

L'actualité de la semaine

■ **Marchés** : Les marchés restent indécis, même s'ils semblent de nouveau plus enclins à acheter les bonnes nouvelles. De telles occasions se sont présentées encore cette semaine, avec le succès, jeudi, de l'adjudication espagnole, les progrès satisfaisants de la Grèce sur le front de l'ajustement budgétaire, le démenti formel du FMI selon lequel l'Espagne avait sollicité son aide et l'annonce que les *stress tests* de la BCE seraient rendus publics courant juillet. Cette dernière nouvelle revêt une importance particulière à l'heure où l'Espagne, qui est à présent la cible privilégiée des marchés, peine à convaincre de la solidité de son système bancaire. **La divulgation des résultats de ces tests de résistance est synonyme d'une plus grande transparence, un concept cher aux marchés.** Cependant, cette opération transparente est à double tranchant puisque ces résultats vont donner lieu à interprétations, tant sur le degré du stress infligé aux banques, que sur les sources potentielles de fragilité qu'ils pourraient révéler. On se souviendra néanmoins que les *stress tests* sur les banques américaines, menés il y a environ un an, avaient suscité les mêmes interrogations pour un résultat au final très positif. Le bénéfice du doute profite pour le moment aux marchés. Les bourses et l'euro ont continué à monter, mais semblent plus hésitants à l'approche de seuils techniques importants. La parité EUR/USD tutoie les 1,24 ce vendredi, mais aura vraisemblablement du mal à franchir le prochain support technique des 1,2454. L'excès de pessimisme qui a un temps porté les marchés obligataires se corrige progressivement, ce qui alimente la lente remontée des taux longs sans risque (3,2% pour le dix ans américain et 2,68% pour le Bund allemand).

■ **Etats-Unis** : Les données publiées cette semaine ont réservé des bonnes et des mauvaises surprises, brossant un tableau conjoncturel en demi-teinte. Ce qui frappe aujourd'hui, c'est autant le caractère bridé de la reprise américaine que son aspect contre-balancé dû aux forces contraires à l'œuvre. La reprise a toute chance de se poursuivre mais le message de l'ensemble des indicateurs (avancés, coïncidents et retardés) est qu'il est peu probable que le rythme rapide récent puisse être maintenu à court terme. Du côté des chiffres négatifs, il y a la chute des mises en chantier (-10% sur le mois de mai) et la hausse significative des demandes d'inscriptions hebdomadaires au chômage, tous deux des indicateurs avancés du cycle. En ce qui concerne l'immobilier, cette chute peut être relativisée par le fait qu'il s'agit d'un coutrecoup lié à l'expiration du crédit d'impôt pour l'accession à la propriété (cf. page 4). Les ventes de logements en mai, qui seront publiées la semaine prochaine, en porteront également la trace. D'ici l'été, les perspectives du marché immobilier sont de fait très moroses mais au-delà, les fondamentaux restent favorables à ce qu'il reparte, graduellement, à la hausse : comme le roseau, le marché plie mais ne rompt pas. Du côté des bonnes surprises, on trouve la production industrielle, en hausse de 1,2% sur le mois de mai : pour sa solidité actuelle, c'est au chêne que l'on comparera la reprise industrielle. Enfin, les chiffres d'inflation ont été en ligne avec les attentes : baisse de 0,2% sur le mois de mai de l'indice total des prix à la consommation et hausse de 0,1% de l'indice sous-jacent. L'inflation sous-jacente s'inscrit ainsi pour le deuxième mois de suite juste en deçà de 1% en glissement annuel,

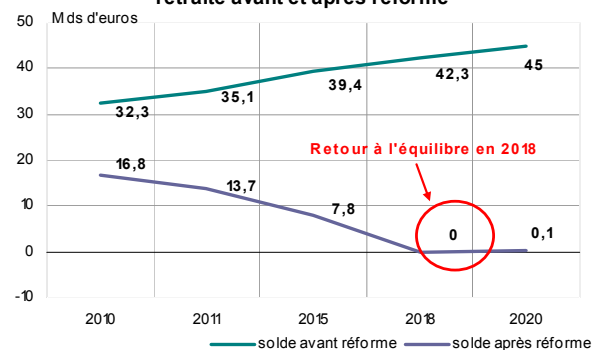
un rythme inconfortablement lent, que l'on ne résistera pas à comparer à... l'escargot. Cette faiblesse de l'inflation donne toute latitude à la Fed pour rester très accommodante, le temps de s'assurer de la solidité de la reprise, une position qui sera probablement reprise lors du FOMC de la semaine prochaine, les 22 et 23 juin.

■ **UEM** : Le nombre d'emplois en zone euro est resté stable en début d'année 2010, après six trimestres consécutifs de contraction. La stabilisation de l'emploi sur le trimestre est visible dans tous les grands pays de la zone euro. Par ailleurs, l'indice ZEW mesurant les anticipations des analystes et des investisseurs allemands a reculé de 17 points en juin, à 28,7. En revanche, l'indice relatif au climat des affaires en cours a continué à progresser (+13,7 points, à -7,9 en juin). Enfin, le taux d'inflation en zone euro est confirmé à 1,6% en g.a. en mai, soit une légère augmentation par rapport à avril (1,5% en g.a.). La semaine prochaine, nous attendons les premières enquêtes de confiance auprès des chefs d'entreprises pour le mois de juin (IFO, INSEE et PMI flash). Ces enquêtes devraient légèrement se replier, mais leur niveau du deuxième trimestre resterait supérieur à celui du premier (cf. page 5).

