Perspectives Hebdo
Direction des Études Économiques

N°42/07 - Du 19 au 23 novembre 2007

L'actualité de la semaine

■ **Marchés :** Les mêmes causes produisant les mêmes effets, les craintes des investisseurs sur le marché du crédit continuent d'impacter l'ensemble des prix d'actifs. Dans le radar cette semaine, les CDS et les *swap spreads*, deux mesures du risque perçu. Les marchés obligataires restent soutenus par la demande d'actifs sans risque. **En conséquence, les taux longs s'établissent désormais à 4 % environ des deux côtés de l'Atlantique, et leur normalisation pourrait bien être décalée dans le temps.** Les indices boursiers affichent des pertes importantes sur la semaine écoulée, toujours plombés par les valeurs financières. Enfin, **la faiblesse généralisée du dollar s'accentue**, le billet vert cassant de nouveaux records à la baisse contre plusieurs devises (1,48 contre euro et 108 contre le yen). **On observe également depuis le début de la semaine un regain de tensions sur les marchés monétaires**. Ceci oblige les banques centrales à être de nouveau très actives pour parer le manque de liquidité. La situation ne devrait pas se détendre avant la fin de l'année, vu notamment le flot d'ABCP arrivant à maturité sur cette période.

■ **Etats-Unis :** Le marché immobilier résidentiel continue d'apporter son lot de mauvaises nouvelles. Le moral des constructeurs reste à un point bas. Les mises en chantier et les permis de construire de logements individuels ont reculé de 8 % sur le mois. Parmi les autres statistiques publiées cette semaine, on retiendra la baisse de 0,5 % de l'indicateur composite avancé du *Conference Board*. **Le recul de cet indicateur n'est pas encore suffisamment important pour être inquiétant. Mais il annonce une croissance faible.** Les minutes du FOMC des 30-31 octobre ont livré leur verdict : le vote en faveur de la baisse de 25 points de base des taux directeurs aurait été serré. La Fed nous a livré en même temps son nouveau jeu de prévisions à l'horizon 2010. Pour 2008, elle attend une croissance comprise entre 1,8 et 2,5 % en glissement annuel sur la base d'une politique monétaire « appropriée ». Notre propre scénario table sur le bas de cette fourchette en comptant sur une poursuite du relâchement monétaire.

■ **UEM :** La publication des comptes allemands est venue confirmer le rebond de la croissance au T3, sans pour autant rassurer sur sa dynamique de long terme : l'investissement ralentit plus rapidement que prévu et la consommation progresse toujours à un rythme modéré. **Le ralentissement de la croissance amorcé en zone euro devrait donc se poursuivre, la relative faiblesse de la demande interne ne permettant pas de compenser la décélération de la demande extérieure.** A ce titre, l'estimation *flash* des indices PMI pour la zone euro en novembre pointe un léger rebond dans le secteur manufacturier, mais la correction de l'indice composite se poursuit, suggérant que **la croissance au T4 sera nettement plus faible qu'au T3** (+0,7 % t/t). En conséquence, les enquêtes de confiance publiées la semaine prochaine (INSEE, IFO) devraient ressortir en léger repli. Enfin, **l'inflation en zone euro pourrait accélérer à nouveau en novembre à 2,7 %**, les effets de base étant toujours défavorables à court terme.

■ **Royaume-Uni : La publication du détail des chiffres du PIB pour le T3 a été l'occasion d'une légère révision à la baisse de la croissance. Alors que l'estimation préliminaire était ressortie à +0,8 % t/t, la croissance du T3 a finalement été un peu moins robuste que prévu initialement (+0,7 %).** Si certains signes montrent que le ralentissement de l'économie britannique attendu par la BoE prend enfin forme, celle-ci devrait néanmoins attendre le début de l'année prochaine et des preuves plus tangibles avant d'entamer son cycle de baisse de taux.

2 INDICATEURS DE MARCHES
- æ Baisse du dollar et Golfe
- æ Marchés monétaires – Taux longs – Etats-Unis

5 SCENARIO ECONOMIQUE & FINANCIER

7 AMERIQUES
- æ États-Unis : la Fed, la croissance et les marchés

10 EUROPE
- æ UEM : retour sur le risque inflationniste
- æ Royaume-Uni : la croissance entame son ralentissement

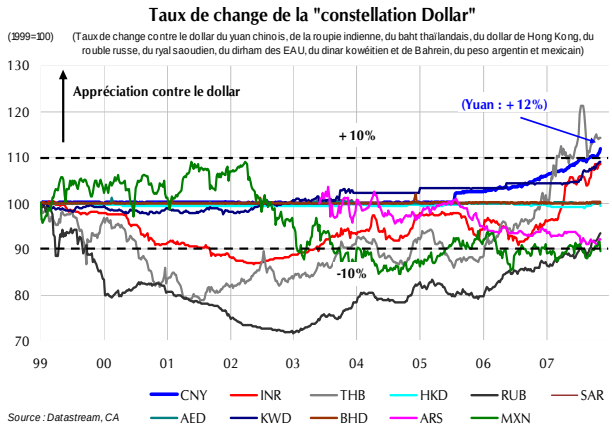
13 PAYS EMERGENTS

14 PROCHAINES STATISTIQUES ECONOMIQUES

Jean-Paul BETBEZE
01 43 23 45 12
jean-paul.betbeze@credit-agricole-sa.fr

Baisse du dollar et Golfe

La constellation dollar est en voie « d'explosion », en fait de désagrégation, avec en son sein le dollar d'Amérique latine (appelé à durer), le dollar d'Asie (qui a déjà commencé sa baisse) et celui de l'énergie (qui va commencer la sienne).



■ **Côté Golfe (Emirats Arabes Unis et Arabie Saoudite[1]) la pression monte pour un *depegging* (détachement) des monnaies nationales par rapport au dollar. Les autorités de ces pays s'inquiètent en effet de la baisse du dollar. Elle implique, pour elles, moins de revenus pour leurs exportations de pétrole et une constante dépréciation de leurs réserves financières, essentiellement libellées en dollars.**

Les pays du Golfe se trouvent en effet dans une situation spécifique, puisque la source de leurs réserves… vient de celles du pétrole. L'idée première était, à la fois, de créer un fonds de stabilisation, pour maximiser la rente pétrolière sur moyenne période, au-delà des changements de prix. Mais tel n'est plus le cas, tant la demande des pays émergents est appelée à croître. L'idée seconde était de créer un fonds pour les générations futures, au moment où les gisements seraient épuisés, ou trop chers à exploiter. Mais, encore une fois, la demande des pays émergents est telle qu'elle change les données du problème : les quantités à extraire seront plus fortes, les prix plus élevés, les ressources du fonds supérieures aux prévisions, et le volume des réserves peut augmenter, avec les progrès techniques[2]. Dans un tel contexte, la voie rationnelle pour les fonds souverains est d'investir en interne pour produire davantage et pour remonter la chaîne de production à composante énergétique (produits raffinés, électricité, aluminium…), parallèlement à des acquisitions financières externes. L'idée est donc la combinaison d'une économie pétrolière plus forte et intégrée, avec une économie plus extériorisée.
Sachant que la pression croît pour un *depegage* des monnaies du golfe, il faut donc le conditionner à des investissements accrus destinés à produire plus de pétrole. Le risque mortel pour la croissance mondiale est en effet la séquence : *dépégage* Arabie Saoudite après *dépégage* Chine, à production pétrolière donnée. Le dollar plonge alors, les taux longs montent, l'activité économique américano-européenne faiblit, les marchés d'actions s'inquiètent (au mieux).

