

L'actualité de la semaine

Notre scénario macroéconomique et financier est actuellement en cours de révision. Un jeu complet de prévisions sera disponible la semaine prochaine.

■ **Marchés** : Les tensions réapparues sur les marchés monétaires depuis la mi-novembre s'accroissent. En particulier, des raisons techniques sont venues accentuer les inquiétudes latentes sur la crise des *subprimes* car les besoins de financement des banques vont augmenter avec le passage à l'année 2008 et la clôture des comptes. En conséquence, les Banques centrales restent sur le qui-vive et ont programmé des injections de liquidité *ad hoc* pour calmer les tensions, mais la normalisation complète des marchés monétaires ne devrait pas avoir lieu avant la fin de l'année. C'est une mauvaise nouvelle pour les acteurs financiers et pour la BCE qui se réunit le 6 décembre prochain, c'est un sérieux obstacle à toute velléité de hausse des taux. Dans le même temps, les anticipations de baisses des taux de la Fed se sont encore accentuées et en particulier, la baisse de 25 ppb que nous attendons pour le FOMC du 11 décembre paraît quasiment acquise. Enfin, le dollar s'est quelque peu repris contre l'euro cette semaine, sous les 1,48, et le prix du pétrole est repassé sous le seuil des 90 dollars sur la qualité Brent.

■ **Etats-Unis** : Les nouvelles immobilières de la semaine ont été mitigées du côté des données d'activité et franchement mauvaises du côté des prix. Parmi les autres indicateurs publiés, le recul du moral des ménages a surpris par son ampleur ; la croissance au troisième trimestre a été révisée en hausse comme attendu (de 3,9 à 4,9 % en rythme annualisé) ; la consommation des ménages en octobre a quelque peu déçu avec une progression en valeur de 0,2 % sur le mois. Le *Beige book*, qui servira de document de travail au FOMC du 11 décembre, penche du côté des risques baissiers sur la croissance et conforte nos anticipations de baisses des taux (cf. page 4). La semaine prochaine, nous attendons un recul limité des enquêtes ISM, une hausse du taux de chômage à 4,8 % et seulement 57 000 créations nettes d'emplois salariés non agricoles.

■ **UEM** : C'est l'inflation qui fait de nouveau la Une d'une semaine chargée par ailleurs, en ressortant à 3 % en novembre. Nous continuons de penser que cette accélération est temporaire, mais à court terme, l'inflation va rester élevée jusqu'au début 2008. En conséquence, le pouvoir d'achat et la confiance des

ménages sont fragilisés. Les ventes de détail en Allemagne se sont de nouveau écroulées en octobre. Par ailleurs, le léger rebond des enquêtes de confiance au mois de novembre (IFO, INSEE) s'apparente à un mouvement de correction, mais reste le bienvenu. La semaine prochaine, on attend notamment le détail des enquêtes PMI nationales.

■ **Japon** : L'inflation y a fait son retour en octobre en raison de la flambée du pétrole. En effet, hors énergie et alimentation, les prix à la consommation continuent de reculer. Cette tendance haussière devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

■ **Royaume-Uni** : Alors que l'immobilier entre dans une phase de décélération assez brutale, les marchés commencent à anticiper une baisse de taux dès la réunion de jeudi prochain. Néanmoins, les déclarations des membres du comité de politique monétaire devant la commission du Trésor rendent peu probable une baisse en décembre. Nous continuons de croire que la BoE attendra le début de l'année 2008 avant d'entamer son cycle de baisse des taux.

2 INDICATEURS DE MARCHES

- ➔ Les Banques centrales interviennent sur des marchés monétaires tendus
- ➔ *Beige book* - Fonds souverains - *Subprimes*

5 SCENARIO ECONOMIQUE & FINANCIER

7 AMERIQUES

- ➔ États-Unis : *the housing glut*

10 EUROPE

- ➔ UEM : nouvelle accélération de l'inflation, à 3 % en novembre

12 ROYAUME-UNI & JAPON

- ➔ Royaume-Uni : les « fondations » de l'économie s'écroulent ?
- ➔ Japon : un retour durable de l'inflation ?

13 PAYS EMERGENTS

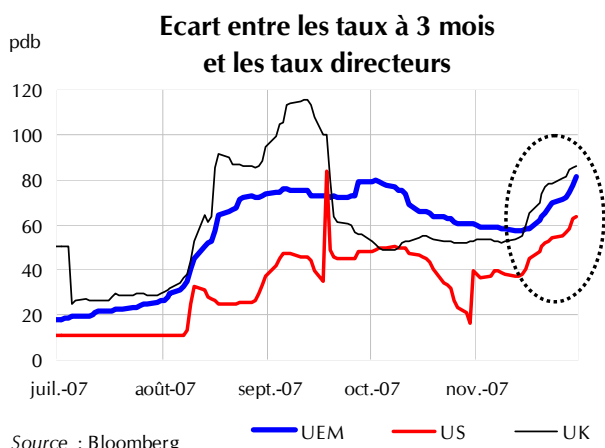
14 PROCHAINES STATISTIQUES ECONOMIQUES

Les Banques centrales interviennent sur des marchés monétaires tendus

- La normalisation très lente des taux interbancaires s'est inversée. Depuis la mi-novembre, la résurgence de tensions sur les marchés monétaires a fait repartir à la hausse les taux à court terme.
- La raison fondamentale reste la même (les banques retiennent la liquidité dans le climat d'incertitude actuel), mais des raisons techniques viennent accentuer ces tensions. Les besoins de financement augmentent, ainsi que les maturités demandées, dans la perspective du passage à l'année 2008 et de la clôture des comptes.
- Les Banques centrales restent sur le qui-vive et ont programmé des injections de liquidité *ad hoc*.

■ Les taux courts toujours plus hauts

Depuis la mi-novembre, le processus de baisse graduelle des taux interbancaires s'est inversé et le prix de la liquidité a recommencé à augmenter. Au point de se rapprocher, voire de dépasser, les niveaux records enregistrés en septembre. **Le taux de l'Euribor 3 mois, la référence la plus importante sur ces marchés en zone euro, dépasse désormais 4,80 %, son plus haut niveau depuis mai 2001.** Cette tendance est commune aux marchés américains et européens, malgré les trajectoires différentes des taux directeurs dans ces zones (*cf. graphique infra*). En toile de fond, les inquiétudes liées à la crise des *subprimes* continuent d'alimenter les rumeurs. Les marchés anticipent que les pertes directes cumulées seront *in fine* nettement supérieures à celles annoncées par les banques (plus de 60 milliards de dollars à ce jour).



■ Fin d'année rime avec nouvelles difficultés

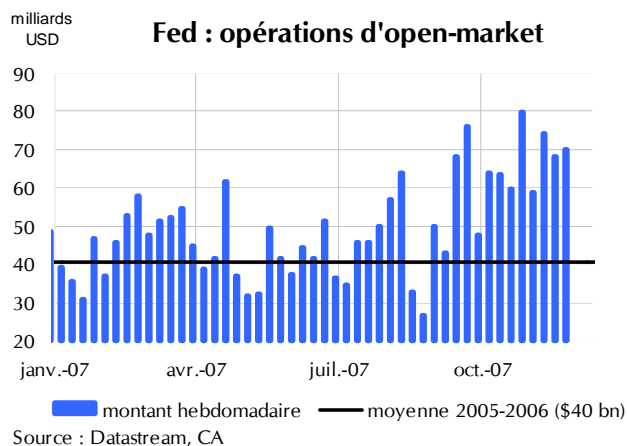
Des facteurs techniques viennent renforcer par ailleurs ces tensions latentes. En particulier, la perspective des vacances de Noël et du changement d'année, entraîne traditionnellement une légère remontée des taux courts et à un mois du passage en 2008, la demande de liquidité de la part des opérateurs de marché (investisseurs, trésoriers) a mécaniquement augmenté, de façon à pouvoir couvrir leurs engagements, solder leurs positions de

fin d'année et clôturer leurs comptes. Le mouvement de hausse des taux courts est habituel, mais son ampleur est exceptionnelle aujourd'hui : l'Euribor 1 mois a gagné 64 pdb en l'espace d'une journée (contre 5 à 10 pdb habituellement), s'affichant à 4,81 % au 29 novembre. Dans la foulée, l'Euribor 3 mois a dépassé 4,80 % et devrait rester sous pression au moins jusqu'en janvier. La situation est d'autant plus préoccupante que dans le même temps, les marchés ont commencé à anticiper une baisse de taux de la BCE pour 2008, ce qui devrait au contraire permettre aux taux courts de se détendre quelque peu. Les taux à 1 mois américains sont également remontés brutalement à 5,23 %, contre 5,13 % pour le taux 3 mois, avec pourtant des anticipations de baisse des taux de la Fed très agressives.

■ Les Banques centrales de nouveau à la manœuvre

La Fed et la BCE n'ont pas cessé de procéder à des injections de liquidité sur les marchés monétaires depuis le déclenchement de la crise au mois d'août (*cf. graphiques infra*). Leurs interventions ont permis de stabiliser les taux à très court terme, mais il ne faut pas oublier qu'elles n'ont pas vocation, *a priori*, à influencer directement les taux à 3 mois.

Dans l'immédiat, les Banques centrales vont adapter leurs actions futures aux craintes exprimées par les opérateurs vis-à-vis de l'échéance de la fin d'année. Par anticipation, elles ont donc annoncé des modifications des conditions auxquelles elles vont prêter aux banques lors des prochaines opérations de refinancement. La Fed a ainsi procédé à une injection supplémentaire le 28 novembre, pour un montant de 8 milliards de dollars et à une maturité d'un mois et demi, ce qu'elle n'avait plus fait depuis 2004. D'une manière générale, **les montants actuellement injectés par la Fed dépassent nettement la moyenne de ces dernières années** : depuis 2000, ceux-ci ont atteint 8 milliards de dollars en moyenne chaque jour, soit 40 milliards par semaine, des sommes largement dépassées actuellement (*cf. graphique infra*).