■ **Royaume-Uni** : L'inflation a baissé légèrement au mois de mai en ligne avec la baisse du prix du pétrole. Toutefois, à 3,4% a/a, elle ressort supérieure à la cible de la BoE et devrait le rester en 2010. Dans un discours à Mansion House, le Gouverneur King a défendu la crédibilité de la BoE dans son objectif premier de stabilité des prix. Par ailleurs, les indicateurs macroéconomiques continuent d'envoyer des signaux optimistes sur la reprise de l'économie au deuxième trimestre 2010. Les ventes de détail ont rebondi plus que prévu, soutenues en partie par l'effet de la Coupe du monde de football. Le nombre de demandeurs d'allocations chômage a baissé pour le septième mois consécutif (-30 900 demandeurs en moins) et le taux de chômage a reculé à 7,9% (cf. page 6).

Thème vidéo de la semaine : Réforme des retraites en France : une solution mais pas de miracle

Trajectoire du déficit annuel du système de retraite avant et après réforme



Source : COR, Ministère du Travail, Crédit Agricole S.A.

France : régime des retraites, en route vers l'équilibre en 2018 ?

Lors de sa conférence de presse du 16 juin, le gouvernement a annoncé son projet de réforme des retraites. Une des mesures phare de ce projet est le report à soixante-deux ans en 2018 de l'âge légal de départ à la retraite. Cette réforme doit permettre l'équilibrage des comptes en 2018. Mais cet équilibre serait remis en cause dès 2020.

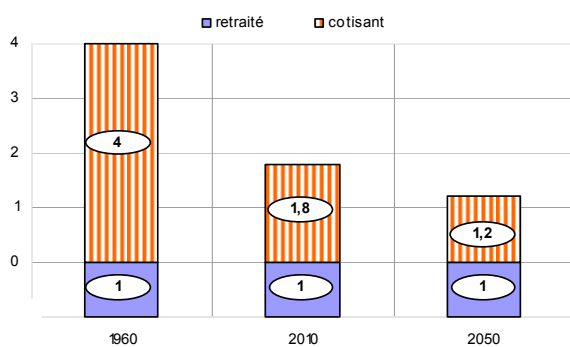
■ Une réforme nécessaire...

Le système de retraite français repose sur le principe d'une solidarité entre les générations. C'est le financement par répartition : les personnes en activité financent chaque mois, en cotisant, les pensions versées aux retraités.

Mais ce système est aujourd'hui menacé, car le nombre des retraités augmente plus vite que celui des actifs, et ce, malgré un taux de natalité parmi les plus élevés d'Europe.

Quelques chiffres donnent le vertige. En 1960, le ratio était de 4 cotisants pour 1 retraité ; actuellement, il est de moins de 1,8 cotisant par retraité ; selon les projections du Conseil d'Orientation des Retraites (COR), il ne sera plus que de 1,2 en 2050. Il y aura donc quasiment autant de cotisants que de retraités.

Evolution du ratio actifs cotisants / retraités



Source : COR, Crédit Agricole S.A.

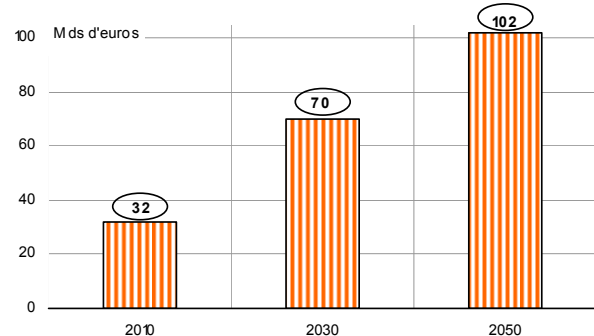
Cette évolution est la conséquence de deux phénomènes démographiques majeurs.

D'une part, la génération du « baby boom » amène chaque année, depuis 2006, 280 000 retraités supplémentaires. D'autre part, l'espérance de vie plus longue entraîne des pensions à verser plus longtemps. Ces gains d'espérance de vie s'ajoutent à une précocité du départ à la retraite et à la cessation de l'activité professionnelle. La France est un des pays d'Europe où l'âge moyen de cessation d'activité figure parmi les plus bas : en 2010, il est de 59,4 ans, soit deux ans plus tôt que leurs partenaires européens (61,2 ans)¹.

Par ailleurs, la hausse du nombre d'actifs est modérée, car même si le taux de natalité français reste parmi les plus élevés d'Europe, il n'en demeure pas moins qu'une baisse du nombre de naissances est constatée depuis 1970.

Conséquence : en 2010, le déficit du système de financement des retraites atteindrait, d'après les prévisions du COR, 32 milliards d'euros. De plus, il serait exponentiel, atteignant 102 milliards d'euros en 2050, en l'absence de mesures.

Prévision de l'évolution du déficit du financement des retraites en l'absence de mesures



Source : COR, Crédit Agricole S.A.

■ ... qui s'articule autour de quatre axes

La réforme présentée par le gouvernement français est composée de plusieurs mesures, qu'il est possible de regrouper en quatre thèmes :

L'âge légal de départ à la retraite, fixé aujourd'hui à 60 ans, sera porté à 62 ans en 2018. Cette augmentation sera progressive : l'âge légal d'ouverture des droits sera en effet relevé de quatre mois par an à partir de juillet 2011. La durée de cotisation est également allongée, à 41 ans et un trimestre en 2013, et 41 ans et demi à l'horizon 2020. L'âge du taux plein, qui permet de partir à la retraite sans décote même si l'on n'a pas la totalité de ses annuités, fixé aujourd'hui à 65 ans, sera également progressivement relevé, pour atteindre 66 ans en 2019, puis 67 ans en 2023. Ainsi, un assuré qui aura entre 62 et 67 ans, une durée d'assurance incomplète et décidera de prendre sa retraite, subira une décote par trimestre manquant. Un dispositif de prévention et de compensation de la pénibilité a été prévu, permettant de maintenir le droit au départ à la retraite à 60 ans à taux plein des assurés dont l'état de santé a été dégradé par des conditions de travail particulièrement difficiles. A noter que l'âge légal de départ à la retraite en France est un des plus bas d'Europe. En Allemagne, par exemple, l'âge d'ouverture des droits est fixé à 63 ans. En Espagne, il faut attendre d'avoir 65 ans pour profiter de ses droits.