■ **Côté américain, les informations qui portent sur l'activité financière (crise dite du « subprime » et risque du *credit crunch*) et sur l'activité réelle (ralentissement) poussent à un affaiblissement du dollar.**

La source majeure de crise du dollar est interne. L'obsession de la croissance, aux fins de valorisation des actifs financiers et de l'emploi, gage de la cohésion sociale et intergénérationnelle, a conduit à des années où l'export était un moteur puissant, à côté de la demande interne. Mais voilà des années cependant que les Etats-Unis ont une croissance déterminée par la demande interne, les comptes externes s'inscrivant en négatif. Ceci veut donc dire que le consommateur américain doit être constamment financé. Ce fut fait par le Japon, les pays du Golfe, la Chine.
Le Japon a été, pendant longtemps, le grand détenteur mondial de dollars, jusqu'à ce que les Etats-Unis mènent à son envers une politique de vente d'actifs non stratégiques (essentiellement immobiliers, et vendus au plus haut) plus d'appréciation du yen. Il en est résulté une crevaison de la bulle immobilière japonaise, une baisse du yen et une phase décennale de déflation au Japon.
La leçon américaine au Japon a été vue et comprise par les autres protagonistes…

■ **Coté chinois, la pression monte aussi pour une appréciation plus forte du yuan, mais surtout du côté de Mr Paulson, le secrétaire américain au Trésor. Les autorités du pays entendent en effet limiter cette hausse, pour soutenir le secteur exportateur. Mais ce choix se paye par des taux d'intérêt élevés et par une inflation importée. La politique de stérilisation rencontre ses limites.**

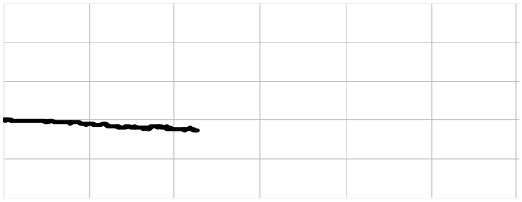
La Chine a été, pendant longtemps, le fournisseur de biens à bas coût (et donc de désinflation) et le financeur de l'acquisition des biens qu'elle exportait. Les réserves accumulées ont été, au début, le moyen d'éviter en Chine une crise du change et de chocs économiques, puis de rester compétitif et de juguler des tensions inflationnistes internes. Au moment de la bulle Internet et des risques de surchauffe, Alan Greenspan félicitait la Chine pour son sens des responsabilités en ne

[1] Voir page 6

[2] Christian Noyer (2007) : Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change, *Discours de M. le Gouverneur au « Salzburg seminar »*, 1 octobre, 14 p.
AIZENMAN J. (2007) : Large hoarding of international reserves and emerging global economic architecture, NBER working papers, n° 13277, juillet, 21 p.

Jean-Paul BETBEZE
01 43 23 45 12
jean-paul.betbeze@credit-agricole-sa.fr

réévaluant pas son yuan, quitte à ne pas profiter ainsi de la situation ! Aujourd'hui, la Chine est le premier détenteur de dollars au monde, bien avant le Japon. Mais elle ne peut plus continuer une accumulation qui est devenue trop coûteuse pour elle. Les réserves chinoises sont évidemment excessives, que l'on prenne la « règle FMI » des trois mois d'importations ou la « règle Greenspan – Guidotti » de la couverture de la dette à court terme. L'avantage économico-politique qui consiste à financer le consommateur américain dans le cadre d'un « nouveau Bretton-Woods »[3] s'épuise.



Taux d'intérêt	22/11	2006					2007					2008				
		T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
États-Unis																
Taux objectif des Fed Funds	4,50	4,75	5,25	5,25	5,25	5,13	5,25	5,25	4,75	4,25	4,88	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Eurodollar 3 mois	5,05	4,97	5,45	5,32	5,32	5,26	5,30	5,32	5,22	4,50	5,08	4,45	4,40	4,40	4,40	4,41
Taux 10 ans	4,06	4,91	5,20	4,69	4,77	4,89	4,71	5,10	4,63	4,70	4,78	4,80	4,90	5,00	5,00	4,93
Canada																
Taux cible du finan. à un jour	4,50	3,75	4,25	4,25	4,25	4,13	4,25	4,25	4,50	4,50	4,38	4,50	4,50	4,75	4,75	4,63
Cidor 3 mois	4,76	4,04	4,48	4,35	4,34	4,30	4,35	4,63	4,91	4,90	4,70	4,70	4,65	4,65	4,95	4,74
Taux 10 ans	4,03	4,31	4,67	4,05	4,13	4,29	4,15	4,60	4,39	4,45	4,40	4,50	4,70	4,82	4,85	4,72
UEM																
Taux de refinancement	4,00	2,50	2,75	3,00	3,50	2,94	3,75	4,00	4,00	4,00	3,94	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Euribor 3 mois	4,68	2,82	3,06	3,42	3,73	3,25	3,92	4,18	4,79	4,40	4,32	4,30	4,20	4,20	4,20	4,23
Taux 10 ans OAT	4,12	3,80	4,08	3,72	3,98	3,89	4,12	4,62	4,41	4,50	4,41	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
Royaume-Uni																
Taux de base	5,75	4,50	4,50	4,75	5,00	4,69	5,25	5,50	5,75	5,75	5,56	5,50	5,25	5,00	5,00	5,19
Libor 3 mois	6,21	4,58	4,70	5,02	5,28	4,89	5,58	5,98	6,25	6,10	5,98	5,80	5,50	5,20	5,20	5,43
Taux 10 ans	4,57	4,45	4,78	4,57	4,79	4,65	5,03	5,54	5,07	5,20	5,21	5,30	5,30	5,30	5,20	5,28
Suisse																
Taux 3 mois	2,75	1,25	1,52	1,81	2,10	1,67	2,30	2,70	2,78	2,75	2,63	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Taux 10 ans	2,87	2,47	2,83	2,36	2,48	2,54	2,63	3,09	2,97	2,95	2,91	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95
Suède																
Taux d'escompte	4,00	2,00	2,25	2,50	3,00	2,44	3,25	3,50	3,75	4,00	3,63	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux interbancaire 3 mois	4,72	2,27	2,51	2,88	3,28	2,74	3,44	3,72	4,28	4,20	3,91	4,15	4,15	4,05	3,80	4,04
Taux 10 ans	4,19	3,64	4,04	3,63	3,78	3,77	3,92	4,47	4,31	4,35	4,26	4,35	4,35	4,30	4,15	4,29
Danemark																
Taux repo	4,25	2,75	3,00	3,25	3,75	3,19	4,00	4,25	4,25	4,25	4,19	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Taux interbancaire 3 mois	4,83	2,94	3,15	3,53	3,89	3,38	4,10	4,39	4,86	4,65	2,25	4,55	4,45	4,45	4,45	4,48
Taux 10 ans	4,13	3,84	4,13	3,67	3,89	3,88	4,03	4,58	4,51	4,52	4,41	4,42	4,42	4,42	4,42	4,42
Norvège																
Taux d'escompte	5,00	2,50	2,75	3,00	3,50	2,94	4,00	4,50	5,00	5,25	4,69	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Taux interbancaire 3 mois	5,93	2,81	3,05	3,43	3,91	3,30	4,46	4,85	5,68	5,60	5,15	5,50	5,45	5,40	5,40	5,44
Taux 10 ans	4,68	3,89	4,29	4,05	4,28	4,13	4,56	5,15	4,97	5,25	4,98	5,20	5,15	5,10	4,95	5,10
Japon																
Taux directeur	0,50	0,15	0,15	0,25	0,25	0,20	0,50	0,50	0,50	0,75	0,56	1,00	1,00	1,25	1,25	1,13
Taux interbancaire 3 mois	0,85	0,13	0,35	0,44	0,54	0,36	0,66	0,73	0,85	0,90	0,79	1,15	1,15	1,40	1,40	1,28
Taux 10 ans	1,43	1,75	1,91	1,67	1,68	1,75	1,65	1,87	1,68	1,90	1,77	1,95	1,95	2,00	2,00	1,98

