

L'actualité de la semaine

■ **Marchés** : La nouvelle estimation des pertes totales liées à la crise du *subprime*, fournie cette semaine par l'OCDE, a probablement contribué à rassurer les marchés. Le chiffre de 422 milliards de dollars paraît effectivement plus en ligne avec les dépréciations annoncées à ce jour (près de 300 milliards en cumulé) et surtout, il vient relativiser l'estimation du FMI (1 000 milliards). Si les derniers résultats publiés par les banques au 1^{er} trimestre restent affectés par ces dépréciations, ils ne sont pas plus mauvais que prévu (*cf. page 3*). Par ailleurs, les dernières augmentations de capital ont été bien accueillies. **Après avoir flirté avec le seuil de 1,60 contre dollar, l'euro s'est replié sous les 1,58 ce vendredi.** Ceci témoigne d'une volatilité toujours très élevée sur les marchés de change, que le communiqué du G7 du week-end dernier n'aura pas réussi à calmer durablement. Les prix des matières premières restent orientés à la hausse, le prix du pétrole inscrivant un nouveau record historique, au-delà des 115 dollars le baril sur la qualité WTI. Enfin, les taux à trois mois sur les marchés monétaires continuent de se tendre malgré l'activisme des banques centrales. Les interventions de ces dernières pourraient atteindre leur limite en termes de montants alloués mais d'autres solutions sont à l'étude pour prêter davantage aux banques (*cf. page 2*).

■ **Etats-Unis** : En-dehors des mauvaises nouvelles côté marchés du travail et immobilier, la conjoncture en mars n'a pas été aussi mauvaise qu'attendu. Les permis de construire ont accusé une baisse de 6 %, après déjà 7 % le mois précédent. Cependant, les ventes de détail et la production industrielle ont progressé un peu plus que prévu (de, respectivement, 0,2 et 0,3 % sur le mois). Il n'empêche que le consommateur américain est sous pression pour réduire son train de vie et que l'orientation de ses dépenses et donc de la production est à la baisse. Est-ce que cela se traduira par une contraction du PIB dès le 1^{er} trimestre ? Compte tenu de l'information disponible, un chiffre compris entre 0 et +1 semble le plus probable, mais un chiffre négatif n'est pas non plus impossible. Quel que soit ce chiffre, les dés sont lancés (les principales statistiques ont été publiées) : nous tablons sur une baisse de 50 pnb des *Fed funds* à l'issue du FOMC des 29-30 avril.

■ **UEM** : L'inflation des prix à la consommation en zone euro pour le mois de mars a été révisée à la hausse à 3,6 % en glissement annuel, soit son plus haut niveau depuis 1993. L'accélération de l'inflation s'explique dans tous les pays de la zone euro par des

chocs communs (pétrole et matières premières agricoles) mais les modes de transmission sont différents. En France, au-delà des effets négatifs « classiques » sur la croissance, l'accélération de l'inflation devrait se traduire par une revalorisation du SMIC et une remontée du taux du livret A. Les données en provenance d'Allemagne sont mitigées : l'indice ZEW a reculé en avril et les instituts de prévisions ont révisé à la baisse les perspectives de croissance pour les deux ans à venir. Mais dans le même temps, le gouverneur de la Bundesbank Axel Weber a estimé la croissance du PIB à +0,75% t/t au 1^{er} trimestre. Cet optimisme (exagéré à nos yeux) et l'inconfort de la BCE vis-à-vis de l'inflation, ont de nouveau décalé les anticipations de baisse de taux par les marchés vers la fin de l'année.

■ **Royaume-Uni** : L'inflation est restée stable à 2,5 % en glissement annuel en mars. Elle dépasse néanmoins la cible de 2 % de la BoE pour le sixième mois consécutif et devrait accélérer à nouveau au cours des prochains mois et dépasser la barre des 3 % cet été. En revanche, les dernières données d'inflation sous-jacente et de salaires publiées cette semaine plaident pour une absence d'effets de second tour, ce qui devrait être de nature à rassurer la BoE.

	INDICATEURS DE MARCHES
2	➔ Marchés monétaires : taux et spreads de taux toujours plus haut
3	➔ Les banques commerciales américaines continuent à souffrir
4	➔ Tendance confirmée pour les BFI américaines ➔ Profits des sociétés non financières américaines : sous pression
4	SCENARIO ECONOMIQUE & FINANCIER
	AMERIQUES
7	➔ États-Unis : bilan de santé de l'économie en mars pas si négatif
	EUROPE
10	➔ UEM : flambée des prix en mars
12	➔ Royaume-Uni : des effets de second tour toujours inexistant
	PAYS EMERGENTS
13	➔ L'actualité de la semaine
14	PROCHAINES STATISTIQUES ECONOMIQUES

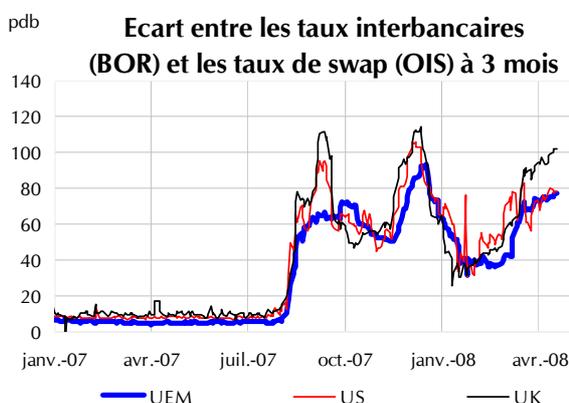
Marchés monétaires : taux et *spreads* de taux toujours plus haut

- Les taux courts sur les marchés interbancaires ne se détendent pas, au contraire. La **British Bankers' Association** a même laissé entendre que les taux LIBOR en dollars pourraient être plus élevés en pratique que leurs *fixings* officiels.
- La Fed et les autres banques centrales restent pourtant très actives. Leurs interventions pourraient atteindre leur limite en termes de montants alloués mais d'autres solutions sont à l'étude pour prêter davantage aux banques.
- Dans ce contexte, les taux courts ont peu de chance de se détendre fortement à court terme.

■ Remontée des tensions

Malgré des nouvelles plutôt mauvaises en provenance des Etats-Unis et de la sphère financière, les marchés actions ont bien résisté sur le mois écoulé et les indicateurs de stress sur le marché du crédit se sont quelque peu détendus, à l'image des indices de CDS. Ce modeste rebond de l'appétit pour le risque ne s'est toutefois pas traduit dans les taux d'intérêt à court terme, au contraire. Les taux de marché à trois mois restent élevés aux Etats-Unis, malgré l'assouplissement de la politique monétaire de la Fed (-300 pdb cumulés à ce jour), ainsi qu'en Europe. Le taux de l'Euribor 3 mois flirte avec les 4,80 %, à quelques encablures de son point haut depuis le début de la crise (4,95 %). Le *statu quo* de la BCE et son discours très *hawkish* n'y sont probablement pas étrangers, mais le mal semble plus profond. Les banques continuent de retenir la liquidité, ce que reflète par exemple la gestion des réserves excédentaires par la BCE cette semaine. Celle-ci n'a pas pu retirer autant de liquidité que prévu lors de ses opérations d'*open-market* et il y a toujours, aujourd'hui, un excès de liquidité dans le système bancaire européen.

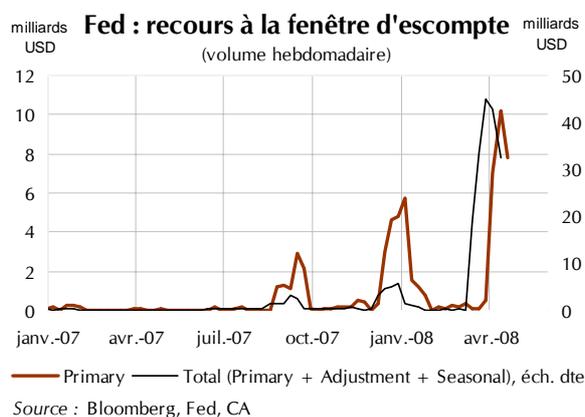
Les *spreads* de taux courts restent sur une pente ascendante, non loin de leurs plus hauts historiques, y compris les *spreads* OIS/BOR qui tiennent compte des anticipations de baisses de taux (cf. *graph. infra*).



■ Une polémique et des inquiétudes...

C'est dans ce contexte qu'une polémique est née cette semaine sur le processus de fixing des taux LIBOR aux Etats-Unis, qui repose sur une moyenne des informations délivrées par 17 banques américaines (contre 57 banques pour le fixing de l'Euribor). La **British Bankers' Association** a menacé d'exclure les banques qui ne communiqueraient pas leur coût réel de financement, suggérant qu'en pratique, les taux courts en dollars devraient être plus élevés.

D'autre part, un article de recherche récent de la Fed de San Francisco¹ confirme que la hausse des *spreads* de taux courts s'explique par le risque de contrepartie plus que par le risque de liquidité depuis que les banques centrales ont commencé à intervenir massivement l'année dernière. Les auteurs montrent par ailleurs que les enchères « TAF » de la Fed, visant à prêter directement aux banques à l'instar de la fenêtre d'escompte, n'ont pas eu d'impact significatif sur les taux courts. Les autres facilités de prêt mises en place par la Fed ont des résultats mitigés (cf. *Perspectives Hebdo du 21 mars 2008*) : la dernière *Term Securities Lending Facility* (échanges de titres du Trésor contre une gamme de collatéraux élargie) n'a pas rencontré une très forte demande ; la *Primary Dealers Credit Facility*, visant notamment à prêter aux banques d'investissement, a entraîné une forte hausse des prêts consentis au niveau de la fenêtre d'escompte, dont le taux reste attractif (2,50%), et qui semble avoir perdu une partie de son côté stigmatisant tant les besoins de *cash* paraissent importants (cf. *graph. infra*).



■ ... en attendant de nouvelles idées (à préciser) ?