Age d'ouverture des droits par pays

France	60 ans
Allemagne	63 ans
Royaume Uni	65 ans pour les hommes 60 ans pour les femmes
Espagne	65 ans
Italie	58 ans
Suède	61 ans
Danemark	65 ans

Source : Ministère du Travail

¹ Chiffres Eurostat

Le taux de cotisation du public, aujourd'hui à 7,85%, sera aligné progressivement sur celui du privé, à 10,55%. Compte tenu notamment de la baisse du pouvoir d'achat que cela entraînerait, le gouvernement étalerait cette mesure sur dix ans.

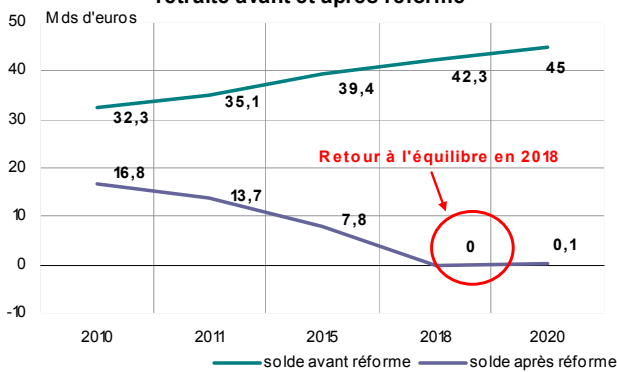
L'effort financier de l'Etat au financement du régime de retraite des fonctionnaires sera gelé.

La quatrième série de mesures vise à une augmentation des recettes, provenant à la fois des ménages et des entreprises. Le gouvernement souhaite mettre en place un prélèvement supplémentaire sur les plus hauts revenus, c'est-à-dire les salariés touchés par la plus haute tranche d'impôts sur le revenu. Ce prélèvement supplémentaire de 1% sera également appliqué aux *stock-options*, aux retraites-chapeaux, aux plus-values mobilières et immobilières, aux dividendes et intérêts. Par ailleurs, certaines niches fiscales dont bénéficient les entreprises seront supprimées.

■ Conséquences et limites de cette réforme

Au total, l'ensemble de ces mesures devrait permettre de rééquilibrer les régimes de retraite à horizon 2018, avec un effet significatif de réduction du déficit dès 2010.

Trajectoire du déficit annuel du système de retraite avant et après réforme



Source : COR, Ministère du Travail, Crédit Agricole S.A.

Ce retour à l'équilibre du système des retraites à horizon 2018 repose sur certaines hypothèses macroéconomiques : un taux de chômage à 7,7% en 2015, puis 5,7% en 2020 et une croissance moyenne de 2,2% entre 2014 et 2020.

Et c'est là une des premières critiques qu'il est possible de formuler à l'encontre de cette réforme : les hypothèses macroéconomiques sous-jacentes peuvent sembler un peu trop optimistes, les conséquences à long terme de la crise actuelle sur les perspectives macroéconomiques étant complexes et difficiles à évaluer, notamment ses effets sur la croissance et le chômage à long terme. Il faut toutefois noter que les perspectives économiques du COR prennent en compte la crise de 2008-2009 et sont nettement plus prudentes que les perspectives présentées en 2007.

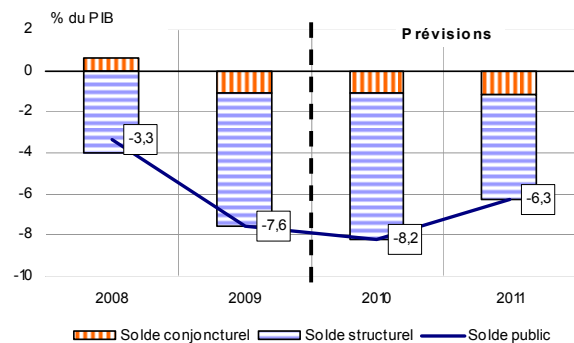
On peut également se demander ce qu'il adviendra du déficit du système de financement des retraites au-delà de 2020. Cette question est d'autant plus pertinente que les gains économiques du relèvement de l'âge de la retraite s'estompent sur le long terme. Selon le COR, la hausse de l'âge légal à 62 ans permet une amélioration du déficit des retraites de moitié en 2020, puis d'un quart en 2030 et d'à peine 15% en 2050. De plus, au regard de l'évolution démographique française, en lien avec le départ en retraite des dernières générations du baby boom, on peut s'attendre à un nouvel accroissement du déficit à compter de cette date. De nouvelles mesures devront donc certainement être annoncées, pour éviter une éventuelle nouvelle dérive.

■ Et le déficit public ?

La question des finances publiques en zone euro fait actuellement l'objet de toutes les attentions. Alors, peut-on attendre un impact des mesures relatives au système français de financement des retraites sur le déficit public ?