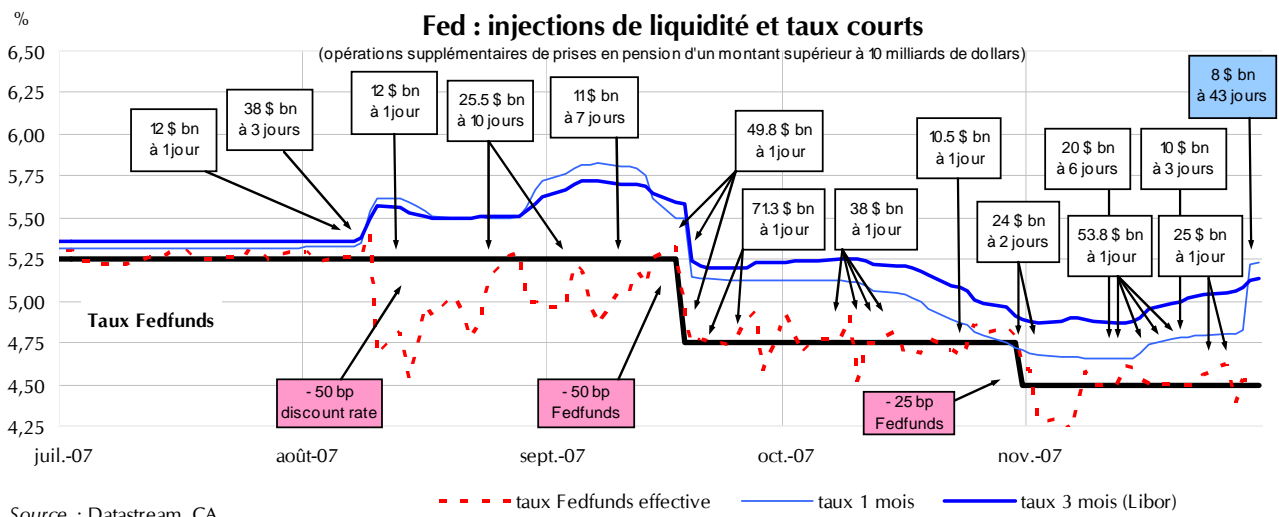
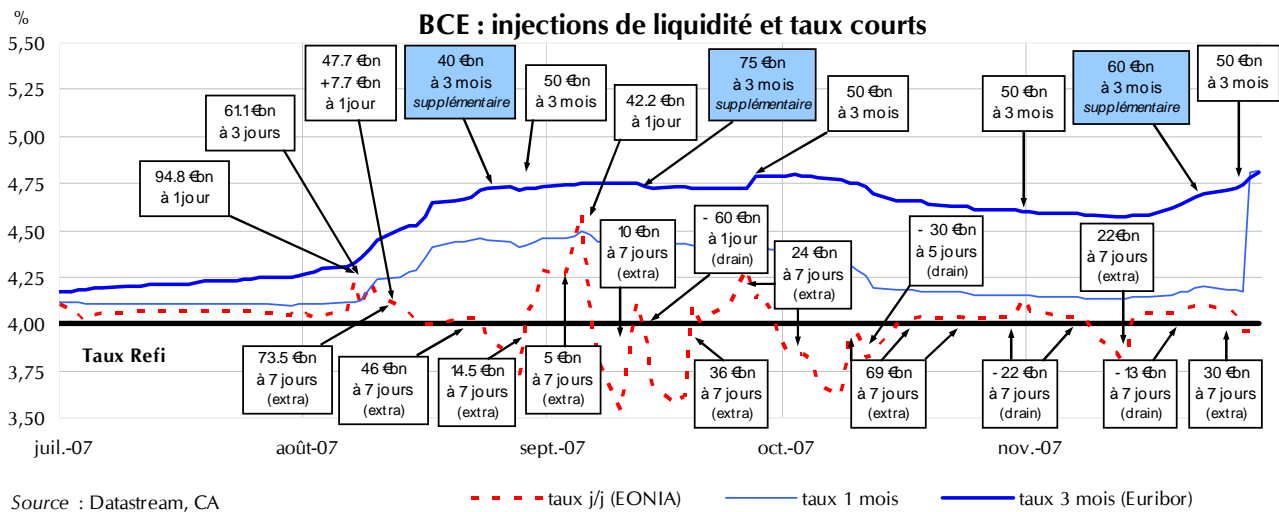


La BCE, de son côté, ne parvient toujours pas à juguler la hausse de l'Euribor 3 mois. Lors de ses deux dernières injections de liquidité à une maturité de 3 mois, pour 60 et 50 milliards d'euros les 22 et 28 novembre, le **taux marginal est ressorti à des niveaux jamais vus depuis 2001** (respectivement 4,55 % et 4,65 %). Pour ses opérations hebdomadaires de refinancement, la BCE a par ailleurs annoncé, par voie de téléconférence, qu'elle allait étendre la maturité des prêts consentis le 19 décembre d'une semaine à deux semaines, de façon à couvrir la fin d'année. Les montants offerts aux banques devraient être suffisants pour éviter un dérapage des taux à très court terme : elle a d'ores et déjà injecté 30 milliards d'euros supplémentaires cette semaine. Enfin, au Royaume-Uni, la BoE a annoncé cette semaine qu'elle allait offrir des liquidités supplémentaires à une maturité de cinq semaines, les tensions étant également très fortes. Néanmoins, comme à son habitude, le gouverneur de la BoE, M.King, n'a pas évoqué les taux 3 mois, qui ont pourtant dépassé leur niveau du mois de septembre (6,60 %). Il a rappelé que ces opérations étaient avant tout destinées à éviter que le taux au jour le jour ne s'écarte du taux de base de la BoE.

■ Statu quo de la BCE jusqu'à l'année prochaine

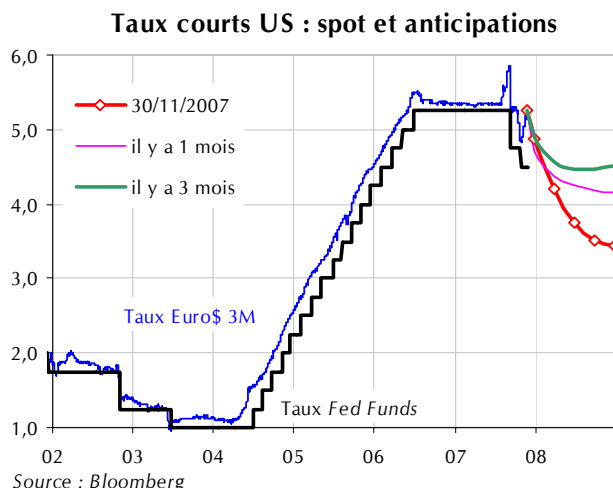
Dans ce contexte très tendu, et sauf amélioration spectaculaire, **il est peu probable que la normalisation des marchés monétaires se matérialise d'ici la fin de l'année.** Il faudra sans doute attendre le 1^{er} trimestre 2008 pour voir le *spread* entre les taux 3 mois et les taux directeurs revenir à un niveau « normal » de 15-20 ppb. C'est une mauvaise nouvelle pour les acteurs financiers et cela renforce globalement le risque d'une restriction du crédit plus importante dans les mois qui viennent.

Autre conséquence, ce nouvel accès de fièvre des marchés monétaires réduit les marges de manœuvre des Banques centrales face au risque inflationniste. **Pour la BCE qui se réunit le 6 décembre prochain, c'est un sérieux obstacle à toute velléité de hausse des taux,** tant un tel geste serait potentiellement dévastateur. Comme, dans le même temps, l'accélération de l'inflation en zone euro exclut également toute baisse de taux à court terme, il nous semble que **l'hypothèse d'un maintien des taux de la BCE à 4 % jusqu'en 2008 reste, de loin, la plus probable.**



Beige book : plus figue que raisin

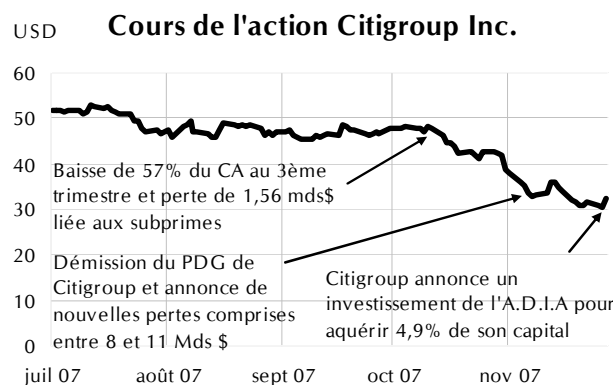
Le *Beige book* rapporte que, sur la base des informations disponibles au 16 novembre, l'économie américaine a poursuivi son expansion mais à un rythme réduit par rapport à septembre. Les signes de faiblesse se situent du côté des ventes de détail, de l'activité et de l'emploi dans la construction résidentielle, des prix immobiliers, du marché du crédit. Du côté des éléments positifs, mention est faite de la bonne tenue du tourisme étranger, des services non financiers, de l'immobilier commercial (mais avec des signes de ralentissement), des industries tournées à l'export. Le secteur manufacturier envoie des signaux mitigés, selon les industries, avec peu de changements en net. Les pressions haussières sur les prix restent modestes dans l'ensemble. Les augmentations de salaires sont décrites comme globalement modérées (3-4 % en annuel). **Ce *Beige book* conforte nos anticipations de baisses de taux à des fins préventives, pour s'assurer de la pérennité de la croissance, aussi molle soit-elle.** Les marchés sont du même avis (*cf. graphique*).