La Fed, d'abord, semble réfléchir à de nouveaux procédés destinés à prêter davantage aux banques, et à plus long terme, sans affecter davantage son bilan. Du côté du Royaume-Uni, on s'attend à une action de la BoE qui pourrait adopter un mode opératoire proche de la TSLF en échangeant des titres publics contre des actifs adossés à des crédits immobiliers moins liquides. En définitive, la crise s'installe dans la durée avec peu de chance à court terme d'assister à une normalisation complète des marchés monétaires.

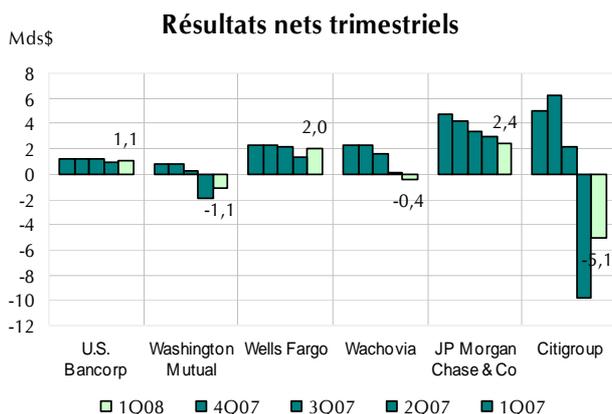
¹ Taylor & Williams (2008), « A Black Swan in the Money Market ».

Les banques commerciales américaines continuent à souffrir

- A l'issue d'un trimestre marqué par le sauvetage de Bear Stearns et l'entrée quasi officielle en récession des Etats-Unis, les résultats des banques commerciales américaines étaient attendus avec une certaine fébrilité. Les résultats des sept grandes banques commerciales publiés cette semaine (Citigroup, JP Morgan Chase, Wachovia, Wells Fargo, Regions, Washington Mutual et US Bancorp) montrent des résultats contrastés, avec des établissements qui résistent remarquablement à la dégradation de la conjoncture, et d'autres qui continuent à payer un lourd tribut à la crise.

■ Des résultats en baisse

Les sept principales banques commerciales, qui ont publié leurs résultats à ce jour, ont toutes enregistré une baisse significative de leur bénéfice par rapport au premier trimestre 2007. Le résultat net trimestriel cumulé de l'échantillon fait apparaître une perte de près de 900 millions de dollars, contre un bénéfice de 16 Mds USD au premier trimestre 2007. Certes, l'ampleur de ces chiffres doit être relativisée du fait d'un effet de base défavorable, les résultats du premier trimestre 2007 ayant été exceptionnellement élevés. En outre, plusieurs établissements (Wells Fargo, US Bancorp, Regions, et JP Morgan Chase dans une moindre mesure) sont bénéficiaires et conservent une rentabilité satisfaisante. **Mais trois des principales banques analysées affichent des pertes trimestrielles : Citigroup enregistre 5 Mds USD de perte, après déjà 10 Mds USD au quatrième trimestre 2007, Wachovia 391 millions USD, et Washington Mutual plus de 1 Md USD.**



Les principaux facteurs d'explication de ces contre-performances sont tout d'abord les dépréciations d'actifs qui pèsent sur le PNB : Citigroup a ainsi déprécié encore plus de 12 Mds USD d'actifs (soit un total cumulé de plus de 30 Mds USD depuis mi 2007), JP Morgan Chase 2,5 Mds USD et Wachovia 2Mds USD. Ces dépréciations concernent encore essentiellement les actifs exposés aux *subprimes* et en particulier les CDO d'ABS, mais également les

garanties des *monolines*, l'immobilier résidentiel et les LBO.

L'autre explication tient au très fort accroissement du coût du risque. Sur un an, le coût du risque a été multiplié par presque quatre pour l'ensemble de l'échantillon. **En conséquence, les provisions cumulées absorbent désormais l'intégralité du RBE cumulé de ces sept banques** (les dépréciations d'actifs imputées au PNB renforçant le trait). L'augmentation du coût du risque est particulièrement forte sur le segment des prêts immobiliers, mais la dégradation touche également l'ensemble des segments du crédit à la consommation.

Lors de la présentation des résultats aux analystes, les dirigeants des banques ont quasiment tous fait part d'anticipations négatives quant à la qualité du crédit pour les mois à venir, du fait de la baisse des prix de l'immobilier, et de la dégradation de la conjoncture. Les créances douteuses et litigieuses ont triplé par rapport au premier trimestre 2007, et le ratio de couverture se dégrade, passant de 222 % à 147 % sur un an. Enfin, la dégradation de la qualité du crédit est également perceptible *via* l'accroissement des défauts sur les crédits : les *charge-offs* représentent désormais 1,5 % du total des crédits pour JP Morgan Chase, et plus de 2 % pour Washington Mutual.

■ Des raisons d'espérer

Plusieurs facteurs d'optimisme méritent cependant d'être relevés dans ces résultats trimestriels. **D'abord les dirigeants des banques étudiées ont visiblement pris la mesure des défis à relever** : les charges d'exploitation sont stables sur un an, mais en baisse de 7 % par rapport au trimestre précédent. Et les annonces de plans de réduction drastiques des coûts se sont multipliées ces derniers jours.

Par ailleurs les ratios de solvabilité restent supérieurs aux exigences réglementaires. Trois établissements ont néanmoins déjà annoncé des augmentations de capital (Wachovia et Washington Mutual, chacune pour 7 Mds USD, et JP Morgan Chase pour 6 Mds USD) et d'autres pourraient suivre. En effet, le volume des prêts accordés ne cesse de croître (+15% en un an pour les sept banques étudiées), malgré le resserrement des standards de crédit, entraînant une pression supplémentaire sur les fonds propres. **Les marchés ont jusqu'à présent accueilli favorablement ces augmentations de capital.** On peut y voir un témoignage de la confiance des investisseurs dans la capacité d'assainissement et de rebond des banques américaines. Même cet empressement à monter au capital des banques est également à mettre sur le compte des excédents d'épargne dans le monde.

Tendance confirmée pour les BFI américaines

■ Ralentissement marqué de l'activité

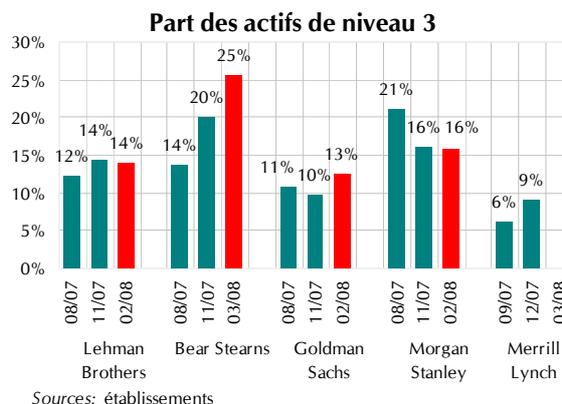
La première salve de résultats, mi-mars, avait été une bonne surprise, avec des bénéfices chez Goldman Sachs, Morgan Stanley et Lehman Brothers. **La tendance se confirme avec trois nouvelles publications en ce début de semaine**, Bear Stearns, JP Morgan Chase (JPM, dont seules les activités de BFI et de gestion s'actifs sont considérées ici), et Merrill Lynch. Malgré la perte de ce dernier de 1,9 Md USD, **le PNB cumulé des six BFI considérées ici a ainsi bondi de 176 %, par rapport au 4^{ème} trimestre 2007**. Leur résultat net cumulé approche les 2 Mds USD au premier trimestre, contre 12 Mds USD au T1 2007 mais -9,5 Mds USD au T4.

Le ralentissement de l'activité est cependant marqué par rapport à la même période l'an passé, avec un recul du PNB cumulé de ces 6 BFI de près de 40%.

La baisse est uniforme sur le segment du conseil en fusions-acquisitions (-30 % de revenus). Elle est plus hétérogène sur le segment du fixed income, qui intègre l'ensemble des dépréciations liées à la crise. En *equities*, Bear Stearns et Morgan Stanley tirent leur épingle du jeu avec des croissances de revenus de 50 % par rapport à la même période l'an passé. Quant aux activités de gestion d'actifs et de banque privée, les clients réallouent progressivement leurs actifs vers des placements moins risqués.

■ Montée des actifs de niveau 3

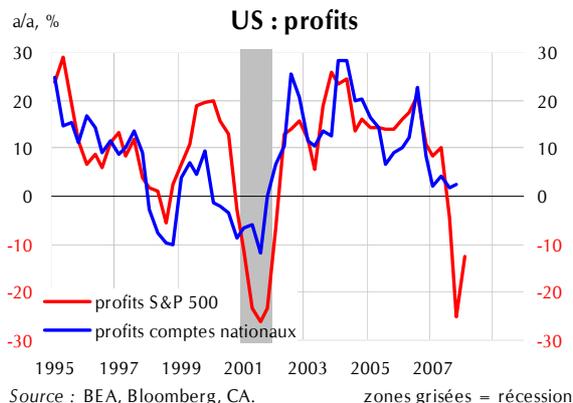
Au-delà de ce ralentissement prévisible d'activités très cycliques, la forte montée des actifs placés en « niveau 3 » par les brokers américains interroge. Cette catégorie rassemblant les actifs illiquides, valorisés grâce à des modèles internes, elle augmente mécaniquement dans le contexte actuel de crise de liquidité. En particulier, c'est là que sont logés les actifs à problème de la crise des *subprimes*. Les dépréciations futures se feront donc principalement sur cette catégorie, en forte hausse. Pour Bear Stearns, la plus touchée par le phénomène, les actifs de niveau 3 ont augmenté de 84% en six mois, et représentent aujourd'hui 25 % des actifs.



Profits des sociétés non financières américaines : sous pression

■ Un début de saison mitigé

Au 17 avril, sur les 95 sociétés du S&P 500 ayant déjà publié leurs résultats pour le 1^{er} trimestre, 56 ont surpris positivement. Les profits affichent un recul de 12,4 % sur un an, pour le moment un mieux par rapport au trimestre précédent (*cf. graphique*).