Spreads benchmark 10 ans	22/11	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
Canada / USA	-0,03	-0,60	-0,54	-0,64	-0,64	-0,61	-0,56	-0,49	-0,24	-0,25	-0,39	-0,30	-0,20	-0,18	-0,15	-0,21
USA / OAT	-0,07	1,11	1,13	0,97	0,79	1,00	0,59	0,47	0,22	0,20	0,37	0,40	0,50	0,60	0,60	0,53
UK / OAT	0,45	0,65	0,70	0,85	0,81	0,75	0,91	0,91	0,66	0,70	0,79	0,90	0,90	0,90	0,80	0,88
Suisse / OAT	-1,25	-1,33	-1,25	-1,36	-1,50	-1,36	-1,49	-1,53	-1,44	-1,55	-1,50	-1,45	-1,45	-1,45	-1,45	-1,45
Suède / OAT	0,07	-0,16	-0,04	-0,08	-0,19	-0,12	-0,20	-0,15	-0,10	-0,15	-0,15	-0,05	-0,05	-0,10	-0,25	-0,11
Danemark / OAT	0,01	0,04	0,05	-0,04	-0,09	-0,01	0,02	0,02	0,10	0,02	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Norvège / OAT	0,56	0,09	0,21	0,34	0,30	0,23	0,44	0,52	0,56	0,75	0,57	0,80	0,75	0,70	0,55	0,70

Taux de change		22/11	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
1 euro =	... $	1,48	1,21	1,28	1,27	1,32	1,27	1,33	1,35	1,42	1,50	1,40	1,45	1,40	1,38	1,35	1,40
	... ¥	161	143	146	150	157	149	157	166	163	159	161	153	148	143	141	146
	... £	0,72	0,70	0,69	0,68	0,67	0,69	0,68	0,67	0,70	0,75	0,70	0,74	0,72	0,72	0,71	0,72
	... CHF	1,64	1,58	1,56	1,58	1,61	1,58	1,62	1,65	1,65	1,63	1,64	1,60	1,58	1,57	1,56	1,58
	... SEK	9,32	9,43	9,20	9,28	9,03	9,24	9,29	9,22	9,16	9,15	9,21	9,00	8,95	8,90	8,80	8,91
	... DKK	7,45	7,45	7,46	7,45	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,45	7,43	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45
	... NOK	8,04	7,97	7,98	8,24	8,25	8,11	8,12	7,97	7,74	7,60	7,86	7,50	7,40	7,40	7,40	7,43
	... PLN	3,69	3,94	4,04	3,98	3,83	3,95	3,87	3,77	3,78	3,75	3,79	3,74	3,73	3,71	3,70	3,72
1 $ =	... ¥	108,5	117,8	114,4	118,0	119,0	117,3	117,7	123,2	114,8	116,0	117,9	114,0	112,0	110,0	110,0	111,5
	... CAD	0,98	1,17	1,12	1,12	1,17	1,14	1,15	1,07	0,99	0,88	1,02	0,90	0,93	0,97	1,00	0,95
	... RMB	7,41	8,02	7,99	7,91	7,81	7,93	7,73	7,61	7,51	7,25	7,53	7,20	7,15	7,10	7,00	7,11
1 £ =	... $	2,06	1,73	1,85	1,87	1,96	1,85	1,96	2,01	2,04	2,00	2,00	1,97	1,94	1,91	1,89	1,93

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

23 nov 2007

Amériques

Hélène BAUDCHON
01 43 23 27 61
helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

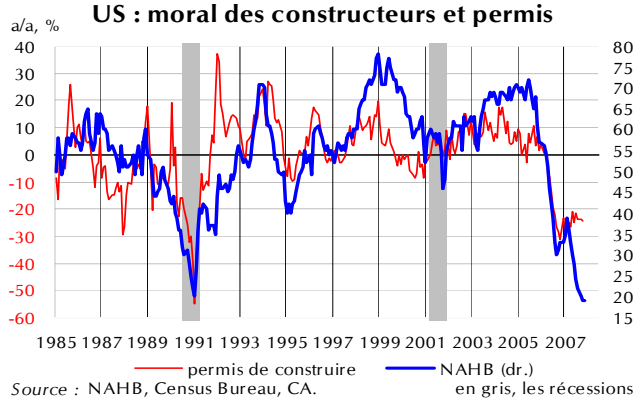
Hélène BAUDCHON
01 43 23 27 61
helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

une progression de 3 % (contre un recul attendu de 16 % !). Mais cette performance s'explique par le bond de 50 % des mises en chantier de logements multifamiliaux ; les mises en chantier de logements individuels ont, elles, reculé de 8,2 %. De plus, le mois d'octobre a été inhabituellement chaud, ce qui a pu profiter aux mises en chantier. Les permis de construire, tous types de logements confondus, ont reculé de 6,6 % sur le mois et de 24,5 % sur 1 an. Leur variation sur 1 an est ainsi relativement stable depuis le début de l'année. Mais sur les trois derniers mois, leur baisse atteint tout de même 15 % (soit 48 % en rythme annualisé) ! La contribution de l'investissement résidentiel à la croissance du quatrième trimestre s'annonce au moins aussi négative qu'au troisième trimestre (à hauteur d'1 point de pourcentage).

Mises en chantier

	août		sept		oct	
permis de construire	1 322		1 261		~~1 059~~	**1 178**
mises en chantier	~~1 327~~	*1 347*	~~1 191~~	*1 193*	~~1 000~~	**1 229**
Midwest	~~243~~	*244*	~~174~~	*171*	**207**	
Nord-Est	~~97~~	*96*	141		**153**	
Sud	~~701~~	*697*	~~619~~	*605*	**577**	
Ouest	~~286~~	*310*	~~257~~	*276*	**292**	

US : moral des constructeurs et permis



Source : NAHB, Census Bureau, CA. en gris, les récessions

Quel scénario de politique monétaire ?

■ Depuis sa dernière réunion fin octobre, la Fed a communiqué sur l'équilibre des risques, notant les points de faiblesse de la croissance mais aussi le risque inflationniste. Ce faisant, elle ne semble pas prête à poursuivre le relâchement de sa politique monétaire. Pourtant, la pression monte du côté des marchés financiers : la situation ne s'améliore pas sur les marchés monétaires, la Bourse baisse et les anticipations de baisses des taux se renforcent. La nette révision en baisse de ses propres prévisions de croissance va aussi dans le sens d'une nouvelle détente monétaire. **Dans le contexte actuel, le risque que la Fed prend en ne baissant pas ses taux (affaissement de la croissance) est plus important nous semble-t-il que le risque qu'elle croit prendre en les baissant (redressement de l'inflation).**

■ **On sait que, au-delà des discours, la politique monétaire de la Fed restera très dépendante de la conjoncture.** Dans notre scénario, la croissance devrait franchement marquer le pas entre la fin 2007 et le début 2008. Et les prochains indicateurs conjoncturels devraient s'en ressentir. A supposer que nous ayons raison, **avec des taux de croissance autour de 1 % en rythme trimestriel annualisé, l'économie américaine ne va pas passer loin de la récession. C'est pour l'éviter que la Fed doit encore baisser ses taux**. Elle a plus à y gagner qu'à y perdre.

L'horizon long

■ Les changements de fréquence et d'horizon des prévisions capturent les avantages du ciblage de l'inflation (transparence accrue) sans les inconvénients (flexibilité réduite). **B. Bernanke lui-même reconnaît que l'adoption d'une cible d'inflation n'est pas parfaitement compatible avec le double mandat de la Fed, c'est-à-dire avec un traitement égal de l'objectif de plein emploi et de stabilité des prix.** Par ailleurs, il explique que, à court terme, l'inflation sous-jacente reste un indicateur plus pertinent mais que, à plus long terme, c'est l'inflation totale.

■ Compte tenu de l'horizon de prévision retenu, il sera toujours possible de voir dans la prévision à 3 ans une indication de la valeur de la cible (le rythme d'inflation compatible avec la stabilité des prix) ainsi que de l'estimation de la Fed de la croissance potentielle américaine. Pour l'heure, la « cible » d'inflation serait comprise entre 1,6 et 1,9 % (contre 1-2 % pour la « zone de confort » telle qu'on la connaissait jusqu'à aujourd'hui). Et la « croissance potentielle » serait estimée à 2,5-2,6 %, ce qui est assez bas.