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

Fonds souverains : heureux comme un chevalier blanc ?

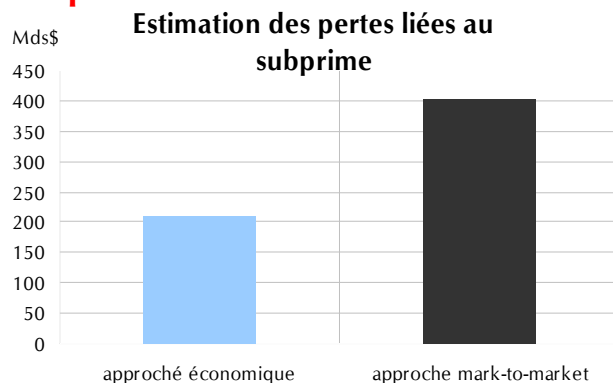
Au cours de l'année 2006, au moins 50 milliards de dollars d'acquisition des fonds souverains (SWF) ont été bloqués par les gouvernements occidentaux, de plus en plus inquiets par ces fonds. Mais la crise des *subprimes* pourrait ouvrir une nouvelle fenêtre d'opportunité pour les SWF. L'ADIA des E.A.U., premier SWF au monde, vient de se voir ouvrir la porte de Citigroup, une des banques les plus exposées à la crise des *subprimes*. Comme pour la plupart des SWF, qui cherchent à rester discrets pour éviter des mesures protectionnistes, la participation de l'ADIA est passive et sans interférence dans la gestion de Citi. Elle est aussi très rentable avec un dividende annuel de 11 %. Dans le contexte actuel, le rachat pour 7,5 milliards de dollars de 4,9 % du groupe n'a soulevé aucune protestation de la part des Etats-Unis. Plusieurs fonds du Moyen-Orient et d'Asie, dotés de 3 000 milliards de dollars, affûtent désormais leurs armes : il est plus aisé de passer pour un chevalier blanc, que pour le bras armé d'un Etat. Les tentatives d'acquisition des SWF dans le secteur financier pourraient profiter de ce climat favorable et se multiplier rapidement.



Riadh EL HAFDHI – Tél. 01 57 72 33 35
riadh.el-hafdhi@credit-agricole-sa.fr

Pertes liées aux subprimes : approche économique vs mark-to-market

La ronde des chiffres, portant sur les pertes liées au marché US des *subprimes*, a de quoi rendre perplexe. **Une étude récente de Goldman Sachs avance ainsi une fourchette de 211-402 milliards de dollars, du simple au double (*cf. graphique*) !** Cet écart provient d'une différence des méthodes d'estimation utilisées. La borne inférieure, tout d'abord, est obtenue par une approche économique fondée sur des estimations de taux de défaut et de pertes, en cas de défaut, appliquées aux prêts émis sur la période 2000-2007. La borne supérieure, elle, découle d'une analyse basée sur les pertes induites par les indices ABX¹ : c'est le *mark-to-market*. La perte totale est calculée en mettant en regard une structure type des prêts *subprimes* titrisés, avec les décotes par tranche (AAA, AA, etc.), telles que fournies par les prix de marché. **Cet écart d'évaluation suggère, certes, un surajustement du marché en raison de ventes de détresse, mais ces deux méthodes d'estimation conduisent au même constat : les pertes seront plus importantes qu'initialement anticipées.**



Source : Goldman Sachs Research, Crédit Agricole S.A.

Julien GEFFROY – Tél. 01 43 23 13 55
julien.geffroy@credit-agricole-sa.fr

1. Ces indices sur CDS (Credit Default Swap) liés aux *subprimes* sont des benchmarks utilisés pour enregistrer les décotes.

	Pondération moyenne 2001-2005 *	PIB (taux annuel)			Inflation (en moyenne)			Solde public (en % du PIB)			Balance courante (en % du PIB)		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Amériques	30,6	3,2	2,5	2,5	3,5	3,2	3,1	-	-	-	-	-	-
Canada	2,1	2,7	2,5	2,4	2,0	2,3	2,5	0,9	0,8	0,8	1,6	1,8	0,8
États-Unis	22,7	2,9	2,1	2,2	3,2	2,7	2,5	-2,6	-2,1	-2,4	-6,2	-5,6	-5,2
Mexique	2,0	4,6	3,0	2,7	4,6	3,6	3,4	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,8	-0,8
Brésil	2,9	3,7	4,5	3,8	3,0	3,9	4,2	-3,0	-2,5	-2,1	1,2	0,9	0,3
Europe	27,7	3,4	3,1	2,8	3,1	2,9	2,6	-	-	-	-	-	-
hors Peco	22,4	2,9	2,6	2,1	2,1	1,9	2,0	-	-	-	-	-	-
UEM	17,2	2,9	2,6	2,1	2,2	2,0	2,0	-1,6	-1,1	-1,1	-0,1	0,2	0,1
Allemagne	4,9	3,1	2,7	2,1	1,7	1,9	1,7	-1,7	-0,5	-0,3	5,1	5,0	5,5
Autriche	0,5	3,4	3,1	2,6	1,7	1,9	1,7	-1,2	-1,0	-0,8	4,2	4,0	4,5
Belgique	0,6	3,0	2,5	2,2	2,3	1,8	1,8	0,1	0,0	0,1	2,0	2,5	2,5
Espagne	2,0	3,9	3,9	2,8	3,5	2,7	3,1	1,8	1,8	0,8	-8,8	-9,3	-9,5
Finlande	0,3	4,9	4,5	3,3	1,3	2,1	2,6	3,9	3,0	2,6	5,8	5,8	5,3
France	3,5	2,2	1,9	2,1	1,7	1,3	1,6	-2,5	-2,4	-2,4	-1,2	-1,0	-1,0
Grèce	0,5	4,3	3,7	3,7	3,3	3,2	3,1	-2,6	-2,4	-2,7	-11,4	-11,0	-10,5
Irlande	0,3	6,0	4,9	3,8	3,9	4,0	3,2	2,9	1,5	1,0	-3,3	-3,5	-4,0
Italie	3,3	1,9	1,8	1,4	2,0	1,7	1,9	-4,4	-2,9	-3,0	-2,0	-1,7	-1,7
Pays-Bas	1,0	3,0	2,6	2,2	1,7	1,7	2,1	0,6	-0,7	0,0	8,7	8,1	7,9
Portugal	0,4	1,3	1,8	1,9	3,1	2,5	2,5	-3,9	-3,5	-3,1	-9,4	-9,1	-8,5
Danemark	0,4	3,2	2,3	2,0	1,9	1,9	2,2	4,2	3,7	3,6	2,5	1,9	2,3
Norvège	0,4	4,6	3,5	2,5	2,3	1,8	2,0	19,3	18,0	18,1	17,0	16,7	15,0
Royaume-Uni	3,4	2,8	2,9	1,9	2,3	2,3	1,9	-3,0	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-2,0
Suède	0,5	4,2	3,5	3,0	1,6	2,0	2,2	2,9	2,4	2,6	7,0	7,0	7,0
Suisse	0,5	2,8	2,5	2,3	1,1	0,5	1,5	0,2	0,5	0,7	13,5	13,0	12,5
Hongrie	0,3	3,8	2,4	3,0	3,9	7,5	4,0	-9,2	-6,5	-5,0	-5,8	-4,5	-3,5
Pologne	0,9	6,1	6,0	5,0	1,4	3,0	2,8	-3,9	-3,2	-3,3	-2,3	-3,0	-3,5
République tchèque	0,3	6,4	6,0	4,5	3,5	3,4	3,5	-2,9	-4,0	-3,8	-3,1	-4,0	-4,5
Russie	1,0	6,7	6,5	5,5	9,0	9,0	9,5	7,5	3,5	0,7	10,0	7,0	5,4
Asie-Pacifique	37,9	7,4	7,6	6,9	2,9	3,2	3,0	-	-	-	-	-	-
OCDE-Pacifique	10,6	2,7	2,7	2,5	0,9	0,6	1,0	-	-	-	-	-	-
Australie	1,2	2,7	4,0	3,8	3,5	2,2	2,6	2,5	1,9	1,4	-5,5	-5,7	-5,4
Corée du sud	1,8	5,0	4,7	4,8	2,1	1,8	2,5	2,2	2,1	2,0	0,7	2,0	2,0
Japon	7,4	2,2	2,0	1,7	0,1	0,0	0,3	-4,6	-2,7	-2,6	3,9	3,7	3,5
Nouvelle-Zélande	0,2	1,5	3,0	2,4	3,4	2,3	2,5	3,5	2,6	2,2	-9,0	-8,2	-7,8
Chine	15,5	10,7	11,2	10,0	2,8	4,0	3,0	-1,1	-1,4	-1,5	9,5	9,0	7,0
Hongkong	0,4	6,8	6,1	5,8	2,2	2,0	1,5	0,5	0,2	0,5	8,0	6,0	7,0
Inde	6,3	9,4	8,5	8,0	5,6	5,3	6,0	-6,7	-6,6	-6,4	-1,9	-1,3	-1,8
Taiwan	1,1	4,6	4,5	5,2	0,7	1,9	1,0	-2,8	-2,5	-2,5	6,5	4,0	4,5
Autres Asie	4,0	5,1	6,0	5,0	4,7	3,9	4,4	-	-	-	4,7	3,8	4,3
Afrique et Moyen-Orient	3,8	6,2	6,0	6,2	6,1	7,2	6,4	-	-	-	12,3	10,4	9,5
Total	100	5,0	4,7	4,4	3,2	3,2	3,0	-	-	-	-	-	-

* calcul sur PIB PPA (source: FMI)