A en juger le bas niveau actuel des PER, les actions américaines ne seraient pas chères. Sauf que les anticipations de profits futurs pèchent peut-être par optimisme. Les marchés ont été surpris des mauvais résultats de certaines multinationales qui ont fait prendre conscience que le découplage est plus un mythe qu'une réalité. Les Bourses n'auraient pas

encore complètement intégré tous les risques baissiers qui pèsent sur les profits. Un rebond anticipant les premiers effets du *stimulus* budgétaire (si il y a effets) entre mai et juillet reste probable mais sera-t-il durable, cela paraît discutable.

■ Des profits sous pression

Les profits des sociétés non financières comme financières sont sous pression : hausse des coûts de production, durcissement de l'accès au crédit et aux marchés de capitaux, détérioration des débouchés intérieurs. La bonne tenue des débouchés étrangers et la baisse du dollar servent d'amortisseur. Et heureusement, avant la crise, les profits partaient de haut, les finances des entreprises étaient saines, les rendant moins dépendantes de sources de financement externes. De plus, leurs dépenses sont restées prudentes au cours de ce cycle. N'ayant pas d'excès à purger, il est possible (mais très incertain) que les entreprises n'amplifient pas le retournement de l'activité par une vague de licenciements et des coupes sombres dans leurs budgets d'investissement. Une baisse de leurs profits et de leurs dépenses est inévitable : c'est son ampleur qui est inconnue et qui conditionne la sévérité de la récession.

	Pondération moyenne 2001-2005 *	PIB (taux annuel)			Inflation (en moyenne)			Solde public (en % du PIB)			Balance courante (en % du PIB)		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Amériques	30,6	2,6	1,8	2,3	3,1	3,7	2,9	-	-	-	-	-	-
Canada	2,1	2,5	1,7	2,2	2,1	2,1	1,9	1,3	0,7	0,6	1,1	-0,2	-0,7
États-Unis	22,7	2,2	1,4	1,9	2,9	3,5	2,4	-3,0	-4,7	-3,8	-5,3	-4,3	-4,2
Mexique	2,0	3,0	2,4	3,2	3,6	3,3	3,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,8	-0,8	-0,6
Brésil	2,9	4,7	4,0	4,3	3,9	4,4	4,3	-2,5	-2,1	-1,5	1,2	-0,4	-1,0
Argentine	0,9	6,8	3,4	3,0	8,9	12,0	13,0	1,5	1,0	1,0	2,6	2,0	2,0
Europe	27,7	3,2	2,5	2,7	3,2	3,4	2,5	-	-	-	-	-	-
hors Peco	22,4	2,7	1,8	2,0	2,0	2,7	2,0	-	-	-	-	-	-
UEM	17,2	2,6	1,6	2,0	2,1	2,8	1,9	-0,9	-1,0	-0,9	0,3	0,0	0,1
Allemagne	4,9	2,6	1,6	1,9	2,3	2,4	1,5	0,1	0,0	0,0	6,7	5,7	5,5
Autriche	0,5	3,3	2,4	2,5	2,3	2,5	1,7	-0,7	-0,7	-0,5	4,6	4,5	5,0
Belgique	0,6	2,7	1,7	2,1	1,8	3,9	1,8	-0,2	-0,4	0,0	2,6	2,9	3,1
Espagne	2,0	3,8	2,6	2,4	2,8	4,1	3,0	1,8	0,8	0,6	-10,1	-9,7	-9,1
Finlande	0,3	4,3	2,6	2,3	1,6	2,4	1,5	4,9	3,3	3,1	4,6	5,1	5,1
France	3,5	1,9	1,7	2,0	1,5	2,7	1,9	-2,7	-2,8	-2,4	-1,3	-1,9	-1,9
Grèce	0,5	3,9	3,0	3,0	3,0	3,2	3,0	-2,9	-2,4	-2,1	-12,5	-12,0	-11,0
Irlande	0,3	4,7	2,0	3,6	2,8	2,5	2,0	0,5	-0,9	-1,1	-4,5	-4,0	-4,0
Italie	3,3	1,5	0,8	1,4	1,8	2,9	2,1	-1,9	-2,9	-2,5	-2,3	-2,4	-2,2
Pays-Bas	1,0	3,5	2,6	2,4	1,6	2,1	1,8	-0,1	0,4	0,7	6,7	7,3	8,0
Portugal	0,4	1,9	1,7	1,9	2,4	2,4	2,2	-3,0	-2,9	-2,4	-8,9	-8,7	-8,5
Danemark	0,4	1,8	1,5	1,4	1,7	2,7	2,2	4,3	3,5	3,0	1,0	0,8	0,7
Norvège	0,4	6,0	3,0	2,5	1,4	2,0	2,0	17,1	16,5	16,5	17,0	16,0	15,0
Royaume-Uni	3,4	3,1	1,8	2,2	2,3	2,6	2,1	-2,7	-2,6	-2,5	-2,9	-3,1	-2,7
Suède	0,5	2,6	2,5	2,5	1,2	2,4	2,0	2,8	2,6	2,8	6,5	7,0	7,0
Suisse	0,5	3,1	2,2	1,9	0,7	1,5	1,3	1,2	1,2	1,0	13,0	12,5	12,5
Hongrie	0,3	1,3	1,5	3,0	7,0	4,5	3,5	-6,2	-5,0	-4,0	-5,6	-5,0	-5,5
Pologne	0,9	6,5	5,5	5,0	4,0	3,5	3,0	-2,7	-3,2	-3,1	-5,0	-6,0	-6,0
République tchèque	0,3	6,0	4,6	4,0	5,4	5,0	3,5	-3,4	-2,8	-2,7	-3,4	-3,5	-4,5
Russie	1,0	7,2	6,4	5,8	11,5	9,5	8,2	5,5	3,8	1,5	5,6	3,5	2,5
Asie-Pacifique	37,9	7,7	6,8	6,7	4,1	3,6	3,1	-	-	-	-	-	-
OCDE-Pacifique	10,6	2,8	2,1	2,2	0,9	1,5	1,4	-	-	-	-	-	-
Australie	1,2	3,9	3,1	2,8	2,3	3,2	2,8	1,3	1,2	1,0	-6,2	-5,9	-5,7
Corée du sud	1,8	4,7	4,5	4,0	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	0,6	-0,5	-1,0
Japon	7,4	2,1	1,4	1,7	0,0	0,8	0,7	-3,4	-3,8	-3,4	4,8	4,2	4,5
Nouvelle-Zélande	0,2	3,1	1,8	2,0	2,4	3,0	2,5	3,3	2,6	1,8	-8,0	-7,5	-7,6
Chine	15,5	11,4	10,0	9,5	6,5	4,0	3,0	-1,4	-1,5	-1,5	11,6	10,0	8,0
Hongkong	0,4	6,1	5,8	5,5	3,8	4,5	5,0	0,2	0,5	0,5	11,3	8,5	6,5
Inde	6,3	8,7	8,0	8,5	3,8	5,0	5,0	-6,6	-6,4	-6,4	-1,1	-1,5	-2,0
Taiwan	1,1	5,7	5,5	5,0	3,3	3,5	3,0	-2,5	-2,5	-2,5	7,6	5,5	4,0
Autres Asie	4,0	5,9	5,8	5,9	4,2	5,1	4,6	-	-	-	4,1	3,3	2,5
Afrique et Moyen-Orient	3,8	6,0	6,4	6,1	7,7	6,8	6,0	-	-	-	9,9	9,3	8,2
Total	100	4,9	4,1	4,2	3,7	3,7	3,0	-	-	-	1,1	0,9	0,1

* calcul sur PIB PPA (source: FMI)

