				
Italie	avr	mai	Etats-Unis	avr mai
10:00 IPCH Finaux, m/m	0,1	0,5	14:30 prix à la production, m/m %	-0,1 -0,4
Royaume-Uni	mars	avr	14:30 mises en chantier, '000 r.a.	672,0 660,0
10:30 taux de chômage	8,0	8,0	14:30 permis de construire, '000 r.a.	610,0 620,0
UEM	avr	mai	15:15 production industrielle, m/m %	0,8 0,9
11:00 IPCH Finaux, m/m	0,5	0,1	15:15 taux d'utilisation des capacités, %	73,7 74,4
jeudi 17 juin				
Royaume-Uni	avr	mai	Etats-Unis	avr mai
10:30 ventes de détail (inclus auto et énergie), m/m	0,3	0,1	14:30 CPI, m/m %	-0,1 -0,1
10:30 ventes de détails (inclus auto et énergie), a/a	1,8	2,1	14:30 CPI sous-jacent, m/m %	0,0 0,1
			Etats-Unis	T4-09 T1-10
			14:30 balance courante, mds \$	-115,6 -120,9
			Etats-Unis	mai juin
			16:00 enquête Fed de Philadelphie	21,4 22,0
			Etats-Unis	avr mai
			16:00 indicateur avancé, m/m %	-0,1 0,4

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.