30 nov 2007

Taux d'intérêt		29/11	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		5,13	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		3,98	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
Cidior 3 mois		4,82	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		4,01	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		4,78	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		4,17	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		6,57	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		4,62	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		4,74	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		4,15	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		4,86	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		4,22	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		5,81	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		4,67	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		0,87	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		1,50	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		29/11	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		-0,19	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		-1,30	-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		-0,02	-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		0,06	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		0,50	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		29/11	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
	... ¥	162	143	146	150	157	149	157	166	163	168	164	160	151	146	140	149
	... £	0,72	0,70	0,69	0,68	0,67	0,69	0,68	0,67	0,70	0,72	0,69	0,72	0,71	0,70	0,69	0,71
	... CHF	1,65	1,58	1,56	1,58	1,61	1,58	1,62	1,65	1,65	1,63	1,64	1,60	1,59	1,58	1,57	1,59
	... SEK	9,40	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	7,47	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	8,11	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	3,65	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 \$ =	... ¥	109,8	117,8	114,4	118,0	119,0	117,3	117,7	123,2	114,8	112,0	116,9	110,0	108,0	106,0	104,0	107,0
	... CAD	1,00	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	7,38	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	2,07	2,02	2,01	1,97	1,97	1,96	1,98

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

30 nov 2007

États-Unis : *the housing glut*

• Les nouvelles immobilières de la semaine sont mitigées du côté des données d'activité et franchement mauvaises du côté des prix. Les ventes de logements dans l'ancien ont reculé de 1,2 % sur le mois et celles dans le neuf ont progressé de 1,7 %. Mais c'est une hausse en trompe l'œil, uniquement due aux fortes révisions en baisse des mois précédents, comme lors de la publication des chiffres de septembre. Le prix médian des maisons individuelles dans l'ancien affiche un recul de 6,3 % en glissement annuel en octobre. Selon l'indice de prix composite S&P Case-Shiller sur 20 villes, la baisse atteint 4,9 % en septembre. Et, *last but not least*, l'indice de l'OFHEO a reculé de 0,4 % au troisième trimestre, pour la première fois depuis 1994.

• Parmi les autres indicateurs publiés cette semaine, le recul du moral des ménages a surpris par son ampleur ; la croissance au troisième trimestre a été révisée en hausse comme attendu (de 3,9 à 4,9 % en rythme annualisé) ; la consommation des ménages en octobre a quelque peu déçu avec une progression en valeur de 0,2 % sur le mois. Le *Beige book*, qui servira de document de travail au FOMC du 11 décembre, penche du côté des risques baissiers sur la croissance et conforte nos anticipations de baisses des taux (cf page 4).

• La semaine prochaine, nous attendons un recul limité des enquêtes ISM, une hausse du taux de chômage à 4,8 % et seulement 57 000 créations nettes d'emplois salariés non agricoles.

The housing glut

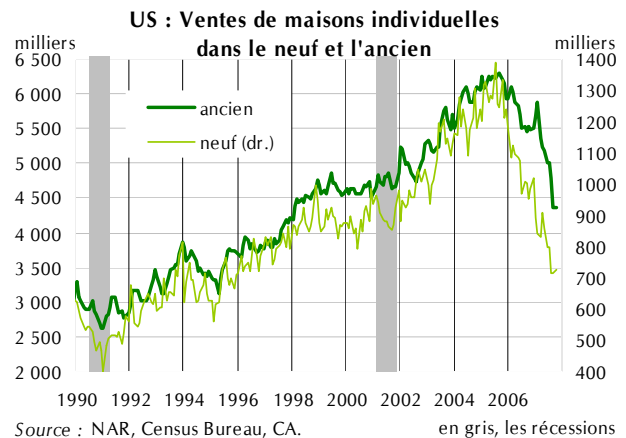
■ Les ventes de logements dans l'ancien n'ont fléchi que de 1,2 % en octobre mais accusent un recul de 20,7 % sur un an. Elles retrouvent ainsi leur niveau d'il y a dix ans (cf. graphique ci-dessous). Les ventes dans le neuf semblent mieux s'en sortir, en ressortant en hausse de 1,7 % sur le mois. Mais, comme à l'occasion de la publication des chiffres du mois de septembre, c'est un effet d'optique, la hausse s'expliquant par la forte révision en baisse des mois précédents. Cependant, le rythme de baisse en variation sur un an continue d'apparaître stable, contrairement à celui des ventes dans l'ancien qui s'accroît.

Ventes de logements anciens (cvs)

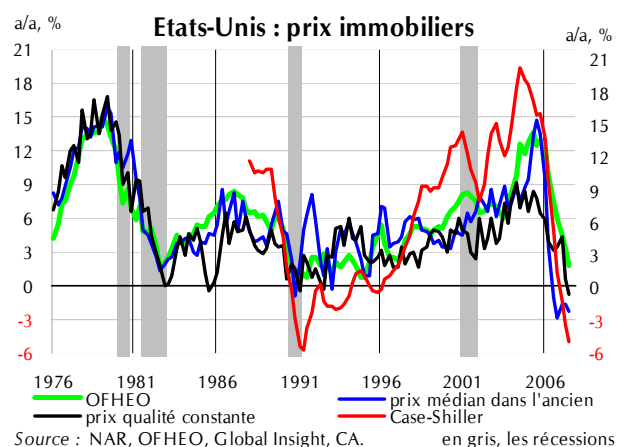
	août	sept		oct	
millions d'unités (taux annuel)	5,48	5,04	5,03	5,04	4,97
(m/m, %)	-4,7	-8,0	-8,2	0,0	-1,2
(a/a, %)	-13,2	-19,1	-19,3	-19,6	-20,7
prix de vente médian ('000 \$)	223,7	210,2	208,6	205,7	

Ventes de logements neufs (cvs)

	août	sept		oct	
milliers d'unités	735	717	770	716	750
(m/m, %)	-7,9	-9,9	4,8	-0,1	-2,6
(a/a, %)	-27,2	-28,9	-23,3	-28,7	-23,5



■ A en juger le niveau toujours élevé et croissant des ratios stocks/ventes, le marché immobilier reste profondément déséquilibré, avec d'un côté une demande déprimée et de l'autre de nombreuses maisons encore à vendre. Ce *housing glut* (excès de stocks de logements) exerce une importante pression baissière sur l'activité et les prix immobiliers (à la manière du *saving glut* de B. Bernanke – excès d'épargne – sur les taux d'intérêt). Bien que les données d'activité au mois d'octobre aient été mitigées, les nouvelles du côté des prix ont été, elles, franchement mauvaises. En effet, le prix médian des maisons individuelles dans l'ancien affiche un recul de 6,3 % en glissement annuel en octobre. Selon l'indice de prix composite S&P Case-Shiller sur 20 villes, la baisse atteint 4,9 % en septembre. Et, *last but not least*, l'indice de l'OFHEO a reculé de 0,4 % au troisième trimestre, pour la première fois depuis 1994. Cependant, en variation sur un an, cet indice reste le seul à afficher encore une progression des prix, même si celle-ci n'est plus que de 1,8 % (cf. graphique ci-dessous).



■ Le *Beige book* caractérise la demande de logements comme restant déprimée, avec seulement quelques signes timides et épars de stabilisation. Les contacts n'anticipent pas un redressement significatif de l'activité avant la fin 2008, au mieux. Les effets de

la crise du *subprime* ne sont effectivement pas près de disparaître : choc positif sur l'offre de logements (gonflée des saisies immobilières), choc négatif sur la demande (du fait du durcissement des conditions d'accès au crédit). Le marché est pris dans une spirale baissière et les prix n'ont pas encore assez baissé pour ranimer la demande. Les acheteurs potentiels attendent de meilleures opportunités. Mécaniquement, une fois le fond touché, le rebond de l'activité peut toutefois être rapide.

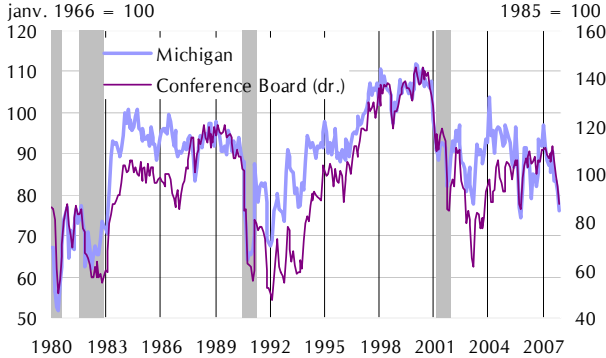
À retenir aussi cette semaine

Confiance des consommateurs (cvs)

	sept	oct	nov	
indice du Conference board	99,5	95,6	95,2	99,0 87,3
situation actuelle	121,2	118,8 118,0	115,4	
situation attendue	85,0	80,1 80,0	68,7	

En novembre, la confiance des ménages selon l'enquête du *Conference Board* a plus reculé que prévu, du fait des profondes inquiétudes des ménages sur l'avenir. Bonne surprise, leur perception du marché du travail ne s'est pas franchement détériorée : ils sont un petit peu moins nombreux à juger les emplois difficiles à trouver (21,3 contre 22,8 % en octobre) et un petit peu plus nombreux à les trouver abondants (23,2 contre 24,1 %). Un point ne fait pas une tendance et une chute de la confiance des ménages peut être trompeuse quant au risque de récession (comme en 1993 ou en 2003, cf. graphique ci-dessous). Mais l'économie américaine n'est pas en début de cycle. Elle est fragilisée et une poursuite du recul de la confiance des ménages pourrait être la goutte d'eau qui fait déborder le vase. De ce point de vue, la Fed et les pouvoirs publics ont un rôle à jouer : il faut qu'ils rassurent. D'où nos anticipations de baisse des taux.