Taux d'intérêt		18/04	2007					2008					2009				
			T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
États-Unis																	
	Taux objectif des Fed Funds	2,25	5,25	5,25	4,75	4,25	4,88	2,25	1,75	1,75	1,75	1,88	1,75	2,50	3,50	3,50	2,81
	Eurodollar 3 mois	2,90	5,30	5,32	5,22	4,68	5,13	2,82	1,95	1,90	1,90	2,14	1,90	2,75	3,75	3,75	3,04
	Taux 10 ans	3,77	4,71	5,10	4,63	4,07	4,63	3,46	3,70	4,15	4,15	3,87	4,20	4,30	4,35	4,60	4,36
Canada																	
	Taux cible du finan. à un jour	3,50	4,25	4,25	4,50	4,25	4,31	3,50	3,00	3,00	3,00	3,13	3,00	3,00	3,50	3,75	3,31
	Taux 3 mois	4,95	4,35	4,63	4,91	4,81	4,68	3,62	3,05	3,10	3,10	3,22	3,10	3,15	3,70	3,95	3,48
	Taux 10 ans	3,72	4,15	4,60	4,39	4,03	4,29	3,46	3,75	3,80	3,80	3,70	3,85	3,90	4,00	4,10	3,96
UEM																	
	Taux de refinancement	4,00	3,75	4,00	4,00	4,00	3,94	4,00	4,00	3,75	3,50	3,81	3,50	3,50	3,50	4,00	3,63
	Euribor 3 mois	4,78	3,92	4,18	4,79	4,68	4,39	4,73	4,50	3,95	3,70	4,22	3,70	3,70	3,80	4,30	3,88
	Taux 10 ans OAT	4,22	4,12	4,62	4,41	4,39	4,39	4,05	4,15	4,40	4,40	4,25	4,60	4,60	4,60	4,65	4,61
Royaume-Uni																	
	Taux de base	5,00	5,25	5,50	5,75	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75	4,75	4,94	4,75	4,75	4,75	5,00	4,81
	Libor 3 mois	5,88	5,58	5,98	6,25	5,95	5,94	6,01	5,35	5,00	4,95	5,33	4,95	4,95	5,10	5,25	5,06
	Taux 10 ans	4,69	5,03	5,54	5,07	4,55	5,04	4,39	4,70	4,80	5,00	4,72	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20
Suisse																	
	Taux 3 mois	2,83	2,30	2,70	2,79	2,76	2,64	2,89	2,75	2,50	2,50	2,66	2,50	2,50	2,50	3,00	2,63
	Taux 10 ans	3,05	2,63	3,09	2,97	2,99	2,92	2,83	3,20	3,20	3,20	3,11	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
Suède																	
	Taux repo	4,25	3,25	3,50	3,75	4,00	3,63	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Taux interbancaire 3 mois	4,87	3,44	3,72	4,28	4,67	4,03	4,83	4,55	4,50	4,45	4,58	4,20	4,15	4,15	4,25	4,19
	Taux 10 ans	4,10	3,92	4,47	4,31	4,34	4,26	3,95	4,20	4,30	4,30	4,19	4,50	4,50	4,50	4,60	4,53
Danemark																	
	Taux repo	4,25	4,00	4,25	4,25	4,25	4,19	4,25	4,25	4,00	3,75	4,06	3,75	3,75	3,75	4,25	3,88
	Taux interbancaire 3 mois	5,00	4,10	4,39	4,86	4,85	4,55	4,92	4,75	4,20	3,95	4,46	3,95	3,95	4,05	4,55	4,13
	Taux 10 ans	4,28	4,03	4,58	4,51	4,46	4,40	4,20	4,40	4,65	4,65	4,47	4,85	4,85	4,85	4,90	4,86
Norvège																	
	Taux d'escompte	5,25	4,00	4,50	5,00	5,25	4,69	5,25	5,50	5,50	5,50	5,44	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
	Taux interbancaire 3 mois	6,28	4,46	4,85	5,68	5,88	5,22	6,12	5,95	5,90	5,85	5,96	5,80	5,75	5,70	5,65	5,73
	Taux 10 ans	4,55	4,56	5,15	4,97	4,71	4,85	4,33	4,55	4,60	4,65	4,53	4,70	4,75	4,80	4,85	4,78
Japon																	
	Taux directeur	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,56	0,75	1,00	1,00	1,00	0,94
	Taux interbancaire 3 mois	0,84	0,66	0,73	0,85	0,86	0,78	0,84	0,85	0,85	1,05	0,90	1,10	1,25	1,20	1,25	1,20
	Taux 10 ans	1,37	1,65	1,87	1,68	1,50	1,67	1,28	1,40	1,50	1,65	1,46	1,70	1,90	2,00	2,00	1,90
Spreads benchmark 10 ans		18/04	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
Canada / USA		-0,05	-0,56	-0,49	-0,24	-0,04	-0,33	0,00	0,05	-0,35	-0,35	-0,16	-0,35	-0,40	-0,35	-0,50	-0,40
USA / OAT		-0,46	0,59	0,47	0,22	-0,32	0,24	-0,59	-0,45	-0,25	-0,25	-0,39	-0,40	-0,30	-0,25	-0,05	-0,25
UK / OAT		0,47	0,91	0,91	0,66	0,16	0,66	0,34	0,55	0,40	0,60	0,47	0,60	0,60	0,60	0,55	0,59
Suisse / OAT		-1,17	-1,49	-1,53	-1,44	-1,40	-1,47	-1,22	-0,95	-1,20	-1,20	-1,14	-1,40	-1,40	-1,40	-1,45	-1,41
Suède / OAT		-0,12	-0,20	-0,15	-0,10	-0,05	-0,13	-0,10	0,05	-0,10	-0,10	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,05	-0,09
Danemark / OAT		0,06	0,02	0,02	0,10	0,07	0,05	0,02	0,25	0,25	0,25	0,19	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Norvège / OAT		0,33	0,44	0,52	0,56	0,32	0,46	0,28	0,40	0,20	0,25	0,28	0,10	0,15	0,20	0,20	0,16
Taux de change		18/04	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
1 euro =																	
	... \$	1,59	1,33	1,35	1,42	1,46	1,39	1,58	1,60	1,52	1,45	1,54	1,40	1,35	1,32	1,30	1,34
	... ¥	163	157	166	163	163	162	158	150	149	148	151	148	146	143	143	145
	... £	0,80	0,68	0,67	0,70	0,73	0,70	0,80	0,79	0,75	0,73	0,77	0,71	0,69	0,68	0,67	0,69
	... CHF	1,60	1,62	1,65	1,65	1,66	1,64	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57
	... SEK	9,42	9,29	9,22	9,16	9,45	9,28	9,43	9,15	9,10	9,05	9,18	9,00	8,95	8,90	8,90	8,94
	... DKK	7,47	7,43	7,43	7,43	7,47	7,44	7,50	7,46	7,46	7,46	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46
	... NOK	7,93	8,12	7,97	7,74	7,91	7,94	8,07	7,90	7,80	7,75	7,88	7,70	7,65	7,60	7,55	7,63
	... PLN	3,42	3,87	3,77	3,78	3,58	3,75	3,53	3,50	3,45	3,40	3,47	3,40	3,52	3,50	3,50	3,48
1 \$ =																	
	... ¥	103	118	123	115	112	117	100	94	98	102	98	106	108	108	110	108
	... CAD	1,01	1,15	1,07	0,99	1,00	1,05	1,03	1,02	1,04	1,07	1,04	1,10	1,12	1,14	1,15	1,13
	... RMB	6,99	7,73	7,61	7,51	7,31	7,54	7,01	6,90	6,80	6,70	6,85	6,60	6,50	6,40	6,30	6,45
1 £ =																	
	... \$	1,99	1,96	2,01	2,04	1,99	2,00	1,99	2,03	2,00	1,99	2,00	1,97	1,96	1,94	1,94	1,95

Note : Tous les chiffres sont des niveaux de fin de période.

18 avr 2008

États-Unis : bilan de santé de l'économie en mars pas si négatif

- En dehors des mauvaises nouvelles côté marchés du travail et immobilier, la conjoncture en mars s'est relativement bien tenue. Les permis de construire ont accusé une baisse de 6 %, après déjà 7 % le mois précédent. Cependant, les ventes de détail et la production industrielle ont progressé un peu plus qu'attendu (de, respectivement, 0,2 et 0,3 % sur le mois). Il n'empêche que le consommateur américain est sous pression pour réduire son train de vie et que l'orientation de ses dépenses et donc de la production est à la baisse. Est-ce que cela se traduira par une contraction du PIB dès le 1^{er} trimestre ? Verdict le 30 avril avec la publication de l'estimation avancée des comptes nationaux. Compte tenu de l'information disponible, un chiffre compris entre 0 et +1 semble le plus probable, mais un chiffre négatif n'est pas non plus impossible. Quels qu'ils soient, les dés sont lancés (les principales statistiques ont été publiées) : nous tablons sur une baisse de 50 pdb des *Fed funds* à l'issue du FOMC des 29-30 avril.
- La semaine prochaine, nous tablons sur une stagnation des nouvelles commandes de biens durables, une baisse de 2-3 % des ventes de logements dans le neuf et dans l'ancien, et le maintien de la confiance à son niveau déprimé de 63,2.

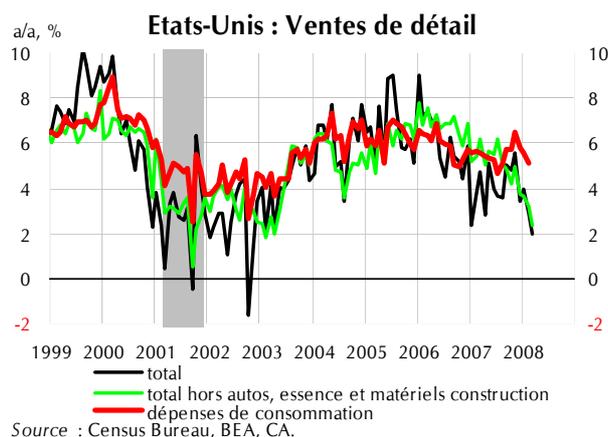
■ Ventes et production meilleures qu'attendu

Les ventes de détail ont progressé de 0,2 % en mars, soit un peu plus qu'attendu. Et la baisse enregistrée en février a été revue de -0,6 à -0,4 %. C'est plutôt une bonne surprise et les détails du chiffre ne sont pas trop mauvais non plus. Hors automobiles, les ventes ont progressé de 0,1 % et hors automobiles, essence et matériel de construction de 0,2 %. Ce chiffre est le plus pertinent pour juger de l'état de santé du consommateur américain.

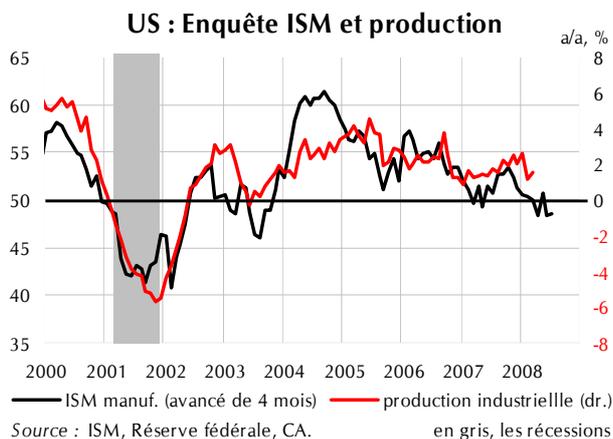
Ventes de détail & alimentation (cvs-cjo)

	janv	févr	mars			
total (m/m, %)	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,1	0,2
(a/a, %)	4,0	4,0	2,6	2,9	1,9	2,0
hors automobiles (m/m, %)	0,5	0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,1
(a/a, %)	5,3	5,2	4,4	4,5	3,4	3,3

Si celui-ci n'a pas complètement abandonné la partie à en juger les ventes de détail en mars, il reste sous pression. Hors essence, les ventes de détail n'ont pas progressé. En moyenne depuis le début de ce cycle (soit depuis novembre 2001 dernier creux d'activité, fin de la récession précédente), les ventes de détail ont progressé de 0,4 % par mois. La progression de mars, aussi positive soit-elle, est en-deçà. Et leur orientation est clairement au ralentissement (cf. graphique). Enfin, sur l'ensemble du premier trimestre, les ventes de détail n'ont pas progressé en termes nominaux.