Amélioration au fil du temps de la communication de la Fed

En augmentant la fréquence et l'horizon de ses prévisions, la Fed a franchi une étape de plus dans le processus d'amélioration de sa communication et donc de la transparence de sa politique monétaire. Ces changements s'inscrivent dans un processus engagé sous A. Greenspan :

* mars 1993 : publication des Minutes des FOMC (dans un délai de 6 à 8 semaines après le FOMC)
* novembre 1993 : publication des retranscriptions complètes des réunions (avec un délai de 5 ans)
* février 1994 : annonce publique des changements de taux directeurs
* mai 1999 : publication d'un communiqué à l'issu de chaque FOMC, qu'il y ait eu ou non un changement de taux + annonce d'un biais de politique monétaire
* février 2000 : annonce d'une balance des risques
* mars 2002 : affichage dans le communiqué des votes de chaque membre du FOMC
* février 2005 : publication des Minutes avancée à 3 semaines après le FOMC (soit avant le suivant et non après).

À retenir aussi cette semaine

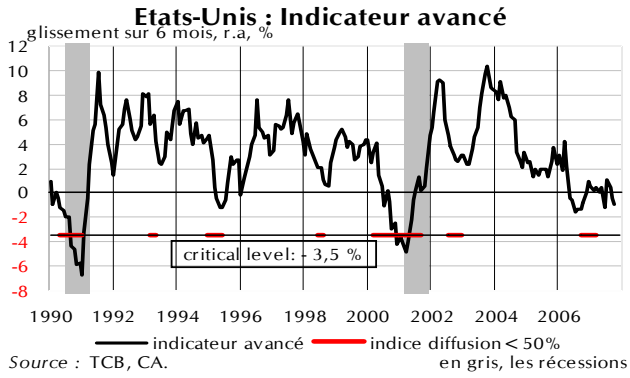
Indicateur avancé (cvs)

	août		sept		oct	
m/m, %	~~-0,8~~	*-0,9*	~~0,3~~	*0,1*	~~-0,3~~	**-0,5**
a/a, %	~~0,4~~	*0,3*	~~0,2~~	*0,0*	~~-0,1~~	**-0,5**

L'indicateur composite avancé du *Conference Board* a baissé plus qu'attendu. Et il a été révisé en baisse sur les mois précédents. En cumul sur les trois derniers mois, il accuse une baisse de 4,8 % en rythme annualisé, soit le recul le plus important depuis février 2001, le mois précédent l'entrée officielle de l'économie en récession… Le ***graphique ci-dessous*** présente l'indicateur en variation annualisée sur 6 mois, qui est la mesure privilégiée par le *Conference Board* pour juger de l'ampleur des variations de l'indice. Le chiffre est de nouveau franchement négatif (- 1 %), mais encore loin du seuil critique des 3,5 % considéré comme annonciateur d'une récession. De plus, cette baisse n'est pas généralisée à l'ensemble des composantes de

Hélène BAUDCHON
01 43 23 27 61
helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

l'indicateur avancé : l'indice de diffusion sur 6 mois est tout juste à 50 %. La règle des 3D (*depth, duration and diffusion*) n'est donc pas respectée et l'évolution récente de l'indicateur avancé ne signale pas à coup sûr une récession. Le *Conference Board* écrit dans sa publication que « *son comportement récent continue de suggérer que des risques baissiers sur la croissance persistent, mais que la croissance devrait se poursuivre à court terme, bien qu'à un rythme plus lent.* » Cependant, si la récession est encore à l'état de risque, ce risque est loin d'être négligeable.



Source : TCB, CA.

Indice de confiance de l'Université du Michigan

	sept	oct	nov	
préliminaire	83,8	82,0	75,0	
final	83,4	80,9	~~75,0~~	**76,1**
situation actuelle	97,9	97,6	~~91,0~~	*91,5*
attentes du consommateur	74,1	70,1	~~64,7~~	*66,2*

La légère révision en hausse de la confiance ménages selon l'enquête de l'Université du Michigan est une « micro » bonne nouvelle. Cependant, en niveau, elle se retrouve quasiment aussi bas qu'à l'automne 2005, au moment de l'ouragan Katrina. A l'époque, rien ne l'empêchait de rebondir une fois le choc Katrina encaissé. Aujourd'hui, c'est une autre histoire : on ne voit guère ce qui pourrait remonter à court terme le moral des ménages. Ce qui est de mauvais augure pour leurs dépenses.

À venir…

mardi 27 novembre, 10:00 (ET)

Confiance des consommateurs (cvs)

	sept	oct	nov
indice du Conference board	99,5	95,6	89,0

La confiance des ménages selon l'enquête du *Conference Board* devrait afficher un recul similaire à l'enquête de l'Université du Michigan. On sera attentif à la perception des ménages du marché du travail. La dégradation de cette perception et la remontée du taux de chômage se font en parallèle.

mercredi 28 novembre, 08:30 (ET)

Commandes de biens durables (cvs)

	août	sept	oct
commandes (m/m, %)	-5,3	-1,7	-2,0
(a/a, %)	3,5	-6,5	0,0

Nous attendons un nouveau recul des commandes de biens durables sur le mois d'octobre sur la base de l'évolution récente de la composante correspondante de l'enquête ISM auprès du secteur manufacturier. Le lien n'étant pas parfait, une forte incertitude entoure cette prévision. Les commandes de biens durables seraient stables en variation sur 1 an, après avoir chuté de 6,5 %.

mercredi 28 novembre, 10:00 (ET)

Ventes de logements anciens (cvs)

	août	sept	oct
millions d'unités (taux annuel)	5,48	5,04	5,04
(m/m, %)	-4,7	-8,0	0,0
(a/a, %)	-13,2	-19,1	-19,6

Sur la base de l'évolution récente de l'indice des promesses de ventes, nous attendons des ventes de logements dans l'ancien stables en octobre. Côté prix, on aura un aperçu complet avec la publication des prix médians des maisons individuelles (pour octobre), de l'indice S&P Case-Shiller (pour septembre) et de l'indice de l'OFHEO (pour le troisième trimestre).

jeudi 29 novembre, 08:30 (ET)

Comptes nationaux

estimation préliminaire T3	07 T1	07 T2	07 T3
PIB réel (t/t, taux annualisé)	0,6	3,8	5,0
(a/a)	1,5	1,9	2,9
consommation (t/t, t.a.)	3,7	1,4	2,8
invt. équip. & logiciels (t/t, t.a.)	0,3	4,7	6,0
invt. résidentiel (t/t, t.a.)	-16,3	-11,8	-19,5
exportations (t/t, t.a.)	1,1	7,5	18,0
importations (t/t, t.a.)	3,9	-2,7	4,0
stocks (mds $ de 2000)	0,1	5,8	35,0
déflateur du PIB (t/t, t.a.)	4,2	2,6	0,7
(a/a)	2,9	2,7	2,3

La croissance américaine au troisième trimestre devrait être très franchement revue à la hausse dans la version préliminaire des comptes nationaux. Nous l'attendons à 5 % en rythme annualisé au lieu de 3,9 % selon l'estimation avancée. Cette révision viendrait d'une contribution des variations de stocks et du commerce extérieur plus positive. L'estimation des profits au troisième trimestre sera également publiée. On sera plus particulièrement attentif à l'évolution de leur part dans la valeur ajoutée relativement à la part de la rémunération des travailleurs. Ce partage de la valeur ajoutée est un indicateur synthétique du positionnement de l'économie dans son cycle. Et sa déformation en défaveur des profits est un signe avant-coureur que la fin du cycle approche : à quelle vitesse, là est la question.

jeudi 29 novembre, 10:00 (ET)