Le déficit public a atteint en France 7,6% du PIB en 2009. La situation française ne peut pas être comparée avec celle des pays d'Europe du sud, les déséquilibres structurels étant moins importants et les perspectives de croissance plus robustes. Toutefois, la France devra faire des efforts significatifs, pour respecter son engagement de ramener son déficit à 3% du PIB en 2013.

France : solde public



Source : Calculs Crédit Agricole S.A.

Pour cela, un plan de 100 milliards d'économies sur trois ans a été annoncé. La moitié devrait provenir d'une baisse des dépenses, dont 5 milliards d'euros de réduction des niches fiscales. Le non-remplacement d'un fonctionnaire sur deux partant à la retraite sera reconduit. L'autre moitié devrait provenir des recettes, dont 15 milliards d'euros de la fin des mesures de relance mises en place pendant la crise et 35 milliards d'euros d'une amélioration des recettes fiscales, en lien avec le redressement conjoncturel.

Jusqu'à présent, le gain effectué grâce à la réforme des retraites n'a pas été intégré dans le plan de redressement des comptes publics. En effet, cette réforme devrait avoir un impact somme toute limité, de l'ordre de 0,5 point de PIB en 2013².

L'effet se fera plus pleinement sentir en 2020, puisque la réforme devrait alors contribuer à réduire le déficit de 1,9 point de PIB.

² Source : Ministère du Travail

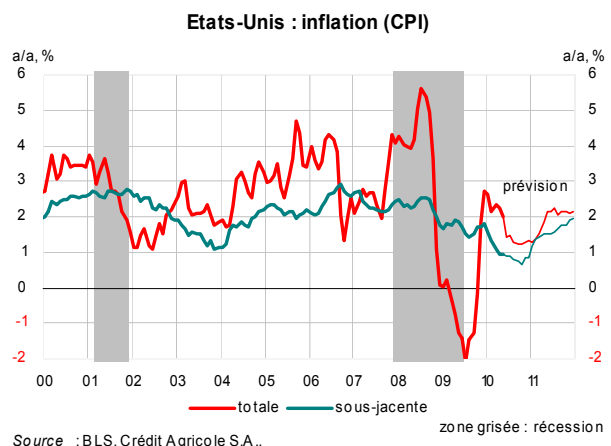
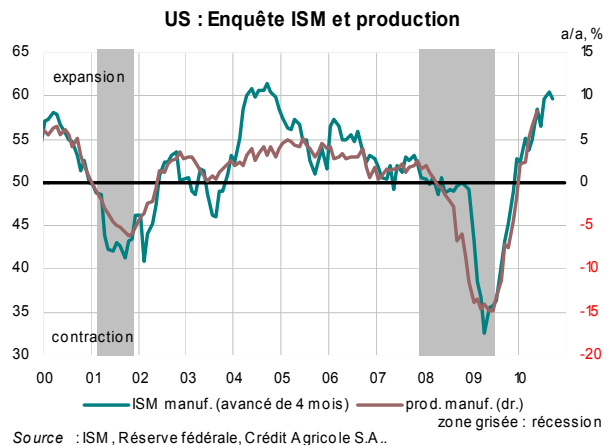
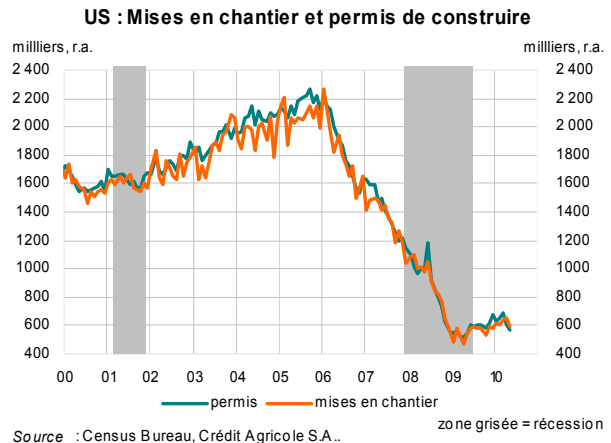
États-Unis : le roseau, le chêne et l'escargot

- Le roseau : le marché immobilier plie, mais ne rompt pas. Il subit le contrecoup de l'expiration du crédit d'impôt (chute de 10% sur le mois de mai des mises en chantier), mais la reprise après l'été n'est pas remise en cause.
- Le chêne : la reprise industrielle est solide (production en hausse de 1,2% sur le mois de mai).
- L'escargot : l'inflation est lente (baisse de 0,2% sur le mois de mai de l'indice des prix à la consommation).

■ **Annoncé par la chute des permis de construire en avril (-10,9%), les mises en chantier ont accusé un repli marqué en mai (-10% sur le mois).** Ces chiffres font inévitablement suite à l'arrivée à échéance du crédit d'impôt pour l'accession à la propriété qui nécessitait la signature des contrats de vente avant le 30 avril pour une clôture au 30 juin. Les mises en chantier ont augmenté de 9% en cumulé sur mars et avril, donnant suffisamment de temps aux constructeurs pour honorer leurs livraisons : il était donc peu probable qu'elles progressent encore en mai, étant donné les délais. Corroboré par une nouvelle baisse des permis de construire (-5,9%) et par le repli prononcé de l'indice de confiance NAHB des constructeurs en juin (redescendu à 17 et effaçant trois mois de hausse), les perspectives du marché d'ici l'été sont moroses. Au-delà, les fondamentaux restent favorables à ce qu'il reparte, graduellement, à la hausse.