Le risque baissier sur l'ensemble des dépenses de consommation est donc intact. Hausse des prix du pétrole et des produits alimentaires, détérioration du marché du travail et de la confiance, baisse des prix immobiliers et effet richesse négatif, durcissement des conditions d'accès au crédit se combinent pour peser sur les dépenses des ménages. Heureusement, les premiers chèques de réductions d'impôts vont arriver à partir de mai. Ce surplus de ressources sera le bienvenu. Quel pourcentage sera consommé, épargné, utilisé à des fins d'assainissement des finances, le débat reste ouvert. Nous privilégions l'hypothèse d'un rebond modéré des dépenses, bien moindre que lors des baisses d'impôts passées, du fait d'un climat peu propice à la dépense. En particulier, contrairement à 2001 ou 2003, l'économie est aujourd'hui en train d'entrer en récession et non d'en sortir comme à l'époque.



La production industrielle a également positivement surpris, avec une hausse de 0,3 % sur le mois, infirmant le risque baissier qui pesait sur la prévision d'après l'évolution récente du climat des affaires (cf. graphique). De plus, à l'exception du fort recul, sans surprise, de la production automobile (-5,4 % sur le mois et -4 % sur l'ensemble du 1^{er} trimestre), les détails du chiffre sont également rassurants. La production manufacturière (près de 80 % de l'industrie) est en hausse, certes limitée, de 0,1 % sur le mois (1,4 % sur 1 an). La production d'électricité et de gaz (poids de 10 %) a augmenté de 1,9 %, tirant

aisément vers le haut le total de la production industrielle. La production minière (poids de 11 %) a progressé de 0,9 %.

Production industrielle (cvs)

	janv	févr	mars			
prod. industrielle (m/m, %)	0,1	0,1	-0,5	-0,7	<u>0,0</u>	0,3
(a/a, %)	2,5	2,6	1,3	1,1	<u>1,2</u>	1,6
prod. manufact. (m/m, %)	0,0	0,1	-0,3	-0,5	0,1	
(a/a, %)	2,6	2,7	2,2	2,1	1,4	
hors auto. (m/m, %)	0,1	0,2	-0,2	-0,5	0,4	
(a/a, %)	2,6	2,7	2,4	2,2	2,0	
taux d'util. des capacités (%)	81,0	81,0	80,4	80,3	<u>80,3</u>	80,5

La production industrielle est bien sur la voie du ralentissement, tirée par les conditions difficiles sur le marché intérieur. Le taux d'utilisation des capacités de production se détend en conséquence mais très progressivement. Sur l'ensemble du 1^{er} trimestre, la production a baissé de 0,1 % en rythme annualisé (-0,3 % pour le seul secteur manufacturier), ce qui n'est rien comparé, par exemple, au recul de 5,5 % au 1^{er} trimestre 2001, le 1^{er} trimestre officiel de récession. **Mais à la différence de cette précédente récession, le secteur industriel profite d'un dollar faible et de ce que les racines de la crise ne sont pas industrielles mais financières.**

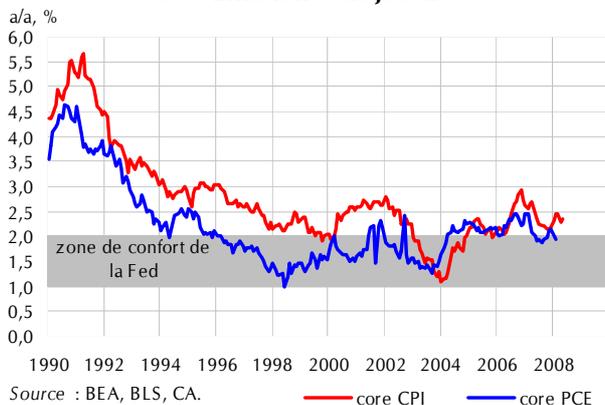
■ Inflation en ligne avec les attentes

L'inflation totale (*headline*) est ressortie à 0,3 % au mois de mars, soit 4 % en glissement annuel et l'inflation sous-jacente à 0,15 %, soit 2,4 % en glissement annuel. C'est une bonne surprise dans la mesure où il y avait plutôt un risque haussier sur la prévision. La progression de l'inflation *headline* est portée par sa composante « énergie » (+ 1,9 %, soit une contribution de 0,2 point à la hausse sur 1 mois). La composante « alimentaire » a augmenté de seulement 0,2 % (4,4 % en glissement annuel), ne contribuant quasiment pas à la hausse des prix sur le mois.

Prix à la consommation

	janv	févr	mars	
total, cvs (m/m, %)	0,4	0,0	<u>0,4</u>	0,3
ncvs (a/a, %)	4,3	4,0	<u>4,1</u>	4,0
hors al. & éner., cvs (m/m, %)	0,3	0,0	<u>0,2</u>	0,2
ncvs (a/a, %)	2,5	2,3	<u>2,4</u>	2,4

US : inflation sous-jacente



A ce stade, l'inflation sous-jacente ne donne pas de signes clairs ni de modération ni d'accélération (cf.

graphique). Cependant, mesuré en variation sur trois mois annualisée, le ralentissement est plus net, puisqu'elle est passée de 3,15 % en janvier à 2 % en mars. **Même s'ils restent élevés, de tels rythmes d'inflation ne sont pas un obstacle à la poursuite de la baisse des taux.** C'est bien sûr source d'inconfort pour la Fed. Le risque inflationniste n'est pas nul (pour preuve les tentatives de répercussion des hausses de coûts dans les prix de vente rapportées dans le *Beige book*). Mais le retournement de l'activité devrait être un puissant modérateur de toutes pressions inflationnistes résiduelles. Et l'objectif prioritaire de la Fed est bien de limiter l'ampleur et la durée de la récession. Le traitement de l'inflation viendra après, dès que l'horizon économique se sera éclairci, que le risque d'une rechute de la croissance aura été écarté.

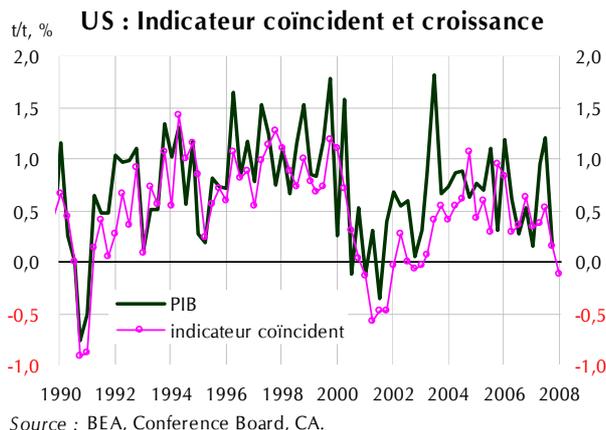
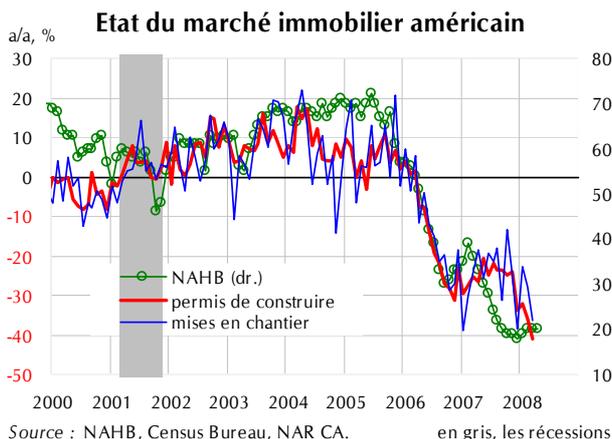
■ Immobilier : les fondations s'écroulent encore un peu plus

Les mises en chantier se sont écroulées de 11,9 % sur le mois de mars (atteignant ainsi leur plus bas niveau depuis 17 ans) et les permis de construire ont reculé de 5,8 % (après déjà 7,3 % en février). Ces chiffres sont bien plus mauvais qu'attendu. La chute de la composante logements multi-familiaux, de nature très volatile et peu pertinente pour juger de l'état du marché, est pour une part derrière ces chiffres. Cependant, les permis de construire de logements individuels ont aussi baissé de 6,2 % sur le mois, ce qui pousse à 46,4 % leur baisse sur un an et à 66,3 % leur recul total depuis leur pic en septembre 2005 (battant ainsi le précédent record historique détenu par la récession immobilière de 1978-1980). En même temps, un tel recul reste dans l'ordre des choses. **Fondamentalement, le rééquilibrage du marché immobilier résidentiel passe par une baisse de l'offre.** Or, la récession immobilière est profonde et s'éternise. Même s'il semble s'en rapprocher, le marché n'a pas encore touché le fond. Plus vite il y arrive, mieux c'est.

Mises en chantier

	janv	févr	mars			
permis de construire	1 061	984	<u>965</u>	927		
mises en chantier	<u>1 074</u>	1 083	<u>1 065</u>	1 075	<u>1 040</u>	947
Midwest	159	157	159	154	121	
Nord-Est	141	148	102	106	97	
Sud	534	537	555	571	499	
Ouest	237	241	249	244	230	

Sur l'ensemble du 1^{er} trimestre, les permis de construire ont baissé de 13 % en rythme *non* annualisé et de 36 % en variation sur un an, faisant peser un risque baissier sur notre prévision d'un recul de 27 % (en rythme trimestriel annualisé) de l'investissement résidentiel (-21 % en glissement annuel). Cependant, cette prévision est en ligne avec l'évolution des dépenses de construction. Ce serait le 3^{ème} trimestre de suite avec un recul trimestriel annualisé supérieur à 20 % et le 9^{ème} trimestre de baisse consécutive de l'investissement résidentiel (et ce ne serait pas le dernier) : du jamais vu.