Ventes de logements neufs (cvs)

	août	sept	oct
milliers d'unités	735	770	750
(m/m, %)	-7,9	4,8	-2,6
(a/a, %)	-27,2	-23,3	-21,2

Les ventes de logements neufs devraient *a priori* baisser en octobre, surtout après avoir progressé de presque 5 % en septembre. L'incertitude porte sur l'ampleur du recul.

vendredi 30 novembre, 08:30 (ET)

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

	août	sept	oct
revenu disponible	0,5	0,4	0,4
consommation	0,5	0,3	0,3
consommation réelle	0,6	0,1	0,0
taux d'épargne	0,8	0,9	0,9

La consommation des ménages est attendue en hausse de 0,3 % au mois d'octobre, chiffre compatible avec la progression de 0,2 % des ventes de détail. Cette hausse en termes nominaux devrait se transformer en stagnation en termes réels. On sera attentif à la dynamique du revenu disponible. Sa bonne tenue conditionne la remontée progressive du taux d'épargne des ménages. Face à l'incertitude et au durcissement de l'accès au crédit, les ménages devraient reconstituer leur épargne. Ils ont cependant une petite marge pour puiser dedans en cas de choc négatif sur leur pouvoir d'achat et maintenir leur train de vie. S'il devait y avoir une récession de l'économie américaine, elle transiterait par un redressement brutal du taux d'épargne des ménages. A suivre donc.

vendredi 30 novembre, 10:00 (ET)

Dépenses de construction

	août	sept	oct
nominales (m/m, cvs)	-0,2	0,3	-0,4

Nous nous attendons à une baisse des dépenses totales de construction sur le mois d'octobre, la hausse des dépenses de construction dans le secteur non résidentiel étant insuffisante face à la baisse dans le secteur résidentiel.

Olivier BIZIMANA
01 43 23 67 55
olivier.bizimana@ credit-agricole-sa.fr

Frederik DUCROZET
01 43 23 18 89
frederik.ducrozet@credit-agricole-sa.fr

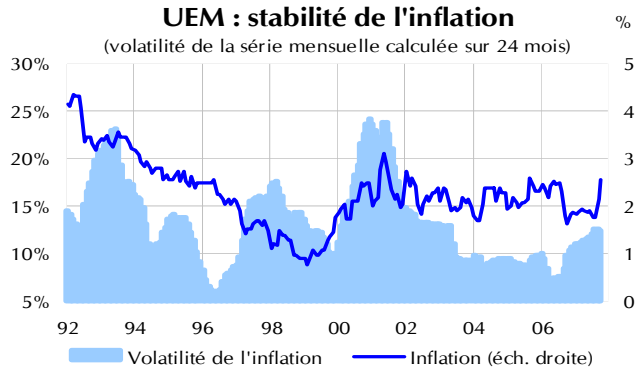
Gaëlle MANSARD
01 43 23 65 42
gaelle.mansard@credit-agricole-sa.fr

UEM : retour sur le risque inflationniste

- **La récente accélération de l'inflation en zone euro, à 2,6 % en octobre, fait suite à une période d'un an de stabilité des prix sous le seuil des 2 %.**
- **A court terme, les effets de base défavorables devraient contribuer à maintenir l'inflation au-dessus de 2,5 %, voire proche des 3 % si les prix de l'énergie ne baissent pas. Elle pourrait toutefois ralentir dès le 2ème trimestre 2008 et repasser sous les 2 % dans le courant de l'année prochaine.**
- **Les craintes d'un dérapage durable des prix ne nous paraissent pas entièrement justifiées, mais il est probable que les anticipations d'inflation restent ancrées à des niveaux que la BCE jugera trop élevés.**

L'inflation d'hier, étonnamment stable

Le retour de la thématique de l'inflation sur les marchés a de quoi laisser perplexe. En effet, la stabilité des prix n'a jamais été aussi bien assurée en zone euro que sur la période récente. En glissement annuel, l'indice des prix harmonisé en UEM (HICP) est resté compris entre 1,6 % et 1,9 % de septembre 2006 à août 2007, ce qui n'était plus arrivé depuis 1999. La volatilité de l'indice HICP a par ailleurs légèrement augmenté depuis un an, mais reste encore basse en termes historiques (***cf. graphique infra***). **Fait plus remarquable encore, cette stabilité des prix a pu être atteinte alors que les taux d'utilisation des capacités de production et de la main d'œuvre affichaient des niveaux historiquement élevés.**

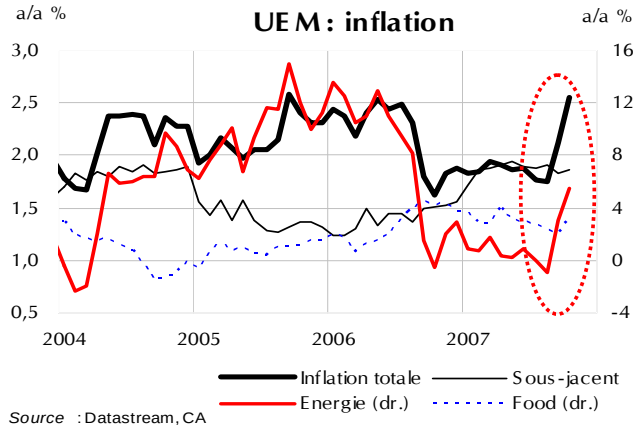


Source : Datastream, CA

Certes, l'inflation est passée de 2,1 % à 2,6 % en octobre, mais cette accélération étant essentiellement due à la flambée des prix du pétrole sur laquelle la BCE n'a que peu ou pas d'impact, on voit mal en quoi sa crédibilité devrait être remise en cause ici. Est-ce justement qu'un changement de régime d'inflation se profile, qui justifierait une action préventive de la Banque centrale ?

L'inflation d'aujourd'hui, une histoire de « base »

Le pic d'inflation enregistré en zone euro au mois d'octobre peut se résumer à la formule « produits de base + effets de base ». En effet, si la composante énergie ne représente que 9,2 % de l'indice HICP (poids de 2006), sa contribution à la hausse de l'inflation dépasse 20 % en octobre. La même remarque s'applique à la composante alimentaire de l'inflation, dont la hausse récente a accentué les tensions déjà existantes (poids de 19 % dans l'indice pour une contribution de 28% le mois dernier).



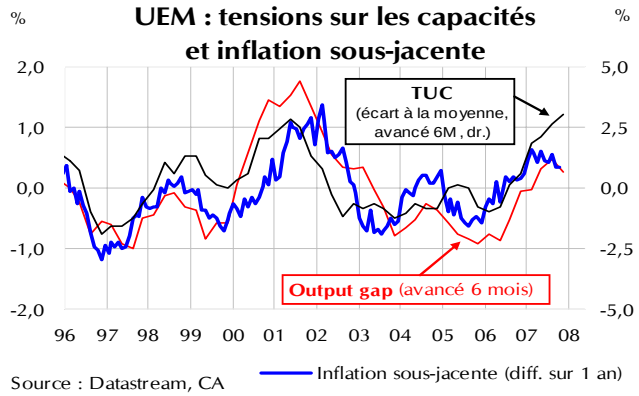
Source : Datastream, CA

Dans certains pays, l'accélération de l'inflation a été particulièrement forte. En France en particulier, le glissement annuel de l'indice total est passé de 1,5 % à 2 %. En Espagne, il atteint même 3,6 %.

Or les effets de base devraient rester défavorables jusqu'au milieu de l'année prochaine si le prix du pétrole ne baisse pas. En effet, le cours du brut s'établissait en moyenne sous les 60$ le baril au T4 2006 comme au T1 2007. Si, comme nous le pensons, celui-ci repasse sous les 80 dollars l'été prochain, **un retour de l'inflation sous le seuil des 2 % ne peut pas être espéré avant le 3ème trimestre 2008.**

L'inflation de demain, la résultante de tensions ?