US : Confiance des consommateurs



en gris, les récessions
Source : Conference Board, Université du Michigan, CA.

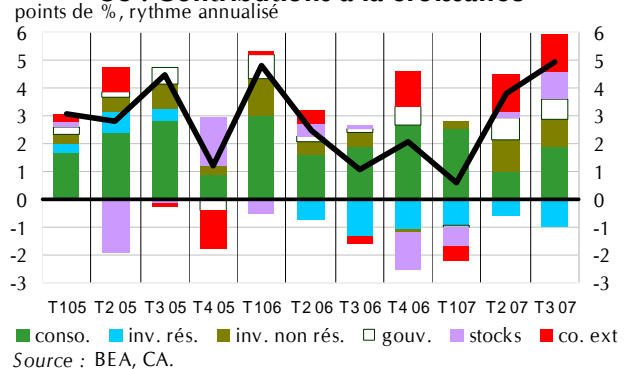
Comptes nationaux

	07 T1	07 T2	07 T3
PIB réel (t/t, taux annualisé)	0,6	3,8	3,9 4,9
(a/a)	1,5	1,9	2,6 2,8
consommation (t/t, t.a.)	3,7	1,4	3,0 2,7
inv. équip. & logiciels (t/t, t.a.)	0,3	4,7	5,9 7,2
inv. résidentiel (t/t, t.a.)	-16,3	-11,8	-20,1 -19,7
exportations (t/t, t.a.)	1,1	7,5	16,2 18,9
importations (t/t, t.a.)	3,9	-2,7	5,2 4,2
stocks (mds \$ de 2000)	0,1	5,8	15,7 32,9
déflateur chaîné (t/t, t.a.)	4,2	2,6	0,8 0,9
(a/a)	2,9	2,7	2,3 2,4
PIB nominal (t/t, t.a.)	4,9	6,6	4,7 5,9
(a/a)	4,5	4,7	5,0 5,3
profits après impôts (t/t, %)	-0,5	5,1	-2,6
(a/a)	-5,1	-2,2	-6,5

Comme attendu, la croissance américaine a été nettement revue en hausse au troisième trimestre, à 4,9 % en rythme trimestriel annualisé contre 3,9 % dans la version avancée des comptes nationaux. Ce rythme de croissance est le plus élevé depuis le troisième trimestre 2003 (+7,5 % !) et le second plus élevé depuis le pic de la bulle Internet début 2000. Un tel chiffre, qui fait suite à un très bon deuxième trimestre (3,8 %), interpelle et met à mal l'image d'une économie américaine soit disant fragile, au bord de

la récession. La performance est là, c'est incontestable. Et elle montre comment l'économie américaine est capable d'échapper à la récession en jouant sur différents moteurs de croissance. Elle s'explique par une contribution très positive du commerce extérieur et des variations de stocks, qui vient plus que compenser la contribution toujours très négative de l'investissement résidentiel (cf. graphique ci-dessous). Consommation des ménages, dépenses publiques et des entreprises se sont également très bien tenues. Mais le trimestre en cours ne s'annonce pas aussi bon. La consommation des ménages devrait accuser le coup de la flambée des prix des matières premières énergétiques et agricoles. L'investissement résidentiel devrait encore peser sur la croissance à hauteur de 1 point de pourcentage. Et on s'attend à une contribution négative des variations de stocks et du commerce extérieur. Dépenses publiques et des entreprises devraient être plus modestes. D'où une hausse attendue du PIB de seulement 0,9 %. 2008 ne devrait pas beaucoup mieux démarrer, contribuant à une croissance en moyenne annuelle proche de 2 %. L'optimisme de l'administration Bush, qui prévoit 2,7 %, laisse perplexes.

US : Contributions à la croissance



Commandes de biens durables (cvs)

	août	sept	oct	
commandes (m/m, %)	-5,3	-1,7	-1,4	-2,0 -0,4
(a/a, %)	3,5	-6,5	-6,2	0,0 1,9
hors transports (m/m, %)	-1,8	0,4	1,1	-0,7
(a/a, %)	1,3	0,3	1,0	2,0
hors défense (m/m, %)	-6,3	0,5	0,3	-0,9
(a/a, %)	2,8	-3,2	-3,4	1,1
biens de capital (m/m, %)	-12,0	4,6	4,8	-3,1
(a/a, %)	5,4	-11,1	-10,9	-0,8
hors avions (m/m, %)	0,1	0,6	1,2	-2,3
(a/a, %)	-0,7	-4,8	-4,2	-2,4

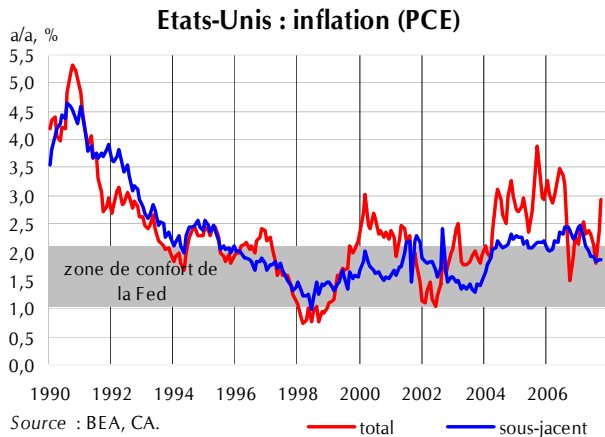
Les nouvelles commandes de biens durables ont moins reculé que prévu mais le détail de la publication révèle des rythmes de recul un peu plus important sur certains postes. En particulier, la baisse de 2,3 % sur le mois et de 2,4 % sur un an des nouvelles commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique, qui sert de *proxy* à court terme pour les dépenses d'investissement des entreprises, n'est pas une bonne nouvelle. Les livraisons restent en revanche raisonnablement bien orientées en glissement annuel et compatible avec une progression en termes réels de l'ordre de 5 % en rythme trimestriel annualisé des dépenses d'investissement en équipements et logiciels au quatrième trimestre.

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

	août	sept	oct	
revenu disponible	0,5	0,4	0,4	0,4 0,1
consommation	0,5	0,4	0,3	0,3 0,2
consommation réelle	0,6	0,4	0,1	0,0 0,0
taux d'épargne	0,8	0,6	0,7	0,9 0,5

La progression en termes nominaux des dépenses de consommation des ménages en octobre est ressortie légèrement en deçà de nos attentes (à 0,2 % sur le mois et 5,4 % sur un an). Elles stagnent en termes réels, comme attendu. La vraie « mauvaise » surprise vient de la hausse limitée à 0,1 % du revenu disponible, à comparer à une progression mensuelle moyenne de 0,5 % au cours des deux dernières années. Cependant, en variation sur un an, il progresse encore confortablement de 5,7 % en termes nominaux et de 2,7 % en termes réels. Comme c'était prévisible (mais non prévu), le taux d'épargne a baissé pour amortir la progression moins rapide du

revenu disponible. Ces différents chiffres confortent l'hypothèse d'un tassement des dépenses de consommation des ménages sur l'ensemble du quatrième trimestre (sur un rythme annualisé de hausse compris entre 1 et 2 %, à comparer à un rythme moyen de long terme de 3 % et quelques par an). Le déflateur implicite des dépenses de consommation hors énergie et alimentation a progressé de 0,2 % sur le mois, soit de 1,9 % sur un an. L'inflation sous-jacente reste donc dans la zone de confort supposée de la Fed tandis que l'inflation totale accélère à 2,9 % (cf. graphique ci-dessous).



À venir...

lundi 3 décembre, 10:00 (ET)

ISM

	sept	oct	nov
indice résumé	52,0	50,9	<u>50,1</u>

Nous attendons un nouveau repli de l'enquête ISM auprès du secteur manufacturier. Il nous semble que cette prévision est exposée à un risque baissier. Si les enquêtes régionales disponibles au moment où nous écrivons plaident pour un ISM stable, il ne faut pas négliger l'effet négatif des hausses de taux passées. Cependant, jusqu'à présent, le climat des affaires a plutôt bien résisté à un environnement financier dégradé, soutenu par les débouchés à l'extérieur.

mercredi 5 décembre, 08:30 (ET)

Productivité et coûts du travail (cvs)

secteur marchand non agri.	07 T1	07 T2	07 T3	
productivité horaire (t/t t.a., %)	0,7	2,2	4,9	<u>5,5</u>
(a/a, %)	0,4	0,7	2,4	<u>2,5</u>
rémunération (t/t t.a., %)	5,9	4,4	4,7	<u>4,7</u>
(a/a, %)	4,7	5,9	6,7	<u>6,8</u>
coût unit. du travail (t/t t.a., %)	5,2	2,2	0,2	<u>-0,8</u>
(a/a, %)	4,3	5,1	4,3	<u>4,1</u>

A la faveur de la nette révision en hausse de la croissance du PIB, les gains de productivité horaire du travail devraient être également revus en hausse, accentuant le recul du coût unitaire du travail sur le troisième trimestre.

mercredi 5 décembre, 10:00 (ET)

ISM non manufacturier

	sept	oct	nov
activité	54,8	55,8	<u>55,0</u>

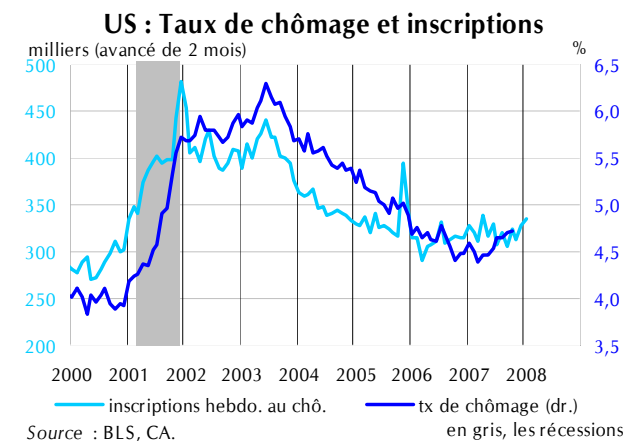
Du fait de la bonne tenue passée des ventes de détail, l'enquête ISM auprès du secteur non manufacturier devrait n'afficher qu'un léger repli en novembre.