À retenir aussi cette semaine

Beige book : affaiblissement quasi-généralisé de l'activité

Le *Beige book* paru le 16 avril, et qui servira de document de travail pour le FOMC des 29-30, rapporte que, sur la base des informations disponibles au 7 avril, l'activité a ralenti dans 9 des 12 districts depuis le rapport du 5 mars. **Le ralentissement s'étend à l'ensemble du territoire et des secteurs d'activité, hors tourisme, agriculture et industrie pétro-chimique qui profitent de la faiblesse du dollar, de la demande de matières premières et de la hausse des prix correspondants.** Le rapport ne parle pas (encore) de contraction ni de récession de l'économie. L'activité dans le secteur manufacturier est portée par une forte demande pour les équipements aéronautiques et militaires. De nombreux districts font mention de la robustesse des exportations. Cependant, l'incertitude entourant les perspectives générales de croissance se répercute sur une vision mitigée des perspectives du secteur manufacturier. La consommation des ménages ralentit partout (certains districts faisant état d'un recul des ventes de détail et/ou automobiles sur un an). Les marchés immobiliers résidentiels sont anémiques, mais ne montrent pas de signes de détérioration supplémentaire. L'immobilier commercial ralentit. De nombreux districts font mention d'une certaine décélération de la demande de crédit à la consommation mais de signes de stabilisation côté crédit à l'habitat. La mention d'un durcissement des critères de prêts est généralisée, en particulier sur l'immobilier résidentiel et commercial. Les marchés du travail continuent de se détendre, avec toujours de ci de là un manque de main d'œuvre qualifiée (associé dans ce cas à des pressions salariales). Les hausses de coûts induites du prix élevé des matières premières mettent sous pression les marges des entreprises. **Ce *Beige book* et l'ensemble des indicateurs publiés confortent notre anticipation d'une baisse de 50 pnb des *Fed funds* (à 1,75 %) à l'issue du FOMC des 29-30 avril.** Notre hypothèse centrale est que la Fed s'arrêterait là, le stimulus budgétaire lui donnant à partir de mai du répit et du temps pour évaluer l'effet des baisses de taux passées.

Indicateur avancé (cvs)

	janv	févr	mars
m/m, %	-0,4	-0,4	0,1
a/a, %	-1,8	-1,7	-2,0

L'indicateur composite avancé du *Conference Board* a progressé de 0,1 % en mars, soit la 1^{ère} hausse en six mois. Son évolution récente tend à confirmer le diagnostic d'une récession pour le moment d'une ampleur limitée. Sur l'ensemble du 1^{er} trimestre, l'indicateur coïncident (combinant emploi salarié non agricole, production industrielle, revenu des ménages et ventes) a reculé de 0,1 % en rythme trimestriel, confirmant selon ce seul critère la récession. En revanche, cela ne garantit pas à 100 % une croissance du PIB également négative, le passage d'un indicateur à l'autre n'étant pas parfait (cf. graphique). Verdict le 30 avril avec la publication de l'estimation avancée des comptes nationaux du 1^{er} trimestre. Notre prévision actuelle est d'un taux de croissance de +0,1 % en rythme trimestriel annualisé.

À venir...

mardi 22 avril, 10:00 (ET)

Ventes de logements anciens (cvs)

	janv	févr	mars
millions d'unités (taux annuel)	4,89	5,03	4,90
(m/m, %)	-0,4	2,9	-2,6
(a/a, %)	-23,4	-23,8	-19,8

Nous tablons sur une baisse de 2,6 % des ventes de logements dans l'ancien, corrigeant pour partie la progression surprise du mois précédent. Un recul plus prononcé est possible compte tenu de l'évolution récente de l'indice des promesses de vente. Le rééquilibrage du marché immobilier passe par une réduction de l'offre de logements et des stocks d'inventés et idéalement aussi par une augmentation de la demande. L'amélioration mécanique des conditions d'accès à la propriété (via la baisse des prix et des taux) met en place les conditions d'un tel redémarrage. Mais l'environnement économique-financier actuel n'est pas propice à une reprise imminente. Une simple stabilisation de la demande est de l'ordre du possible et serait déjà une bonne nouvelle.

jeudi 24 avril, 08:30 (ET)

Commandes de biens durables (cvs)

	janv	févr	mars
commandes (m/m, %)	-4,4	-1,1	0,0
(a/a, %)	4,7	3,0	-2,0

Les nouvelles commandes de biens durables devraient stagner en mars, contribuant à un recul de 2 % en glissement annuel, en ligne avec l'évolution récente de la composante « nouvelles commandes » de l'enquête ISM auprès du secteur manufacturier.

jeudi 24 avril, 10:00 (ET)

Ventes de logements neufs (cvs)

	janv	févr	mars
milliers d'unités	601	590	578
(m/m, %)	-1,6	-1,8	-2,0
(a/a, %)	-32,5	-29,8	-30,4

Nous anticipons une baisse de 2 % des ventes de logements neufs sur le mois de mars, portant à -30,4 % leur recul sur un an. Comme pour le marché de l'ancien, cette prévision est assortie d'un risque baissier (justifié par l'état du marché, de l'économie et de la finance).

vendredi 25 avril, 10:00 (ET)

Indice de confiance de l'Université du Michigan

	févr	mars	avr
préliminaire	69,6	70,5	63,2
final	70,8	69,5	63,2
situation actuelle	83,8	84,2	78,4
attentes du consommateur	62,4	60,1	53,4

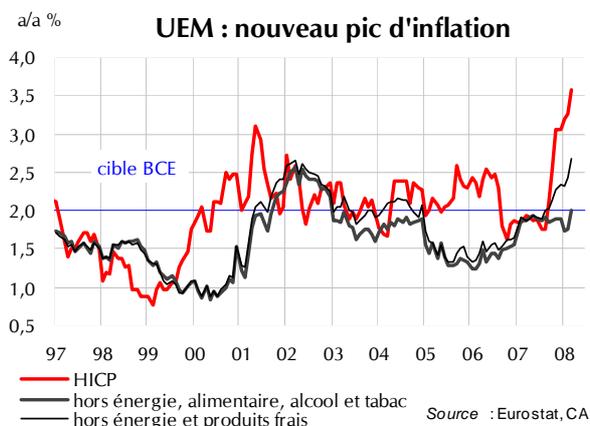
L'estimation finale de la confiance des ménages selon l'enquête de l'Université du Michigan devrait confirmer le chiffre préliminaire, celui-ci étant tombé déjà bien bas (sous l'effet de la hausse des prix des matières premières, de la baisse des prix d'actifs et de l'emploi) La chute de la confiance des ménages depuis début 2007 entraîne inexorablement vers le bas leur consommation. Il faut espérer que les réductions d'impôt mettront un terme à cette glissade.

UEM : flambée des prix en mars

- L'inflation des prix à la consommation en zone euro au mois de mars a été révisée à la hausse à 3,6 % en glissement annuel (contre 3,5 % en première estimation).
- L'accélération de l'inflation depuis un an s'explique dans tous les pays de la zone euro par des chocs communs (pétrole et matières premières agricoles), mais les modes de transmission sont différents.
- En France, au-delà des effets négatifs « classiques » sur la croissance (contraction des marges des entreprises, moindre compétitivité, érosion du pouvoir d'achat des ménages), l'accélération de l'inflation a deux conséquences spécifiques : une revalorisation du SMIC et une possible remontée du taux du livret A.

■ Flambée des prix en mars en zone euro

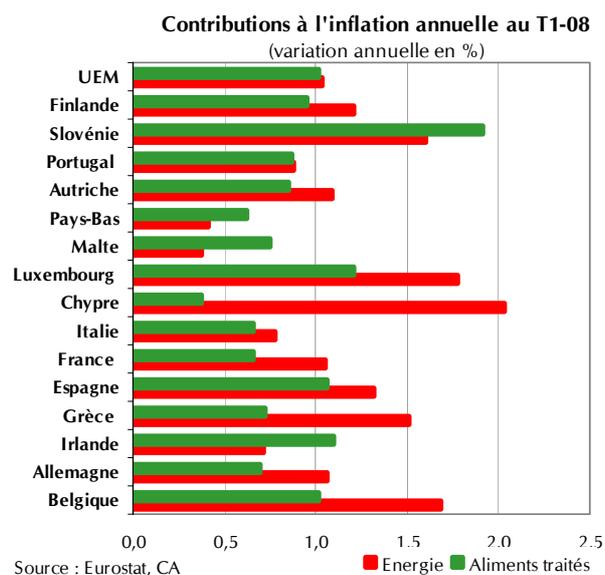
L'inflation des prix à la consommation en zone euro pour le mois de mars a été révisée à la hausse à 3,6 % en glissement annuel (contre 3,5 % en première estimation), soit son plus haut niveau depuis 1993. Au mois le mois, l'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 1,0 % m/m. Comme les mois précédents, l'accélération de l'inflation résulte en grande partie de la poursuite de la hausse des prix de l'énergie (+11,2 % en g.a.), sous l'effet de la flambée des cours du pétrole (+42 % en g.a. en euros). Les prix alimentaires sont restés dynamiques (+6,2 % en g.a.). Les autres composantes de l'indice ont également accéléré. L'inflation sous-jacente (expurgée de ces composantes volatiles) a ainsi progressé de 0,2 à 0,3 point selon l'indice retenu, à 2 % (hors énergie, alimentaire, alcool et tabac) et 2,7 % (hors énergie et produits frais).



■ Des chocs communs à tous les pays, mais des modes de transmission différents

L'accélération de l'inflation depuis le second semestre 2007 s'explique dans tous les pays par la hausse des prix de l'énergie et des prix alimentaires (en particulier hors produits frais), en lien avec la

flambée des cours du pétrole et des matières premières agricoles. Mais la transmission de ces chocs communs est différente selon les pays. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, on constate par exemple qu'au premier trimestre 2008, la contribution du poste énergie à l'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) a été plus forte à Chypre, au Luxembourg, en Belgique et en Slovénie. En France, cette contribution est restée relativement modérée, autour de la moyenne de la zone euro.