Depuis le début du cycle de resserrement monétaire, l'argumentaire de la BCE repose en grande partie sur les risques inflationnistes à moyen terme. Ceux-ci auraient pour origine, outre la croissance rapide des agrégats monétaires et de crédit, les tensions sur les capacités de production et sur le marché du travail. Or si ces tensions sont bien présentes, plusieurs éléments permettent de douter de leur matérialisation sur la dynamique des prix des biens et services.



Source : Datastream, CA

Concernant les tensions sur les capacités de production, les différentes mesures disponibles ne renvoient pas nécessairement la même image (***cf. graphique supra***) et

Olivier BIZIMANA
01 43 23 67 55
olivier.bizimana@ credit-agricole-sa.fr

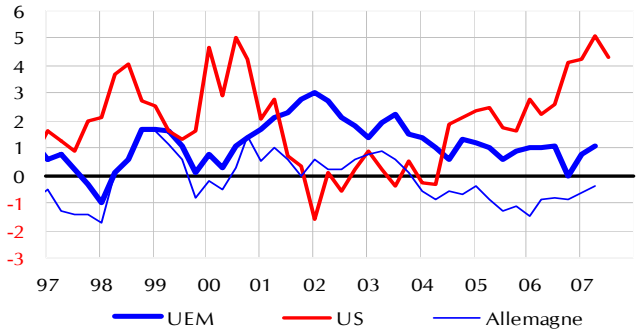
Frederik DUCROZET
01 43 23 18 89
frederik.ducrozet@credit-agricole-sa.fr

Gaëlle MANSARD
01 43 23 65 42
gaelle.mansard@credit-agricole-sa.fr

surtout, elles suggèrent en moyenne que **les pressions vont aller en se modérant dès 2008, l'*output gap* se réduisant au fur et à mesure que la croissance revient vers son potentiel.** Pour la même raison, nous attendons une baisse du taux d'utilisation des capacités, en particulier en Allemagne, ce qui devrait contribuer à réduire la pression à la hausse sur l'inflation sous-jacente.

L'analyse de la dynamique des salaires permet elle aussi de relativiser l'importance des tensions inflationnistes. En particulier, **des gains de productivité moyens de l'ordre de 1,5 % a/a depuis 2006 ont permis de maintenir les coûts salariaux unitaires autour de 1% a/a** (***cf. graphique infra***).

US/UEM : Coûts salariaux unitaires



Source : BCE, BLS, OCDE, Datastream, CA

Certes, les hausses de salaires risquent fort d'être plus importantes l'année prochaine, le thème du pouvoir d'achat prenant de l'ampleur dans plusieurs pays. Les gains de productivité, dont une grande partie est imputable à l'amélioration cyclique de la conjoncture européenne, devraient eux aussi se modérer. Enfin, d'autres mécanismes peuvent entraîner des effets de second tour sur l'inflation, à commencer par la flambée des prix des *inputs* (pétrole, matières premières) qui tarde à se matérialiser en aval de la chaîne de production. Reste que la situation actuelle ne nous paraît pas aussi critique que la celle décrite par les membres les plus *hawkish* de la BCE.

À retenir aussi cette semaine...

UEM - enquête dans l'industrie PMI

	sept	oct	nov	
indice PMI	53,2	51,5	~~51,3~~	52,6

UEM - enquête dans les services PMI

	sept	oct	nov	
indice PMI	54,2	55,8	~~55,3~~	53,7

L'estimation *flash* des indices PMI des directeurs d'achat pour la zone euro renvoie une image mitigée du climat de confiance au niveau des entreprises. Si l'enquête affiche un léger rebond dans l'industrie, celui-ci peut être interprété comme un mouvement de correction suite à une baisse brutale au mois précédent. Ce mois-ci, c'est l'indice dans les services qui chute fortement, entraînant avec lui l'indice composite qui poursuit sa correction amorcée cet été. A 53,8 contre 57 en moyenne en 2007, cet indice composite confirme que la phase d'expansion est derrière nous.

Allemagne - comptes trimestriels

	07 T1		07 T2		07 T3	
PIB (t/t, %)	0.5		0.3		~~0.7~~	0.7
(a/a, %)	3.6		2.5		~~2.5~~	2.5
conso. privée (t/t, %)	~~1.8~~	*-2.0*	~~0.6~~	*0.8*	0.5	
conso. publique (t/t, %)	~~1.7~~	*1.8*	~~0.2~~	*0.0*	0.0	
FBCF (t/t, %)	~~2.1~~	*2.1*	~~1.3~~	*-1.2*	0.6	
équipement (t/t, %)	~~3.7~~	*3.8*	~~2.5~~	*0.9*	0.4	
construction (t/t, %)	1.4		~~4.9~~	*-3.5*	0.6	
exportations (t/t, %)	-0.3		~~0.9~~	*0.8*	3.1	
importations (t/t, %)	~~2.1~~	*2.3*	~~0.9~~	*-1.8*	3.9	
contributions à la croissance (t/t, %)						
stocks	2.0		-1.1		0.4	
demande interne hors stocks	-0.4		0.2		0.4	
solde extérieur	-1.1		1.2		-0.2	

La publication des comptes nationaux est venue confirmer le rebond de la croissance au T3, sans pour autant rassurer sur sa dynamique de long terme. Premièrement, les composantes de la croissance affichent toujours une certaine volatilité et ce rebond est en grande partie de nature technique, les variations de stocks contribuant à la croissance à hauteur de 0,4 %. Par ailleurs, la correction observée sur l'investissement en construction fait suite à un effondrement au T2 qui n'est pas compensé à ce jour. Deuxièmement, les révisions apportées sur les deux trimestres précédents renvoient une image beaucoup moins positive que celle dont on disposait jusqu'alors, en particulier en termes d'investissement en biens d'équipement, un poste qui aurait amorcé un ralentissement plus fort que prévu depuis le T2. Enfin, la consommation des ménages confirme son rebond modéré au T3 (+0,5 % t/t, un rythme que nous anticipons en moyenne pour les trimestres à venir), mais sa révision à la baisse au T1 prouve que le choc de TVA a laissé des traces profondes dans la dynamique de dépenses des ménages allemands. **Sur l'ensemble de l'année, la variation de la consommation privée sera sans doute négative, et son redémarrage en 2008 pourrait être limité par des gains de pouvoir d'achat encore modestes et la flambée des prix des produits de base.**

France - consommation en prod. manuf.

	août		sept		oct	
consommation (m/m,%)	~~0,7~~	*0,6*	~~0,1~~	*-0,3*	~~-0,1~~	-1,1
(a/a, %)	~~2,9~~	*3,0*	~~5,8~~	*5,1*	~~4,5~~	2,7

La consommation des ménages en produits manufacturés a brutalement chuté en octobre (-1,1 % m/m, après -0,3 % m/m). Cette mauvaise surprise n'est toutefois pas surprenante compte tenu des risques qui s'accumulent : prix de l'essence en hausse, remontée de l'inflation, chute de la confiance.

À suivre la semaine prochaine...

UEM - flash IPCH (ncvs)

	sept	oct	nov
CPI (a/a, %)	2,1	2,6	2,7

L'inflation devrait encore accélérer à 2,7 % en g.a. en novembre.

UEM - aggrégats monétaires

	août	sept	oct
M3 (a/a, %)	11,6	11,3	11,5

Nous prévoyons une légère accélération de la croissance des agrégats monétaires en octobre, qui résulte d'abord des effets de saisonnalité. La persistance des tensions sur les marchés financiers a probablement aussi entraîné des mouvements de portefeuilles en faveur des actifs monétaires moins risqués. Le rythme de progression de M3 risque donc de surprendre à la hausse.

UEM - enquête de la Commission Européenne

	sept	oct	nov
sentiment économique	106,9	105,9	105,0

Les enquêtes de la commission européennes devraient continuer de se replier en novembre. L'accroissement des risques pesant sur l'environnement global a probablement continué à affecter la confiance des agents. Nous tablons sur un recul de l'indice du sentiment économique autour de 105.