■ **Pour le troisième mois consécutif, la production industrielle progresse à un rythme soutenu (1,2% sur le mois de mai) et ce, sur l'ensemble des secteurs.** En même que se développent les craintes sur son essoufflement (du fait d'un soutien moindre du cycle des stocks et des exportations), la reprise industrielle se poursuit à vive allure, soutenant une accélération de la croissance du PIB au deuxième trimestre. La production manufacturière affiche une solide progression de 0,9% sur le mois et une croissance de 14%, en rythme annualisé, sur les trois derniers mois. Hors automobile, elle ressort en hausse de 0,7% sur le mois. La production énergétique, elle, rebondit de 4,8% grâce à l'utilisation prématurée de l'air conditionné face aux températures exceptionnellement chaudes. Enfin, porté par la reprise industrielle, le taux d'utilisation des capacités de production poursuit son redressement, montant à 74,7%, son plus haut niveau depuis octobre 2008 (mais encore loin de sa moyenne de long terme de 80,5%).

■ **Les prix à la consommation ont baissé pour le deuxième mois de suite (-0,2% sur le mois de mai, après -0,1% sur avril), tirés vers le bas par les prix de l'énergie** (contribution de -0,3 point). L'inflation totale a donc encore ralenti, passant de 2,2 à 2% en glissement annuel. L'indice sous-jacent a, lui, augmenté de 0,1% sur le mois, soutenu par la hausse marquée de la composante hôtellerie (+2,5% en variation mensuelle). L'inflation sous-jacente est restée stable à 0,9% en glissement annuel, au plus bas depuis 1966. De plus, bien que déjà inconfortablement lente, elle n'a pas fini de ralentir, les pressions désinflationnistes restant fortes. Cependant, le rythme de son ralentissement devrait lui-même ralentir, les effets négatifs résiduels de la récession commençant à se télescopier avec les tous premiers effets positifs de la reprise. D'après nos prévisions, l'inflation sous-jacente atteindrait un point bas à 0,7% en glissement annuel à l'automne.



UEM : stabilisation de l'emploi au premier trimestre

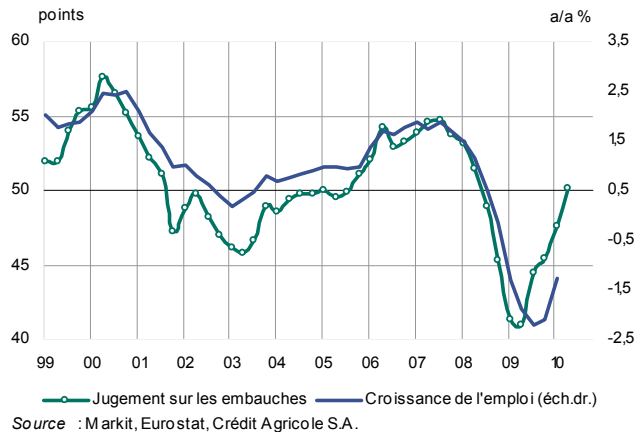
- Le nombre d'emplois en zone euro est resté stable au premier trimestre, après six trimestres consécutifs de contraction.
- Le moral des investisseurs allemands s'est nettement dégradé en juin.
- Le taux d'inflation en zone euro est confirmé à 1,6% a/a en mai (contre 1,5% a/a en avril).

■ **Le nombre d'emplois en zone euro est resté stable en début d'année 2010, après six trimestres consécutifs de contraction.** La stabilisation de l'emploi sur le trimestre est visible dans tous les grands pays de la zone euro. Au plan sectoriel, on note que l'emploi a surtout progressé dans les services (+0,5 % t/t). En revanche, il a continué à chuter dans l'industrie (-0,9 % t/t) et dans la construction (-1,5 % t/t). Etant donné la faiblesse de la reprise de l'activité, un redressement marqué de l'emploi en zone euro est peu probable à court terme. Le point bas semble toutefois avoir été atteint. Les perspectives d'embauche des enquêtes PMI, qui sont généralement de très bons indicateurs avancés, ont atteint en mai le seuil des 50, synonyme de progression de l'emploi. Les statistiques nationales (en France notamment) montrent toutefois que, pour l'instant, c'est surtout l'emploi intérimaire qui repart. L'emploi pérenne ne devrait repartir qu'une fois la reprise consolidée.

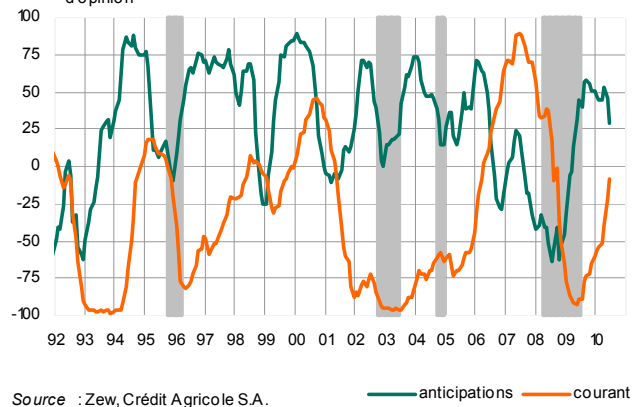
■ **Le moral des investisseurs allemands s'est nettement dégradé en juin.** L'indice ZEW mesurant les anticipations des analystes et des investisseurs allemands a reculé de 17 points en juin, à 28,7. La baisse de cet indice s'explique sans doute par les craintes des investisseurs et des analystes sur les conséquences que les mesures d'austérité budgétaires pourraient avoir sur la croissance allemande. En revanche, l'indice relatif au climat des affaires en cours a continué à progresser (+13,7 points à -7,9 en juin), ce qui suggère une accélération de la croissance allemande à court terme. **Le message de l'enquête ZEW est compatible avec les derniers chiffres d'activité (production industrielle, exportations en valeur) qui signalent un rebond de l'activité outre-Rhin au deuxième trimestre.** Ces éléments confortent notre scénario de rebond de l'activité au T2 2010 (+0,9% t/t).