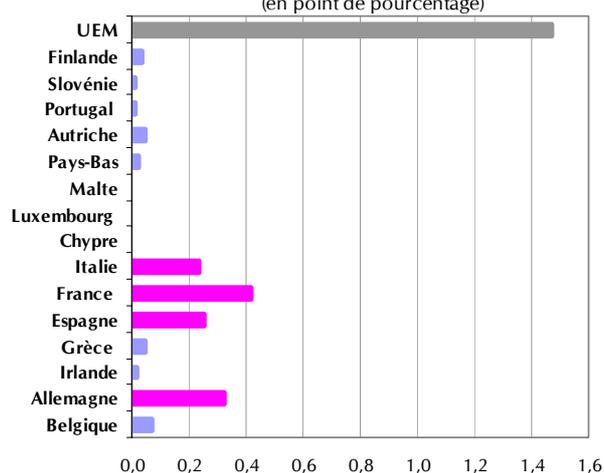
La différence de transmission de la hausse du prix du pétrole dans les différents pays de la zone euro tient à plusieurs facteurs. Elle résulte d'abord d'une différence de pondération du poste énergie dans l'IPCH de chacun des pays. Par exemple en Allemagne, à Chypre et au Luxembourg, le poids de ce poste dans les IPCH nationaux excède d'environ 1,5 point celui de la moyenne de la zone euro (9,6 %). En France, le poids de ce poste est inférieur à la moyenne, de l'ordre de 0,8 point. De plus, d'autres facteurs, tels que le niveau de concurrence sur le marché de l'énergie ou l'existence de prix administrés (exemple le gaz et l'électricité en France) peuvent contribuer à limiter l'inflation énergétique.

Par ailleurs, la contribution du poste alimentation à l'inflation totale diffère également selon les pays. Comme pour l'énergie, ceci tient au poids de ce poste dans les IPCH nationaux. Le degré de concurrence sur le marché de la grande distribution est également un élément important. Le rebond de l'inflation alimentaire en France et en Belgique est par exemple mis sur le compte de l'insuffisance de la concurrence dans la grande distribution.

Enfin, si on a pu enregistrer de fortes variations de l'inflation dans certains pays, notamment les nouveaux membres de la zone euro (+3,9 points en

Slovénie, +3,2 points à Malte et +3,1 points à Chypre entre le T1 2008 et le T1 2007), le mouvement de l'indice global est le fait essentiellement des grands pays. Sur les 1,5 points d'inflation annuelle en plus entre le premier trimestre 2007 et le premier trimestre 2008, 1,2 points viennent de la France (0,42 point), l'Allemagne (0,32 point), l'Espagne (0,25 point) et l'Italie (0,23 point).

Contributions de chaque pays à la variation de l'inflation annuelle entre le T1-07 et le T1-08 (en point de pourcentage)



Source : Eurostat, CA

■ Conséquences attendues pour la France

Au-delà des effets négatifs « classiques » sur la croissance de la forte hausse des prix (contraction des marges des entreprises, moindre compétitivité, érosion du pouvoir d'achat des ménages), il faut noter deux conséquences spécifiques à la France.

D'abord, une revalorisation du SMIC. En général, le SMIC est accru tous les ans au 1^{er} juillet. Sa revalorisation est égale à la hausse annuelle (au mois de mai) des prix à la consommation (hors tabac) des ménages urbains dont le chef est ouvrier ou employé, augmentée de la moitié de la hausse annuelle (au mois de mars) de l'évolution du pouvoir d'achat du taux de salaire horaire de base ouvrier. Ainsi en juillet 2007, avec une progression annuelle des prix de 1,2 % en mai 2007 et une hausse du pouvoir d'achat du salaire horaire de 1,6 %, le SMIC a été accru de 2,1 %, pour atteindre (en brut) 1280 euros par mois.

Le SMIC peut par ailleurs bénéficier d'un coup de pouce. Mais il existe une autre clause de revalorisation. Si en cours d'année l'indice des prix progresse d'au moins 2 % par rapport à l'indice utilisé lors de la précédente revalorisation (donc actuellement l'indice de mai 2007), le SMIC est relevé dans la même proportion. Or, entre mai 2007 et mars 2008, les prix se sont accrus de 2,3 %. Le SMIC va donc être relevé d'autant au 1^{er} mai, et atteindre 1309 euros par mois. Une autre revalorisation interviendra au 1^{er} juillet prochain. Tout ceci va limiter l'érosion du pouvoir d'achat pour les quelques deux millions de salariés au SMIC, mais

risque de relancer les débats sur le niveau du salaire minimum : est-il trop élevé compte tenu de l'intensité de la concurrence mondiale et de la faiblesse relative de la compétitivité française ? Au vu des données Eurostat, le salaire minimum français est effectivement un des plus élevés en Europe, mais son niveau est comparable à ceux du Royaume-Uni, de la Belgique et des Pays-Bas.

Ensuite, une possible remontée du taux de rémunération du livret A.

Rappelons que la formule fixant la rémunération du livret A a été modifiée en janvier 2008. Ce taux est désormais égal au chiffre le plus élevé entre :

- 1/2 (1/2(taux Eonia + taux Euribor 3 mois) + taux d'inflation sur 12 mois)
- taux d'inflation sur 12 mois + 0,25

Le calcul est opéré le 15 janvier et le 15 juillet en prenant en compte les valeurs de décembre et de juin pour les taux Eonia et Euribor et le taux d'inflation. **En janvier 2008, le taux a ainsi été relevé de 3 à 3,50 %. En juillet 2008, il devrait être à nouveau remonté, à 3,75 %.** D'un côté, le taux d'inflation va rester très élevé et atteindrait 3,2 % en juin, du fait des tensions persistantes sur les prix alimentaires et énergétiques. De l'autre, la BCE ne devrait pas baisser ses taux avant le second semestre, et les tensions sur les marchés interbancaires risquent de persister au cours des prochains mois. Les taux Eonia et Euribor 3 mois sont ainsi estimés à 4,07 et 4,50 % en juin. Ceci conduirait à un taux livret A théorique de 3,72 %, arrondi à 3,75 %.

■ À retenir aussi cette semaine...

Allemagne- enquête ZEW

	Feb	Mar	Apr
anticipations	-39.5	-32.0	29.0 -40.7
affaires en cours	33.7	32.1	34.0 33.2

Contrairement aux attentes, le moral des investisseurs et analystes interrogés sur la santé de l'économie allemande s'est détérioré en avril. L'inflation est citée comme un facteur d'inquiétude et le modeste rebond des marchés actions et du crédit n'aura donc pas suffi à soutenir les anticipations. Celles-ci reculent à -40,7, non loin de leur point bas sur 15 ans et plus de 60 points sous leur moyenne de long terme. Si cette composante semble décorrélée de l'activité depuis plus d'un an, **un indice ZEW composite, qui prend également en compte le jugement sur la situation courante, reste en ligne avec le ralentissement de la croissance** que nous anticipons pour cette année (1,6% attendus en 2008).

■ À suivre la semaine prochaine...

UEM - enquête dans l'industrie PMI

	févr	mars	avr
indice PMI	52,3	52,0	<u>51,8</u>

UEM - enquête dans les services PMI

	févr	mars	avr
indice PMI	52,3	51,7	<u>51,8</u>

Allemagne - enquête Ifo dans l'industrie

	févr	mars	avr
indice Ifo	104,1	104,8	<u>105,0</u>
situation actuelle	110,3	111,5	<u>111,8</u>
situation future	98,2	98,4	<u>98,2</u>

Royaume-Uni : des effets de second tour toujours inexistants

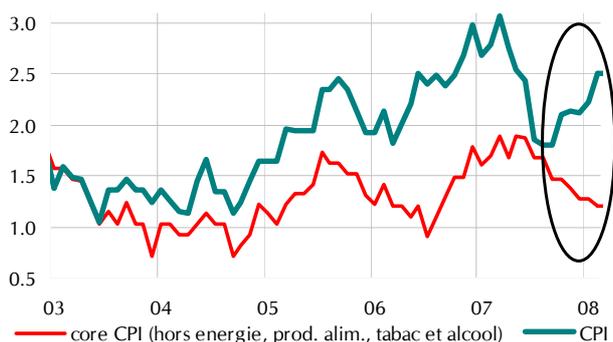
- Les prix à la production (PPI) ont encore accéléré en mars et atteignent désormais des niveaux record en raison de l'envolée actuelle des prix des matières premières.
- Dans le même temps, l'inflation est restée stable à 2,5 % a/a. Elle dépasse néanmoins la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre (BoE) pour le sixième mois consécutif et devrait accélérer à nouveau lors des prochains mois et dépasser la barre des 3 % cet été.
- En revanche, les dernières données d'inflation sous-jacente et de salaires publiées cette semaine plaident pour une absence d'effets de second tour, ce qui devrait être de nature à rassurer la BoE.

■ Des pressions inflationnistes toujours plus fortes

Selon les chiffres publiés par l'ONS lundi dernier, les PPI ont vu leur croissance, déjà forte depuis le début de l'année 2007, exploser en mars. Les prix des *inputs* ont ainsi crû de 20,4 % sur un an (soit leur hausse la plus élevée depuis la création de l'indice en 1986), tandis que la progression du prix des *outputs* a atteint 6,2 % a/a (soit leur hausse la plus élevée depuis 1991). Le différentiel entre ces deux taux de croissance montre cependant que les entreprises tentent pour l'instant de ne pas répercuter les hausses de coûts subies sur leurs prix de vente et qu'elles préfèrent prélever sur leurs marges. Si la bonne santé actuelle des entreprises britanniques rend possible un tel choix, une poursuite plus longue que prévue de l'envolée des prix pourrait le remettre en question et venir peser sur les prix de vente dans les mois qui viennent.

a/a, %

R-U : inflation



Source : ONS, CA.

En outre, l'augmentation actuelle des prix de gros du gaz fait elle aussi peser un risque sur l'indice de prix à la consommation. Leur multiplication par deux entre le milieu et la fin de l'année 2007 a déjà poussé les distributeurs de gaz à augmenter leur prix de 15 % en début d'année, contribuant directement à une hausse de 0,4 point de l'inflation totale. La nouvelle hausse de plus de 30 % des prix de gros depuis le début de l'année devrait encourager les distributeurs à procéder à une nouvelle hausse d'environ 10 %,

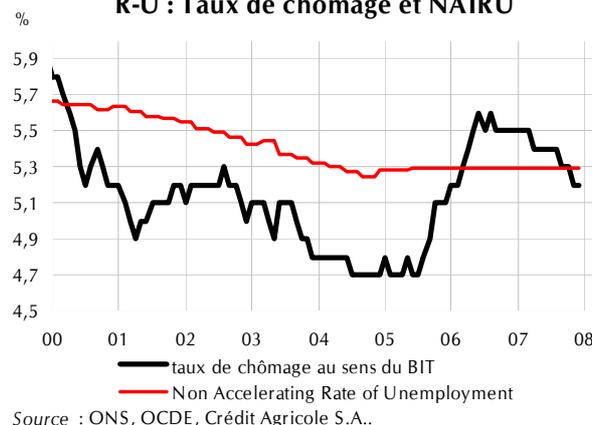
poussant ainsi l'inflation un peu plus vers les 3%.