vendredi 7 décembre, 08:30 (ET)

Marché du travail

	sept	oct	nov
taux de chômage	4,7	4,7	<u>4,8</u>
nbre d'employés (m/m, '000)	96	166	<u>57</u>
secteur privé	73	130	<u>42</u>
secteur manufacturier	-17	-21	<u>-20</u>
durée hebdo. de travail	33,8	33,8	<u>33,8</u>
salaire horaire (m/m, %)	0,3	0,2	<u>0,3</u>
a/a, %	4,0	3,8	<u>3,8</u>

La prévision médiane du consensus des économistes table sur 70 000 créations nettes d'emplois salariés non agricoles, avec une prévision basse à -10 k et haute à 105 k. Notre propre analyse nous conduit à anticiper seulement 57 k créations nettes d'emplois. Cette prévision pourrait être plus haute (grâce aux créations dans les secteurs producteurs de services) n'eût été notre biais pessimiste et notre volonté de le traduire dans les chiffres. Le ralentissement observé du marché du travail reste à ce jour progressif mais nous nous attendons à ce qu'il s'accroisse quelque peu dans un avenir proche compte tenu à la fois des chocs qui frappent l'économie américaine et de ce que nous disent les inscriptions hebdomadaires au chômage ainsi que les indices d'offres d'emplois dans la presse et sur Internet (cf. graphique ci-dessous).



vendredi 7 décembre, 10:00 (ET)

Indice de confiance de l'Université du Michigan

	oct	nov	déc
préliminaire	82,0	75,0	<u>75,0</u>
final	80,9	76,1	..

Un nouveau recul du moral des ménages selon l'enquête préliminaire de l'Université du Michigan est à attendre, compte tenu des évolutions du prix de l'essence, des Bourses, du marché immobilier. Dans la mesure où la confiance des ménages s'est déjà sérieusement ajustée aux mauvaises nouvelles au cours des 4 derniers mois, un ralentissement de la baisse est probable.

vendredi 7 décembre, 15:00 (ET)

Crédit à la consommation

	août	sept	oct
total (m/m, mds \$)	15,4	3,7	<u>4,7</u>
a/a, %	5,2	5,1	<u>4,8</u>

UEM : nouvelle accélération de l'inflation, à 3 % en novembre

La semaine a été marquée en Europe par la publication des premières estimations des chiffres d'inflation dans quelques grands pays et dans la zone euro. Ces statistiques confirment la tendance à l'accélération observée depuis le mois de septembre, comme nous le soulignons la semaine dernière (cf. *Perspectives Hebdo du 23/11/07*), mais l'ampleur de ce mouvement a de nouveau surpris à la hausse.

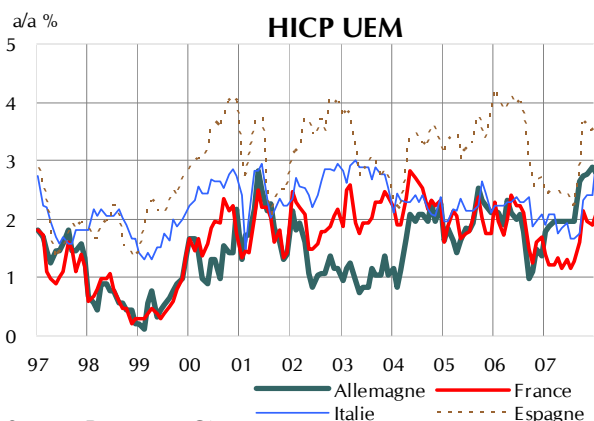
■ Net rebond de l'inflation dans les grands pays

Allemagne : plus fort taux d'inflation depuis plus de dix ans.

L'estimation préliminaire de l'inflation en Allemagne, calculée sur six Länder, est ressortie à 3,3 % en g.a. (indice harmonisé). L'inflation allemande n'a jamais été aussi élevée depuis le milieu des années 1990. Cette forte accélération suit pourtant une période de six mois de modération des indices des prix, lors de laquelle l'inflation s'était maintenue en dessous de 2 %.

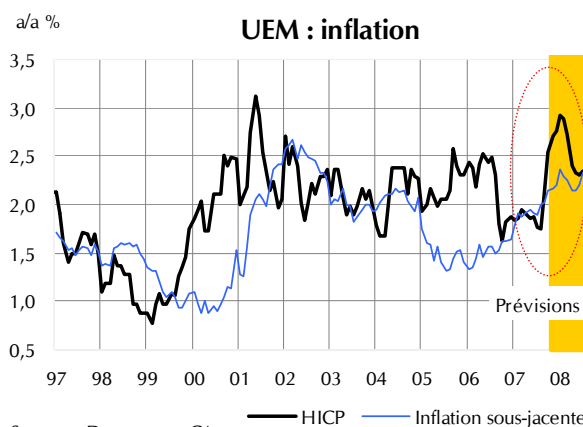
Espagne : regain de l'inflation après quelques mois de modération.

Le dynamisme de l'Espagne justifie un taux d'inflation plus élevé que la moyenne de la zone euro depuis plusieurs années. Mais les bonnes performances économiques ne suffisent pas à expliquer l'accélération des évolutions des prix depuis le mois de septembre (inflation à 4,1 % en g.a. en novembre, contre 3,6 % en g.a. en octobre).



Ces chiffres, qui ont surpris à la hausse, ont eu un impact significatif sur le niveau d'inflation de l'ensemble de la zone euro. **L'estimation flash a fait ressortir aujourd'hui une inflation annuelle moyenne à 3 % (en g.a.) au mois de novembre.** Les contributions des différentes composantes de l'indice des prix ne seront publiées que le 14 décembre. On peut toutefois penser que c'est la flambée des cours du pétrole et des prix des matières premières alimentaires qui continue de tirer vers le haut les indices de prix dans tous les pays de la zone euro. En outre, depuis le mois de septembre le mouvement est amplifié par des effets de bases défavorables.

La force de l'euro contre le dollar permet en partie de tempérer ces effets de base, en réduisant l'inflation importée. Mais les pressions devraient se poursuivre jusqu'au moins au premier semestre 2008. Nous ne prévoyons pas de baisse de l'inflation au-dessous de 3 % pour la zone euro avant le premier trimestre 2008. Au-delà, l'inflation devrait redescendre graduellement, si la progression de l'inflation sous-jacente reste modérée (inférieure à 2 % en g.a.) et si le cours du pétrole repasse sous le seuil des 80 dollars l'été prochain.



■ L'inflation : un facteur de risque supplémentaire pour la croissance européenne

L'inflation pourrait sérieusement éroder le pouvoir d'achat des ménages européens au cours des prochains trimestres. La répercussion potentielle sur la consommation des ménages est très inquiétante. C'est en effet cette composante qui devrait principalement assurer le soutien de la croissance pour les trimestres à venir en France, quand elle est déjà sérieusement déprimée en Allemagne. La nouvelle chute des ventes de détail au mois d'octobre (-3,3 % m/m) suggère d'ailleurs que les dépenses des ménages seront moins dynamiques au T4 qu'au trimestre précédent.

Par ailleurs, les entreprises, rendues déjà moins compétitive par la faiblesse du dollar contre l'euro depuis plusieurs trimestres, auront encore à souffrir une baisse de leur marge. Elles auront certainement du mal à la répercuter sur le consommateur final, du fait de l'intensité de la concurrence sur le marché des biens. Si les risques de matérialisation d'un effet de second tour nous semblent limités, on pourrait s'approcher vers la combinaison temporaire d'inflation élevée et de croissance somnolente.

Certes l'inflation reste selon nous sous contrôle en Europe. Toute la question est de savoir jusqu'à quand les tensions inflationnistes actuelles vont se faire sentir. Elles apparaissent aujourd'hui comme un facteur de risque supplémentaire aux côtés de la crise financière et de la faiblesse du dollar.

À retenir aussi cette semaine...

UEM - enquête de la Commission Européenne

	sept	oct	nov		
sentiment économique	106,9	105,9	106,0	105,0	104,8
confiance dans l'industrie	2,7	1,6	1,7	1,4	2,5
dans la construction	-0,1	-1,6	-1,7	-3,7	
dans la vente de détail	-3,1	-1,8		2,0	
dans les services	17,5	17,5	17,7	17,0	13,6
confiance des ménages	-5,6	-6,1		-7,0	-8,0
indicateur du climat des affaires	1,1	0,9	0,9	0,8	1,0

Le climat des affaires en zone euro a continué à ralentir en novembre. L'indice du sentiment économique de l'enquête de confiance de la commission européenne est en effet ressorti à 104,8 (après 106 en octobre). On note en particulier que la confiance dans les services a baissé. Le moral des ménages s'est aussi encore détérioré. Au bout du compte, la baisse de cette enquête souligne toutes les incertitudes qui pèsent sur la croissance en zone euro à la fin de l'année 2007.