Allemagne - enquête Ifo dans l'industrie

	sept	oct	nov
indice Ifo	104,2	103,9	103,5

France - Enquête auprès des ménages - cvs

	sept	oct	nov
indice résumé	-21	-22	-24

France - Enquête dans l'industrie (Insee)

	sept	oct	nov
Indicateur synthétique	109	108	107

Grégory CLAEYS
01 57 72 03 29
gregory.claeys@credit-agricole-sa.fr

Royaume-Uni : la croissance entame son ralentissement

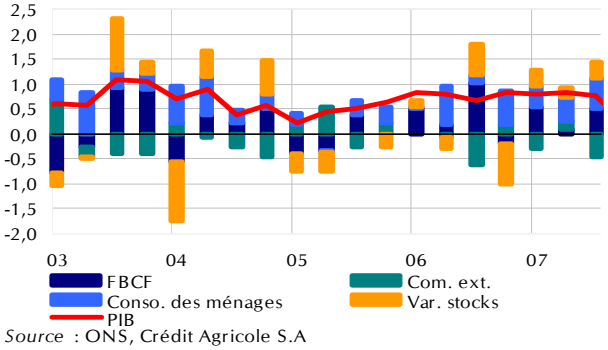
La publication du détail des chiffres du PIB pour le troisième trimestre a été l'occasion d'une légère révision à la baisse de la croissance. Alors que l'estimation préliminaire (basée uniquement sur les mois de juillet et d'août) était ressortie à +0,8 % t/t, la croissance du T3 a finalement été un peu moins robuste que prévu initialement (+0,7 %). Cette correction est modeste, mais elle nous laisse penser que la crise financière a eu un impact négatif sur l'activité (notamment sur les services financiers) dès le mois de septembre et que le ralentissement de l'économie britannique tant attendu par la Banque d'Angleterre (BoE) prend enfin forme. Or, comme le suggèrent les *minutes* de la réunion de novembre publiées cette semaine, celui-ci est désormais au cœur des délibérations du comité de politique monétaire (MPC). En effet, comme l'indiquait déjà l'*Inflation Report* de la semaine dernière (cf. *Perspectives Hebdo* du 16 novembre dernier), la question n'est plus de savoir si la BoE doit baisser ses taux, mais quel *timing* elle doit adopter afin de ne pas empêcher un ralentissement considéré comme nécessaire pour maintenir une inflation autour de la cible de 2 % à moyen terme (surtout en période de forte hausse des prix alimentaires et énergétiques), tout en en évitant que ce ralentissement ne se prolonge inutilement.

■ Une croissance toujours robuste au T3 mais qui montre des signes de ralentissement

Malgré la crise financière entamée au début du mois d'août et la révision à la baisse du chiffre préliminaire publié il y a quelques semaines, l'activité économique est finalement restée soutenue au troisième trimestre grâce à une nouvelle accélération de la consommation (+1 % t/t) et un rebond de l'investissement après le recul du trimestre précédent (+1,6 % au T3 contre -0,9 % au T2).

t/t %

UK : Décomposition de la croissance



Source : ONS, Crédit Agricole S.A

Néanmoins, cette bonne performance doit être relativisée au regard des autres composantes de la croissance (*cf. graphique supra*). Ainsi, la contribution fortement négative du commerce extérieur (-0,5 %) a surtout été compensée par la constitution de stocks importants, ce qui pourrait avoir un impact assez négatif lors des prochains trimestres.

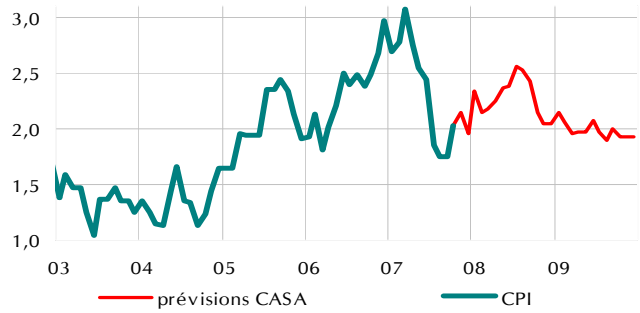
Si le détail des comptes semble pointer vers un ralentissement prochain, cette progression du PIB de 3,2 % sur un an (soit sa plus forte hausse depuis la fin 2004) montre que l'on est encore loin de la décélération brutale du PIB attendue par la BoE qui devrait mener la croissance britannique sous la barre des 2 % à la mi-2008. Selon nous, ce ralentissement devrait se produire (et même avec plus de force que ne l'envisage la BoE), mais des preuves plus tangibles seront peut-être nécessaires pour que la BoE se lance dans un mouvement de baisse de taux.

■ « *Time to wait and see* »

Attendre que ne se manifeste le ralentissement dans les statistiques officielles pour agir. C'est en substance ce que confirme le ton des *minutes* de la réunion des 7 et 8 novembre derniers publiées cette semaine. La décision de maintenir le taux directeur à 5,75 %, par un vote de 7 voix contre 2, montre que la majorité du MPC est toujours résolue à maintenir un *statu quo* jusqu'à la fin de l'année. Une croissance passée robuste, des prix de l'énergie et des produits alimentaires à la hausse (qui devraient avoir un impact considérable sur l'inflation à court terme, *cf. graphique infra*) et des anticipations d'inflation toujours élevées plaident toujours en ce sens.

a/a, %

R-U : CPI



Source : ONS, CA.

Ce n'est pas l'avis de certains membres du MPC qui voient les risques sur la croissance s'accumuler et qui réclament une baisse de taux immédiate. Du coté des opposants au *statu quo* monétaire, si l'on retrouve sans surprise le Pr. Blanchflower, l'identité du deuxième dissident peut *a priori* surprendre. En effet, Sir J. Gieve, habituellement connu pour ses prises de positions plutôt *hawkish*, juge désormais nécessaire de baisser les taux le plus vite possible. Sensible aux risques financiers croissants, lui qui, en tant que Responsable de la stabilité financière à la BoE, a été critiqué pour la gestion de l'affaire *Northern Rock*, il a donc désormais rejoint le clan des colombes du MPC. **Si ce dernier devrait se renforcer en décembre, le rapport de force actuel au sein du MPC nous pousse toujours à croire que la BoE attendra le début de l'année 2008 avant d'entamer son cycle de baisse de taux.**

Christopher KWIECINSKI
01 43 23 61 10
christopher.kwiecinski@ credit-agricole-sa.fr

L'actualité de la semaine dans les pays émergents

■ Dans le Golfe, le gouverneur de la Banque centrale des **EAU** a dit qu'il était possible que son pays se désengage du peg en faveur d'un panier de devises. Les EAU souhaiteraient donc que les pays du Golfe Persique s'entendent sur la définition d'un panier de devises qu'ils pourraient utiliser pour fixer la parité de leurs monnaies dans le cas où le peg serait abandonné. Le Gouverneur de la Banque centrale a aussi réaffirmé que son pays ne prendrait des mesures qu'en concertation avec les autres pays du GCC préparant l'union monétaire (Arabie Saoudite, Bahreïn, Qatar). La Banque centrale espère voir se réduire les entrées de capitaux trop importantes qui affluent dans les Emirats, et qui parient sur une réévaluation prochaine du dirham (fixé à 3,6725 dollars depuis 1997). Les marchés s'attendent à une appréciation d'au moins 3 % du dirham face au dollar.

■ De même, l'**Arabie Saoudite** aurait lancé une étude sur la question de la réévaluation du riyal face au dollar**,** selon le directeur des études et de l'intégration économique du GCC.