■ **Le taux d'inflation en zone euro est confirmé à 1,6% a/a en mai, soit une légère augmentation par rapport à avril (1,5% a/a).** Ceci est essentiellement dû à l'accélération des prix de l'énergie sur le mois de mai (+0,6% m/m, soit +9,2% a/a). Les prix du mazout ont nettement bondi de 34% a/a, soit un rythme de croissance annuelle jamais observé depuis août 2008. La composante transport a donc progressé de 5,5% a/a. La progression des prix du pétrole continue, en revanche, à ralentir pour le deuxième mois consécutif en mai, à 18,4% a/a (contre 20,2% en avril et 20,2% en mars). Les prix de l'alimentation sont restés stables. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est restée relativement stable en mai, à 0,85% a/a. **L'inflation devrait restée contenue car, s'il est vrai que le repli de l'euro contribuera à alimenter l'inflation importée, la faiblesse de la demande intérieure continuera de peser sur l'inflation sous-jacente.**

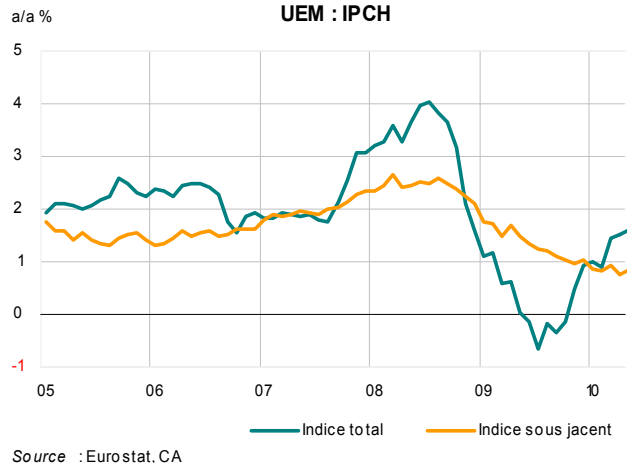
UEM : dynamique de l'emploi



Allemagne : enquête ZEW (en gris les récessions)



UEM : IPCH



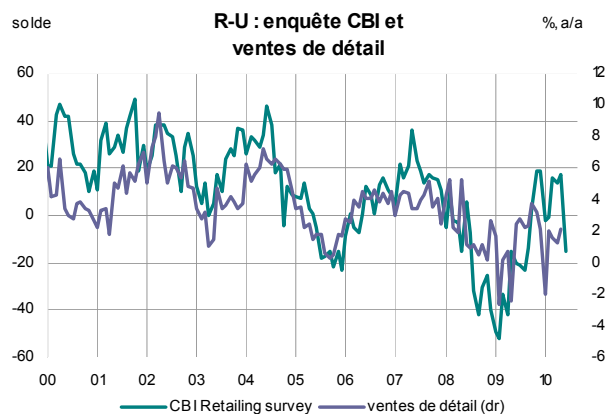
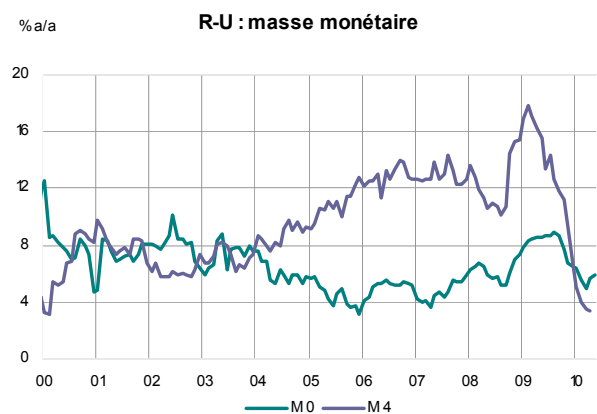
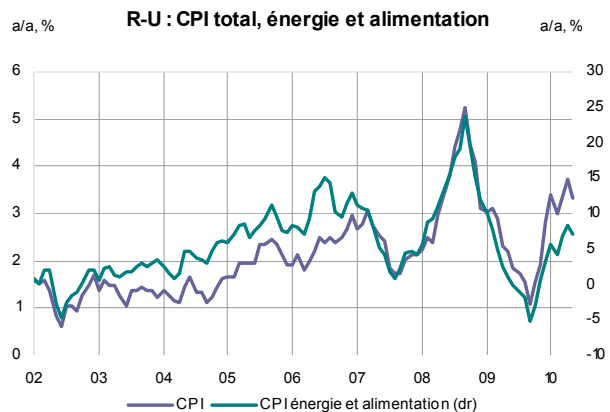
Royaume-Uni: Mervyn King défend la crédibilité de la BoE

- L'inflation a légèrement baissé au mois de mai, de 3,7% à 3,4% en glissement annuel.
- Le discours du Gouverneur King cette semaine a réitéré le message selon lequel il est plus que probable que l'inflation recule au-dessous de la cible à moyen terme.
- Le volume des ventes de détail (automobiles compris) a crû de 0,6% m/m au mois de mai.