UEM - agrégats monétaires

	août	sept	oct	
M3 (a/a, %)	11,6	11,3	11,5	12,3
(a/a mm3, %)	11,4	11,5	11,5	11,7
contreparties				
crédit au public (m/m, %)	-1,5	-0,5	-0,5	6,7
(a/a, %)	-4,4	-4,7	-4,7	2,0
prêts au privé (m/m, %)	1,1	0,8	0,8	0,9
(a/a, %)	11,2	11,2	11,0	11,2

La croissance des agrégats monétaires est restée dynamique en octobre à 12,3 % en g.a. Par ailleurs, la croissance des crédits au secteur privé est restée inchangée par rapport au mois précédent. La dynamique des crédits aux entreprises reste forte toutefois, ce qui suggère que le resserrement des conditions de crédit ne les a pas encore affecté. Au total, les évolutions de la monnaie à court terme ne devraient pas avoir d'incidence sur la politique monétaire de la BCE dans la mesure où elles résultent en partie des perturbations sur les marchés monétaires.

France - Enquête auprès des ménages - cvs

	sept	oct	nov		
indice résumé	-21	-22	-23	-24	-28

Le moral des ménages français a continué à se dégrader en novembre. L'indicateur résumé d'opinion des ménages a reculé de cinq points à -28, son plus bas niveau depuis juin 2006. La poursuite de la baisse de la confiance des ménages était prévisible, compte tenu de la multiplication des facteurs d'incertitudes ces derniers mois (accélération de l'inflation, crise financière, etc.). Le mouvement a été amplifié par les tensions sociales et la montée des inquiétudes quant au pouvoir d'achat. Dans le détail, on observe que tous les soldes d'opinion composant l'indicateur résumé se sont repliés. On note en particulier la forte chute du solde sur l'opportunité de faire de gros achats. Par ailleurs, l'opinion des ménages concernant l'évolution du chômage s'est encore dégradée. Au total, l'incertitude entourant la croissance française au cours des prochains mois étant marquée, on peut penser que le moral des ménages devrait rester bas.

France - Enquête dans l'industrie (Insee)

	sept	oct	nov	
Indicateur synthétique	109	108	107	110

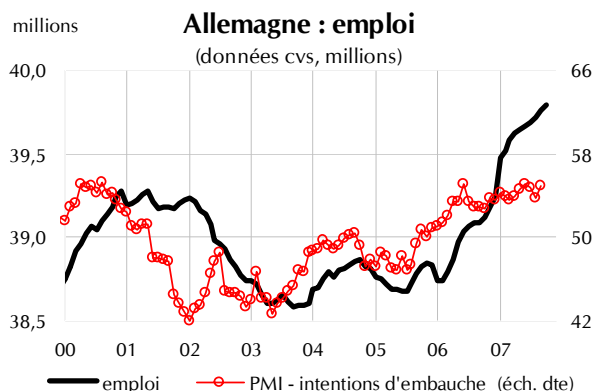
Contre toute attente, la confiance des chefs d'entreprises dans l'industrie a bondi en novembre. L'indicateur synthétique a en effet progressé de deux points à 110. A l'exception des perspectives générales de production, toutes les autres composantes de l'enquête sont en hausse. La production passée s'est redressée, ce qui suggère que la production industrielle devrait continuer à progresser à court terme. Les carnets de commandes globaux et étrangers continuent également à progresser, et ce malgré l'euro fort et des perspectives de croissance de l'économie mondiale moins favorables. Au total, l'amélioration du climat des affaires

dans l'industrie nous semble temporaire. Les facteurs de risques (euro fort, prix du pétrole et incertitude sur la croissance mondiale) devraient en effet finir par peser sur la conjoncture industrielle.

Allemagne - marché du travail (cvs)

	sept	oct	nov			
nbre chômeurs (m/m, '000)	-49	-56	-40	-37	-10	-53
(a/a, '000)	-698	-700	-653	-655	-568	-617
taux de chômage (%)	8,8	8,7			8,7	8,6

Le ralentissement en cours de l'économie n'a pas empêché le marché du travail de poursuivre son amélioration en novembre, la nouvelle baisse du nombre de chômeurs portant le taux de chômage à 8,6 % selon la définition nationale. L'emploi progresse également (+33 k en octobre), mais les enquêtes suggèrent que ces tendances favorables vont aller en se modérant.



Source : Buba, CA

Allemagne - enquête Ifo dans l'industrie

	sept	oct	nov	
indice Ifo	104,2	103,9	103,5	104,2
situation actuelle	109,9	109,6	109,0	110,4
situation future	98,7	98,6	98,0	98,3

Contre toutes attentes, l'indice IFO a rebondi pour retrouver son niveau du mois de septembre, grâce à un redressement du jugement sur la situation courante. Sa tendance de fond reste toutefois à la baisse, ce qui suggère une modération de l'activité dans l'industrie au 4^e trimestre.

Allemagne - ventes de détail (cvs)

	août	sept	oct	
volume avec auto. (m/m, %)	-0,2	-0,1	0,6	0,6
(a/a, %)	-2,9	-2,9	-0,9	-0,8
volume hors auto. (m/m, %)	-1,5	-1,1	1,6	1,2
(a/a, %)	-2,9	-2,9	0,7	0,7

À suivre la semaine prochaine...

UEM - taux de refinancement BCE

	oct	nov	déc
refi (%)	4,00	4,00	4,00

Pour la réunion du conseil des gouverneurs du 6 décembre, nous attendons le maintien du *statu quo* des taux directeurs de la BCE.

Allemagne - production industrielle (cvs)

	août	sept	oct
prod. industrielle (m/m, %)	1,9	0,3	-1,5
(a/a, %)	5,4	6,1	4,8

Allemagne - commandes à l'industrie (cvs)

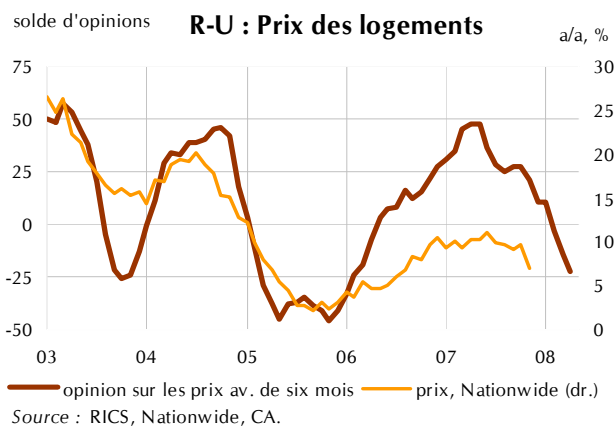
	août	sept	oct
nouvelles commandes (m/m, %)	1,9	-2,5	0,0
(a/a, %)	4,8	4,5	5,2

Royaume-Uni : les « fondations » de l'économie s'écroulent ?

■ **L'immobilier sera le premier secteur à marquer le pas.** Ainsi, alors que la semaine dernière l'indicateur avancé sur les prix RICS s'enfonçait à -22 (cf. graphique infra), l'indice de prix Nationwide a affiché au mois de novembre sa plus forte baisse mensuelle depuis juin 1995 (-0,8). En outre, les chiffres des crédits hypothécaires pour le mois d'octobre pointent vers une poursuite de cette chute lors des prochains mois. Avec seulement 88 000 prêts immobiliers accordés en novembre (contre plus de 100 000 par mois depuis 2005) pour un montant total de 7,3 milliards de livres (contre plus de 8,5 milliards par mois depuis 2005), le secteur immobilier semble être le premier à être touché par le resserrement des conditions d'accès au crédit lié à la crise financière et à la hausse de taux de 175 pdb opérée depuis août 2006.

■ Si ce ralentissement confirme les craintes de la BoE concernant l'immobilier, exprimées à l'occasion du dernier *Inflation Report*, les déclarations des membres du comité de politique monétaire, devant la commission du Trésor rendent peu probable une baisse en décembre. En effet, il semble que ceux-ci

n'ont pas voulu signaler qu'ils s'apprêtaient à voter pour une baisse dès jeudi prochain. Les discussions ont certes porté sur les risques que la crise des *subprimes* faisait peser sur la croissance, mais les banquiers centraux britanniques ont aussi voulu insister sur les risques haussiers sur l'inflation à court terme liées à l'explosion des prix du pétrole et sur l'impact que cela pourrait avoir sur les anticipations d'inflation des agents.



Japon : un retour durable de l'inflation ?

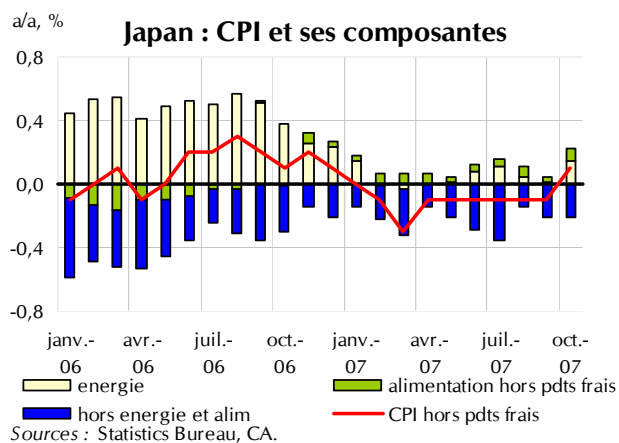
■ **L'activité industrielle s'est redressée en octobre** (+1,6 % m/m après -1,4 %), ce mouvement haussier devrait se poursuivre jusqu'à la fin de cette année. Le ralentissement américain devrait néanmoins peser sur l'activité nipponne en début d'année prochaine. Sans surprise, les mises en chantier ont continué de reculer en octobre (-35 % a/a après -44 %). Ceci est le reflet du durcissement des normes parasismiques, mis en place en juin dernier, qui entraîne un allongement des délais d'obtention de permis de construire. C'est pourquoi nous anticipons une poursuite du repli de l'investissement immobilier au cours des prochains trimestres (-5,7 % t/t au quatrième après -7,8 % au troisième) avant un retour à la normale en 2009.