■ En **Ukraine,** le gouvernement ukrainien vient de revoir ses prévisions d'inflation pour l'année en cours à la hausse, de 7,5 % à 14,5 %. L'inflation s'est en effet accélérée à 11,7 % de janvier à octobre. L'économie ukrainienne présente donc des signes de surchauffe assez nets. Et ce ne sont pas seulement les prix à la consommation, mais aussi ceux de l'immobilier (en hausse de 40 % l'an passé) ou encore la dégradation de la balance courante. Cela met en doute le caractère durable de la croissance, qui s'est accélérée à 7,4 % en 2006 et est attendue à 7 % cette année ; d'autant qu'elle est en partie soutenue par la rapide progression des crédits au secteur privé (de 67,7 % en 2006 et de 50,1 % de janvier à septembre 2007), et plus particulièrement aux ménages, lorsque les banques se sont assez lourdement endettées en devises pour financer cette expansion. Et cela pose la question de l'atterrissage à attendre, en douceur ou brutal, s'il y a atterrissage. Elle reste ouverte. Il en dépendra en partie de ce qui se passe sur les marchés internationaux de capitaux.

■ En Europe toujours, mais plus à l'ouest, en **Hongrie**, des milliers de manifestants anti-gouvernementaux se sont rassemblés mercredi devant le parlement, pour protester contre les réformes économiques du Premier ministre Ferenc Gyurcsany. Ces grèves et les manifestations étaient soutenues par la Fidesz, principale formation de l'opposition, dont le dirigeant, Viktor Orban, a estimé, récemment, que la coalition au pouvoir risquait d'être obligée de quitter le pouvoir dans les six à neuf mois. Les syndicats avaient appelé à la grève pour faire obstacle à des réformes des services de santé et des retraites. Le gouvernement a estimé que le mouvement n'était guère soutenu et a assuré qu'il ne changerait rien au cours de ses réformes.

■ Protestations sociales toujours, en **Slovénie,** les syndicats, étudiants et retraités ont tenu samedi la plus grande manifestation dans le pays depuis l'indépendance en 1991 pour exiger une augmentation générale des salaires et des pensions de retraite, pour tenir compte de l'inflation. En octobre, l'inflation s'élevait à 5,1 %, le taux le plus élevé de la zone euro, où l'inflation était, en moyenne, de l'ordre de 2,6 % le même mois. Toutefois, le gouvernement a survécu à une motion de censure avant d'assumer la présidence de l'UE le 1er janvier 2008.

■ En **Pologne,** où le paysage politique semble au contraire se stabiliser, le président Lech Kaczynski a formellement investi vendredi le gouvernement du nouveau Premier ministre Donald Tusk. La coalition formée entre la Plate-forme civique (PO), parti de Tusk, et le Parti des paysans (PSL) doit encore remporter un vote de confiance du parlement. Waldemar Pawlak, dirigeant du PSL, obtient le poste de vice-Premier ministre ainsi que le portefeuille de l'Economie. Jacek Rostowski, économiste indépendant favorable à l'adoption rapide de l'euro, prend les rênes du ministère des Finances. Tusk s'est engagé à appuyer les réformes économiques nécessaires à l'adoption de l'euro et à renforcer les relations de la Pologne avec ses partenaires internationaux.

■ La Pologne, mais aussi la **République tchèque,** est d'ailleurs en bonne voie pour satisfaire aux critères de convergence dans deux ans et enchaîner avec l'introduction de l'euro, selon les dires du Commissaire européen, Joaquin Almunia. Toutefois, le nouveau gouvernement a évoqué la possibilité d'adopter l'euro un an plus tard, c'est-à-dire en 2013. La Commission estime que le déficit public polonais devrait se situer sous le seuil de 3 % du PIB cette année. Mais il devrait repasser au-dessus de la barre des 3 % en 2008 selon les dernières prévisions de la Commission, fondées notamment sur le projet de budget adopté par le gouvernement sortant. Par conséquent, Varsovie est invitée à actualiser le plus rapidement possible un programme de convergence décrivant les mesures supplémentaires d'assainissement durable des finances publiques pour 2008 et les années suivantes. Le Premier ministre tchèque, Mirek Topolanek, a pour sa part répondu qu'il serait irréaliste d'anticiper l'adoption de l'euro en 2012 car au préalable, les réformes des retraites et de la santé sont nécessaires.

■ Par ailleurs, selon le FMI, la **Bulgarie** et les **états baltes** sont bien positionnés pour faire face au ralentissement économique sans compromettre leurs régimes de peg. Le scénario à privilégier est celui d'un *soft landing*.

■ Enfin en **Asie**, au sommet de l'ASEAN à Singapour, les pays membres ont adopté une charte commune. L'objectif : renforcer les liens économiques et politiques. Ils ont également décidé d'établir une espace économique ASEAN d'ici 2015 qui vise la libre circulation des biens et services, des capitaux et de la main d'œuvre.

Prochains indicateurs à suivre - Semaine du 26 au 30 novembre 2007

LUNDI

Espagne		**août**	**sept**
09:00	prix à la production, m/m	0,2	0.3

MARDI

France		**oct**	**nov**
08:45	enquête dans l'industrie	108,0	107.0
Italie		**oct**	**nov**
09:30	enquête ISAE industrie	92,9	___
Allemagne		**oct**	**nov**
10:00	indice Ifo	103,9	103.5
Italie		**sept**	**oct**
10:00	taux salaire horaire, m/m	0,2	___

Etats-Unis		**oct**	**nov**
16:00	confiance consommateurs	95,6	89.0
Etats-Unis		**oct**	**nov**
16:00	enquête Fed Richmond	-5	___

MERCREDI

UEM		**sept**	**oct**
12:00	M3, a/a	11,3	11.5

Etats-Unis		**sept**	**oct**
14:30	cdes biens durables, m/m	-1,7	-2.0
16:00	vtes logements anc. mln t.a	5,04	5.04
Etats-Unis			
20:00	beige book		

JEUDI

Japon		**sept**	**oct**
00:50	prod industrielle, m/m	-1,4	1.5
France		**oct**	**nov**
08:40	confiance des ménages	-22,0	-24.0
Espagne		**août**	**sept**
09:00	ventes de détail, a/a	5,4	2.4
Allemagne		**oct**	**nov**
09:55	taux de chômage, %	8,7	8.7
Royaume-Uni		**oct**	**nov**
10:30	enquête CBI distrib. - vente	15,0	___
10:30	prix logts (Nationwide), a/a	9,7	9.5
Allemagne		**oct**	**nov**
12:00	prix conso prov., m/m	0,2	0.0

Etats-Unis		**)7 T2**	**07 T3**
14:30	profits, prélim, t/t t.a.	5,1	___
14:30	PIB, prélim, t/t t.a.	3,8	5.0
14:30	déflateur PIB prél., t/t t.a.	2,6	0.7
Etats-Unis		**sept**	**oct**
16:00	ventes logts neufs, '000	770	750
16:00	help-wanted index	24	24
Etats-Unis		**août**	**sept**
18:00	enquête Fed Chicago	-0,3	___

VENDREDI

Japon		**sept**	**oct**
00:00	prix conso., national, m/m	-0,2	___
00:00	taux de chômage	4,0	4.0
Royaume-Uni		**sept**	**oct**
10:30	confiance ménages (GfK)	-7,0	-2.3
Italie		**oct**	**nov**
11:00	prix conso., prélim., m/m	0,3	___
UEM		**oct**	**nov**
12:00	flash IPCH, a/a	2,6	2.7
UEM		**oct**	**nov**
12:00	sentiment économique	105,9	105.0

Etats-Unis		**sept**	**oct**
14:30	conso ménages, m/m	0,3	0.3
14:30	revenu disponible, m/m	0,4	0.4
14:30	taux d'épargne	0,9	0.9
Etats-Unis		**oct**	**nov**
15:45	PMI Chicago	49,7	50.5
Etats-Unis		**sept**	**oct**
16:00	déps construction, m/m	0,3	-0.4

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
Abonnements : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : http://www.credit-agricole.fr - Rubrique Kiosque Eco
Directeur de la publication et Rédacteur en chef : Jean-Paul Betbèze
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Corinne Chaussebourg

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.