■ L'inflation a légèrement baissé au mois de mai, de 3,7% à 3,4% en glissement annuel. Les pressions baissières ont été les plus fortes du côté des produits alimentaires et des dépenses de transport où le prix du pétrole a enregistré une hausse bien plus importante l'année dernière qu'en 2010. L'inflation a été tirée vers le haut par des effets de base défavorables dans les services auprès des ménages, notamment les tarifs d'électricité qui ont été baissés en 2009. **L'inflation devrait continuer de fléchir progressivement au cours des prochains mois en ligne avec le recul des prix de l'énergie, tout en restant supérieure à la cible de la BoE pour le reste de l'année.** La possibilité de voir le nouveau gouvernement mettre en place un relèvement de la TVA à 20% cette année ne peut pas être totalement exclue, en dépit de l'engagement des conservateurs d'éviter les hausses des taxes. Si l'*Emergency Report* qui sera publié la semaine prochaine confirme une telle mesure, ceci aura un impact significatif à la hausse sur nos prévisions d'inflation.

■ Le discours du Gouverneur King cette semaine à Mansion House a conforté notre scénario selon lequel un resserrement monétaire est peu probable cette année, malgré le rythme élevé de l'inflation à court terme. **Le faible taux de croissance de la masse monétaire, du niveau général de rémunération et de la demande nominale justifient, d'après le Gouverneur, le maintien du stimulus monétaire.** Dans un contexte général de consolidation fiscale en perspective, de fragilité des marchés financiers et de vulnérabilité du système bancaire, il est plus que probable de voir l'inflation reculer en-deçà de la cible à horizon des deux, voire trois prochaines années, ce à quoi la politique monétaire devrait être prête à répondre. Nous interprétons cela comme une indication qu'une extension supplémentaire du QE reste possible pour le moment. Le Gouverneur a également précisé que lorsque le moment sera venu, la stratégie de sortie se fera en priorité via une hausse des taux d'intérêt.

■ **Les ventes de détail ont continué de progresser de manière soutenue au mois de mai**, ceci est principalement dû à une hausse de 1,0% des ventes de produits alimentaires et de 1,7% de biens d'équipement des ménages. D'après l'ONS, la Coupe du Monde de football semble avoir joué un rôle de soutien des ventes de produits électriques au mois de mai. Mais d'après nous, l'effet positif de la distribution des bonus à la fin du T1 2010 et la stabilisation du marché du travail (140 000 inscriptions au chômage en moins sur les sept derniers mois) conditionnent la poursuite de la tendance haussière de la consommation au deuxième trimestre 2010. Cependant, celle-ci pourrait fléchir dans les mois à venir, les enquêtes suggérant une rechute du moral du consommateur, probablement en perspective de mesures d'austérité supplémentaires.



Central Bank Watch

		Actuel 18 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 États 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. L'élargissement de la gamme des collatéraux acceptés pour les opérations de Repo court jusque fin 2010. Lors de sa dernière réunion le 15 Juin, elle a annoncé la création d'une nouvelle facilité de financement de 3 Trn JPY à destination des entreprises appartenant à des secteurs clefs.</p>

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

Semaine du 21 au 25 juin 2010

Mardi 22

Allemagne - enquête Ifo dans l'industrie

	avr	mai	juin
indice Ifo	101.6	101.5	<u>101.2</u>
situation actuelle	99.3	99.4	<u>100.5</u>
situation future	104.0	103.7	<u>102.0</u>

L'indice IFO de confiance des chefs d'entreprise allemands devrait subir une baisse plus marquée des anticipations que le mois précédent, mais la baisse de l'indice total devrait rester selon nous modérée, tempérée par ailleurs par les bons chiffres d'activité domestique et, sur le front extérieur, par la baisse de l'euro en tendance.

US - Ventes de logements anciens (cvs)

	mars	avr	mai
millions d'unités (taux annuel)	5,36	5,77	<u>6,34</u>
(m/m, %)	7,0	7,6	<u>9,9</u>
(a/a, %)	16,3	22,8	<u>33,5</u>

US - Ventes de logements neufs (cvs)

	mars	avr	mai
milliers d'unités	439	504	<u>380</u>
(m/m, %)	29,9	14,8	<u>-24,6</u>
(a/a, %)	25,4	47,8	<u>3,5</u>

Tout est une question de dates. Nous prévoyons un nouveau bond des ventes de logements dans l'ancien sur le mois de mai, en ligne avec celui de l'indice des promesses de vente en avril (prévision : +10% ; consensus : 7,5%), mais un effondrement des ventes dans le neuf (chiffre à paraître mercredi 23 ; prévision : -25% sur le mois ; consensus : -15%). Ces chiffres viennent de ce que le crédit d'impôt pour l'accession à la propriété nécessitait la signature des contrats de vente avant le 30 avril pour une clôture avant le 30 juin. Or, les données de ventes sur le marché de l'ancien sont comptabilisées à la clôture alors que les données du marché du neuf le sont à la signature : les premières devraient donc bénéficier d'un répit au moins d'un mois avant de subir le contrecoup de l'expiration du crédit d'impôt tandis que les secondes devraient rechuter dès le mois de mai.

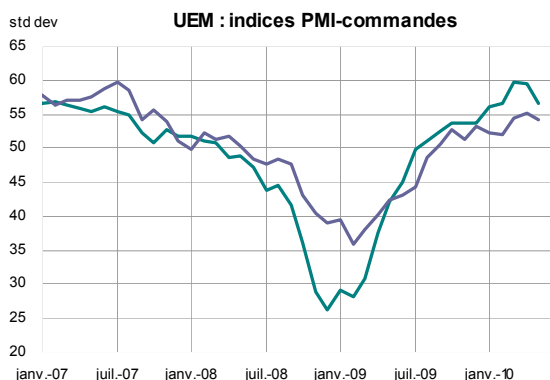
Mercredi 23

UEM - enquête dans l'industrie PMI

	avr	mai	juin
indice PMI	57.6	55.8	<u>54.4</u>

UEM - enquête dans les services PMI

	avr	mai	juin
indice PMI	55.6	56.2	<u>55.6</u>



Source : Markit, Crédit Agricole S.A.