La stabilisation de l'inflation à 2,5 % en mars (due en grande partie aux baisses de prix consenties dans les secteurs de l'ameublement et l'équipement de maison, liées à la dégradation du secteur immobilier) devrait donc être de courte durée. Dans un discours prononcé cette semaine, Charles Bean, l'économiste en chef et membre du comité de politique monétaire de la BoE, a d'ailleurs confirmé que l'inflation devrait dépasser la barre des 3 % a/a dans la deuxième moitié de l'année.

■ Quelques raisons de se réjouir à la BoE

Malgré la récente accélération de l'inflation totale, les effets de second tour semblent toujours inexistants. Ainsi, l'inflation sous-jacente poursuit son processus de modération amorcé en juin 2007 et se situe désormais à seulement 1,2 % en mars (cf. graphique). Quant aux salaires, malgré un taux de chômage qui est repassé sous le niveau compatible avec une inflation stable (cf. graphique infra), leur progression (4 % a/a en février) est certes en hausse, mais elle se situe toujours sous la barre des 4,5 % considérée comme inquiétante par la BoE.

R-U : Taux de chômage et NAIRU



■ Mauvaises nouvelles dans l'immobilier

La publication des résultats de l'enquête RICS de mars a amplifié le débat sur la situation immobilière. En atteignant -78,5, l'enquête se situe bien en-deçà du point bas atteint pendant la récession immobilière des années 1990 et se situe désormais à son plus bas niveau depuis la création de l'enquête en 1978. La baisse de l'indice de prix Halifax est déjà de 4 % depuis le pic d'août dernier, mais l'enquête RICS plaide pour une poursuite de ce mouvement. Si une correction semble assurée, c'est son impact sur la consommation des ménages qui fait désormais débat. En effet, Charles Bean a assuré cette semaine ne pas être particulièrement inquiet des effets potentiels d'une baisse du prix des logements sur la consommation. Il est en revanche bien plus préoccupé par les tensions actuelles sur les marchés monétaires et par leurs implications potentielles sur les conditions d'accès au crédit aux ménages et sur l'impact sur leurs dépenses.

L'actualité de la semaine dans les pays émergents

Au Moyen-Orient, les questions monétaires dominent l'actualité.

A **Oman**, la Banque centrale se dit prête à rendre l'offre de crédits bancaires encore plus contraignante, alors que l'inflation atteint 11,1 % en février. En décembre déjà, le taux de réserve obligatoire passait de 3 à 5 %. La Banque centrale dit observer attentivement la liquidité dans le pays (la masse monétaire a crû de 40,5 % en février en rythme annuel), un record depuis quatre ans. Elle demande aussi au gouvernement de limiter ses dépenses, particulièrement celles liées à des « gros projets ». La Banque centrale insiste aussi sur le fait que les omanais devraient épargner plus, pour consommer et dépenser moins.

En passant au-dessus des 10 % - et en doublant en huit mois - Oman rejoint les E.A.U et le Qatar dans la liste des pays du G.C.C les plus affectés par l'inflation. L'inflation sur les produits alimentaires est la plus forte : +19,6 % en février (dont céréales +32,7 %, et loyers +14,1 %) après +17 % en janvier. La Banque centrale réaffirme néanmoins son attachement du peg au dollar. Les investisseurs eux parient sur une appréciation de 2,6 % en douze mois du Rial omanais.

Aux **E.A.U**, un comité chargé d'étudier la question d'une réforme monétaire (sortie du peg, réévaluation, etc.) a suggéré de conserver le peg au dollar en l'état. Les E.A.U ont officiellement accepté cette recommandation. Les investisseurs anticipent une hausse de 2,2 % du dirham cette année, avec une probabilité chiffrée par HSBC à 60 %. Mais la plupart des pays du G.C.C ont affirmé fermement qu'ils ne quitteraient pas le peg, ni ne réévalueraient avant 2010, date officielle de leur union monétaire. Or cet objectif paraît irréaliste, alors que le Koweït a quitté le peg, qu'Oman refuse cette date, et que l'inflation atteint des records dans toute la région. Les différentes déclarations visent, en grande partie, à combattre la spéculation (à la hausse) sur les devises du G.C.C. Une réunion exceptionnelle, et particulièrement attendue donc, doit avoir lieu en juin sur le sujet de l'union monétaire.

En **Egypte**, face à la hausse de l'inflation (+14,4 % a/a en mars) et des récentes « émeutes de la faim », le gouvernement égyptien freine ses réformes. Les subventions à l'économie, véritable gouffre financier de 8,8 Mds USD devaient disparaître graduellement. Le gouvernement égyptien a néanmoins décidé d'en accroître le montant cette année, signalant ainsi qu'il entend freiner les réformes fiscales entamées en 2004, au moins en partie. Ces réformes ne touchent pas encore la majeure partie de la population (40 % de la population gagne moins de 2 dollars/jour). Celle-ci souffre de la hausse générale des prix, poussée par les cours internationaux des matières

premières et des céréales, et au niveau intérieur par la forte croissance économique (7,1 % en 2007) qui s'accompagne de goulots d'étranglement dans divers secteurs de l'économie. Le gouvernement a aussi indiqué qu'il envisageait une hausse des salaires des fonctionnaires et des pensions de retraite. Par ailleurs, les exportations de riz sont suspendues.

L'**Iran** a découvert un gisement de gaz dont les réserves estimées seraient de 985 Mds M³ et dont 739 seraient récupérables. La production envisagée par le gouvernement serait de 150 M M³/jour, elle dépendra de la construction de trois puits d'exploitation. L'Iran possède la deuxième réserve mondiale de gaz après la Russie, mais les sanctions économiques l'empêchent d'accéder aux technologies permettant d'exploiter le gaz naturel liquéfié (LNG) et d'accroître significativement sa production.

En Asie, l'actualité, cette semaine, est essentiellement économique.

En **Chine**, le PIB a progressé de 10,6 % a/a au 1^{er} trimestre 2008, moins que le trimestre précédent (+11,2 %). Cette décélération est due à un ralentissement des exportations et à l'impact du mauvais temps au début de l'année. L'inflation enregistre également un léger freinage à 8,3 % a/a en mars, contre 8,7 % a/a le mois précédent mais se maintient toujours à un niveau élevé. Les biens alimentaires qui représentent 30 % du panier du consommateur ont vu leurs prix augmenter de 21 % au premier trimestre. Dans la logique de sa poursuite d'une politique monétaire restrictive, la Banque centrale a procédé, pour la troisième fois depuis le début de l'année, à une augmentation du taux de réserves obligatoires de 50 pdb à 16 %.

En **Inde**, l'inflation, mesurée par l'évolution des prix de ventes en gros, affiche un recul marginal à 7,14 % sur la semaine du 31 mars au 5 avril, par rapport à 7,41 % la semaine précédente. Les premières prévisions sur la mousson s'annoncent favorables et pourraient contribuer à modérer les pressions inflationnistes grâce à une production accrue des biens alimentaires.

En Amérique latine, l'annonce de la découverte au **Brésil** d'un gisement de pétrole *off-shore* d'une richesse extraordinaire, va permettre au Brésil de se donner les moyens d'un développement supplémentaire.

Prochains indicateurs à suivre – semaine du 21 au 28 avril 2008

Lundi 21	Mardi 22	Mercredi 23	Jeudi 24	Vendredi 25
	<hr/> <p>Canada mars avr</p> <p>15:00 réunion du Conseil de la BdC 3,50% <u>3%</u></p>	<p>France févr mars</p> <p>08:50 conso. Prod. manufacturés, m/m 1,2 <u>-0,4</u></p> <p>France mars avr</p> <p>09:00 PMI - industrie 51,9 <u>51,2</u></p> <p>09:00 PMI - services 57,3 <u>56,9</u></p> <p>Royaume-Uni</p> <p>10:30 BBA UK mortgage lending figures</p> <p>10:30 minutes du CPM d'avril</p> <p>UEM janv févr</p> <p>11:00 nouvelles cdes (m/m, %) 2,3 <u>0,4</u></p> <hr/>	<p>France mars avr</p> <p>08:45 enquête dans l'industrie 109,0 <u>108,0</u></p> <p>Allemagne mars avr</p> <p>10:00 indice Ifo 104,8 <u>105,0</u></p> <p>Royaume-Uni févr mars</p> <p>10:30 ventes de détail, m/m 1,0 <u>-0,4</u></p> <p>Royaume-Uni</p> <p>11:00 enquête trim. CBI indus. : climat</p> <hr/> <p>Etats-Unis févr mars</p> <p>14:30 cdes de biens durables, m/m -1,1 <u>0,0</u></p> <p>Etats-Unis févr mars</p> <p>16:00 ventes de logements neufs, '000 590 <u>578</u></p> <p>16:00 help-wanted index 21 <u>20</u></p>	<p>Allemagne févr mars</p> <p>08:00 prix à l'importation, m/m 1,1 ---</p> <p>Royaume-Uni 07 T4 08 T1</p> <p>10:30 PIB, chiffre préliminaire, t/t 0,6 <u>0,3</u></p> <p>UEM févr mars</p> <p>11:00 M3, a/a 11,3 <u>10,5</u></p> <hr/> <p>Etats-Unis mars avr</p> <p>16:00 confiance consommateurs (Univ. Michigan) 69,5 <u>63,2</u></p>

Source : Datastream, Prévisions des économistes de Crédit Agricole S.A.

Direction des études économiques de 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.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

14

Cette publication reflète l'opinion du Crédit Agricole 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 ou de l'une de ses filiales. Le Crédit Agricole 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. Le Crédit Agricole ne saurait donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.