— PMI manif. — PMI services

Nous anticipons une nouvelle baisse des indices PMI des directeurs d'achat en zone euro, depuis des niveaux encore élevés au deuxième trimestre. La faiblesse serait particulièrement visible dans le secteur manufacturier, malgré la baisse de l'euro susceptible de limiter la casse, en

ligne avec les baisses passées des composantes « nouvelles commandes » et « production » (PMI manufacturier attendu en baisse à 54,4 ; consensus : 55,3). Elle pourrait être plus limitée dans les services, dans la mesure où l'amélioration de la confiance s'est faite à un rythme plus lent sur la période passée, et qu'elle semble donc relativement moins vulnérable à une correction violente (PMI services attendu en baisse à 55,6 ; consensus : 55,9).

Taux objectifs des Fed Funds

	avr	mai	juin
niveau	0-0,25	0-0,25	0-0,25

Nous nous attendons à ce que, à l'issue du FOMC des 22-23 juin, la Fed maintienne sa politique monétaire très accommodante et les *Fed funds* dans leur fourchette cible de 0-0,25%. A l'exception de T. Hoenig qui devrait une nouvelle fois voter contre, les autres membres votants devraient continuer d'anticiper que les conditions économiques justifient de maintenir les taux à un niveau exceptionnellement bas pour « une période de temps prolongée ». Compte tenu de l'ampleur des capacités inutilisées, l'inflation devrait rester contenue et les anticipations d'inflation stables. Le paragraphe dédié à ce sujet dans le communiqué devrait être inchangé par rapport au précédent FOMC. Côté croissance, mention devrait être faite d'une certaine modération du rythme de l'expansion, avec notamment un ralentissement de la consommation, contrainte par le lent rétablissement du marché de l'emploi dans le secteur privé. Nous nous attendons également à ce que les Minutes de ce FOMC révèlent une légère révision en baisse des prévisions de croissance de la Fed pour le second semestre de cette année, fondée sur les données récentes d'activité un peu moins positives et l'impact de la crise de la dette souveraine en Europe. Le communiqué mentionnera également probablement la première enchère réalisée le 14 juin pour drainer les réserves des banques dans les tous nouveaux comptes à terme. Il s'agit encore de très petits montants, permettant à la Fed d'avancer prudemment dans le planning de sa stratégie de sortie. Ces opérations n'ont aucune implication sur la conduite à court terme de la politique monétaire standard.

Jeudi 24

UEM - nouvelles commandes

	févr	mars	avr
nouvelles commandes (m/m, %)	2.0	5.5	<u>1.8</u>
(a/a, %)	12.7	19.7	<u>21.3</u>

US - Commandes de biens durables (cvs)

	mars	avr	mai
commandes (m/m, %)	0,1	2,8	<u>-1,7</u>
(a/a, %)	17,5	18,8	<u>14,0</u>
hors transports (m/m, %)	4,9	-1,1	<u>0,9</u>
(a/a, %)	19,4	18,1	<u>17,1</u>

Nous prévoyons une baisse des nouvelles commandes de biens durables sur le mois de mai (-1,7% ; consensus : -1,1%). Les commandes dans le secteur des transports, et plus particulièrement de l'aéronautique civile, devraient se replier en mai après leur envolée du mois précédent, tirant vers le bas le total. Hors transport, les nouvelles commandes progresseraient de 0,9% sur le mois (consensus : 1%).

Indicateurs à suivre – semaine du 21 au 25 juin 2010

mardi 22 juin							
	Allemagne	mai	juin		Etats-Unis	avr	mai
10:00	indice ifo	101,5	101,2	16:00	ventes de logements anciens, mn t.a.	5,77	6,34
10:00	indice ifo climat actuel	99,4	100,5				
10:00	indice ifo attentes	103,7	102,0				
mercredi 23 juin							
	Allemagne	juin	juil		Etats-Unis	avr	mai
08:00	confiance des ménages	3,5	3,8	16:00	ventes de logements neufs, '000	504	380
	Allemagne	mai	juin		Etats-Unis	mai	juin
09:30	PMI Flash services	54,8	55,0	20:15	FOMC (niveau <i>Fed funds</i>)	0-0,25	0-0,25
09:30	PMI Flash industrie	58,4	57,6				
	France	mai	juin				
08:45	enquête dans l'industrie	97,0	95,0				
09:00	PMI Flash - services	61,4	59,0				
09:00	PMI Flash - industrie	55,8	55,0				
	UEM	mai	juin				
10:00	PMI Flash - services	56,2	55,6				
10:00	PMI Flash - industrie	55,8	54,4				
10:00	PMI Flash - composite	56,4	55,6				
	Royaume-Uni						
10:30	réunion BoE - minutes (vote 9-0)						
jeudi 24 juin							
	France	avr	mai		Etats-Unis	avr	mai
08:45	consommation des ménages en produits manufacturés, m/m	-1,2	0,8	14:30	commandes de biens durables, m/m %	2,8	-1,7
	UEM	mars	avr				
11:00	nouvelles commandes (m/m, %)	5,5	1,8				
11:00	nouvelles commandes (y/y, %)	19,7	21,3				
vendredi 25 juin							
					Etats-Unis	T4-09	T1-10
				14:30	PIB, 3ème estimation, t/t t.a. %	5,6	3,0
					Etats-Unis	mai	juin
				15:55	confiance des consommateurs (F) (Univ. Michigan)	75,5	75,3

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.