■ **Sur le marché du travail, les tensions demeurent, même si elles se sont légèrement assouplies ces derniers mois.** En octobre, le taux de chômage est resté stable à 4 % et le ratio offre sur demande d'emploi s'est replié à 1,02 (après 1,05). Les entreprises restent donc très prudentes en matière d'embauche, ce qui ne laisse pas attendre une franche amélioration de la croissance des salaires.

■ **Pour la première fois depuis janvier 2007, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) hors produits frais est positif** (+0,1 % après -0,2 % en septembre). Cette hausse reflète la flambée des cours du pétrole (+2,3 % a/a pour la composante produits pétroliers de l'IPC) et l'augmentation des prix des produits alimentaires (+0,9 % a/a). En excluant l'énergie, les prix ont en revanche continué de reculer ce mois-ci de 0,3 %. En

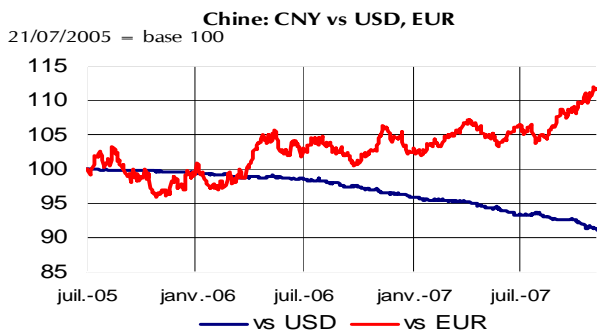
particulier, les prix n'ont cessé de baisser dans le secteur des télécommunications, où la bataille entre opérateurs s'est intensifiée depuis octobre 2006, date depuis laquelle les abonnés ont le droit de passer à la concurrence tout en conservant leur numéro de téléphone initial. La forte concurrence fait également chuter les prix dans l'électronique.

■ Au vu de l'accélération de l'IPC dans la région de Tokyo, l'IPC national devrait continuer de progresser en novembre (+0,2 % a/a), la composante énergie restant orientée à la hausse. A court terme, nous tablons donc sur la disparition de la déflation résiduelle. Tenant compte de l'incertitude sur les perspectives américaines et sur les marchés financiers, la BoJ maintiendrait encore quelques mois son mode « *wait and see* » avant de poursuivre son processus de normalisation.



L'actualité de la semaine dans les pays émergents

■ L'actualité de la semaine est dominée par les questions de change. **En Chine**, le yuan continue de s'apprécier vis-à-vis du dollar (8,95 % depuis le 21 juillet 2005). Toutefois cette appréciation reste inférieure aux attentes des principaux partenaires commerciaux. Par ailleurs, l'euro est en train de s'apprécier à la fois vis-à-vis du dollar et du yuan, entraînant une perte de compétitivité-prix des entreprises de la zone euro qui exportent vers les Etats-Unis et la Chine. L'excédent commercial chinois ayant créé un déséquilibre important vis-à-vis de ses principaux partenaires, ceux-ci souhaitent une appréciation plus rapide du yuan (vis-à-vis du dollar) afin de le réduire. En attendant, l'excédent du compte courant et du compte de capital permet à la Chine d'accumuler des réserves de change. Les derniers chiffres indiquent qu'elles ont atteint 1455 milliards de dollars fin octobre.



Source : Datastream, Crédit Agricole

■ **Dans le Golfe**, les spéculations sur un changement de régime monétaire vont bon train. Les E.A.U. et l'Arabie Saoudite, où les Banques centrales travaillent en coopération pour dissuader les nouvelles entrées de capitaux spéculatifs, sont les principaux concernés.

La Banque centrale des **E.A.U.** vient d'ailleurs de remplacer son offre quotidienne de certificats de dépôts (CD) à taux fixes, par une mise aux enchères des CD qui déterminera le taux interbancaire. La Banque centrale des E.A.U. offre aussi pour la première fois des CD en euros et en dollars. La liquidité étant importante, tant dans les banques que dans la Banque centrale, cette dernière espère « créer un canal » qui permettra aux investisseurs d'acheter des dollars et ainsi pousser les taux d'intérêt à la baisse. Toutefois, à moins que les autorités monétaires affirment clairement abandonner l'idée d'une sortie du peg ou d'une réévaluation, la baisse des taux à court terme ne devrait pas stopper l'afflux de liquidités d'investisseurs, spéculant sur une réévaluation prochaine du dirham. D'autant que de son côté, la National Bank Of Abu Dhabi (NBAD), premier gestionnaire de fonds du pays, a affirmé que « des discussions sérieuses étaient en cours » sur une éventuelle réévaluation de la devise des E.A.U. La NBAD s'attend à un changement prochain et estime que le dirham serait aujourd'hui sous-évalué de 10 % à 15 % face au dollar. De même, selon un périodique de Dubaï, les E.A.U. pourraient réévaluer la monnaie de 3 à 5 % dès dimanche 2 décembre.

■ Les problématiques politiques sont également à l'honneur cette semaine. **Dans les Balkans**, une dernière série de discussions entre dirigeants serbes et kosovars s'est déroulée en début de semaine, en Allemagne. Elle s'est soldée par un échec. **La Serbie** s'en est tenue à son plan d'autonomie élargie, le Kosovo à son indépendance. Il faut à présent attendre le 10 décembre, date à laquelle les médiateurs européens, américains et russes remettront leur rapport au Conseil de sécurité des Nations Unies. Toutefois, l'instance internationale est elle aussi divisée sur cette question. L'Union européenne et les Etats-Unis estiment que le temps des négociations est passé et sont favorables à l'indépendance du Kosovo sous supervision de l'Union européenne. Au contraire, la Russie, qui soutient la Serbie, est fermement opposée à tout projet d'indépendance, allant même jusqu'à brandir la menace d'un veto. Les prochaines semaines s'annoncent tendues et le risque que le Kosovo déclare unilatéralement son indépendance est loin d'être négligeable ; d'autant qu'Hashim Thaci, vainqueur des législatives du 17 novembre dernier et futur Premier ministre du Kosovo, avait réaffirmé, au lendemain des élections, sa volonté de déclarer l'indépendance. Dans ce cas, Belgrade « répondra » très certainement. Toute la question alors est de savoir comment ? Elle reste ouverte, mais la stabilité de la Serbie et du Kosovo en dépendra. Tout comme celle de la région en dépendra, d'ailleurs. Il y a la **Macédoine** où la communauté albanaise est importante (environ 25 % de la population). Mais il y a surtout la **Bosnie-Herzégovine**. Le pays est composé de deux entités (la Fédération de Bosnie et Herzégovine et la République serbe de Bosnie) et est politiquement « éclaté » entre les communautés serbe, croate et musulmane. En outre, il est en proie à une crise politique intérieure depuis la démission du Premier ministre, Nikola Spiric, début novembre. Une déclaration d'indépendance unilatérale du Kosovo ajouterait à ce paysage politique précaire et menacerait l'unité du pays, en suscitant probablement des velléités indépendantistes en République serbe de Bosnie.

■ **Au Liban**, les différents partis ne s'étant pas entendus sur un candidat vendredi dernier, le pays est sans président. La situation actuelle est relativement calme, mais l'opposition, soutenue par la Syrie et le Hezbollah libanais, et menée par le général Aoun, affirme que « ce calme sera bientôt ébranlé » et que des manifestations pacifiques visant le gouvernement de Fouad Siniora, sont prévues. Le Premier ministre, qui assure l'intérim, a indiqué qu'il ferait preuve de retenue et que son gouvernement se garderait de « toute provocation » en attendant la session parlementaire, prévue vendredi 30 novembre, qui tentera d'élire un nouveau président. Cette session parlementaire pourrait à nouveau être reportée, selon diverses sources libanaises. Quoiqu'il en soit, ces blocages politiques ne font certainement pas l'affaire de l'économie libanaise. S&P vient d'ailleurs de déclasser les bons du trésor au niveau de *negative credit watch* pour ces raisons.

Prochains indicateurs à suivre - Semaine du 3 au 7 décembre 2007

LUNDI		MARDI		MERCREDI		JEUDI		VENDREDI	
UEM	oct nov	09:00 nbre chômeurs, m/m '000	-10,9 31,2	UEM	oct nov	Japon	sept oct	France	sept oct
08:00 PMI - industrie	51,5 52,6	Royaume-Uni	oct nov	08:00 PMI - services	55,8 53,7	06:00 indicateur avancé	0,0 —	08:45 bal. commerciale, mns E	-3083 -3200
France	sept oct	09:30 PMI - construction	57,4 55,3	Espagne	août sept	Royaume-Uni	sept oct	Royaume-Uni	oct nov
08:45 prix vente industriels, m/m	0,4 0,4	UEM	sept oct	09:00 prod. industrielle cjo, a/a	1,6 -1,3	10:30 prod. industrielle, m/m	-0,4 0,2	09:30 prix logts (Halifax), a/a	6,8 5,7
France	oct nov	12:00 prix à la production, m/m	0,4 0,5	Espagne	sept oct	10:30 prod. manufacturière, m/m	-0,6 0,2	Italie	T3 07 T4 07
09:00 PMI - industrie	50,5 51,0			09:00 vtes voitures neuves, a/a	-7,7 3,4	Allemagne	sept oct	10:00 PIB, chiffre révisé, t/t	0,4 —
Allemagne	oct nov	Canada	nov dec	France	oct nov	12:00 cdes à l'industrie, m/m	-2,5 0,0	Allemagne	sept oct
09:55 PMI - industrie	51,7 53,0	15:00 Banque du Canada	4,50% 4,50%	09:00 PMI - services	58,5 57,5			12:00 prod. industrielle, m/m	0,3 -1,5
Royaume-Uni	oct nov			Royaume-Uni	oct nov	Royaume-Uni	nov déc		
10:30 PMI - industrie	52,9 52,0			09:30 PMI - services	53,1 52,5	13:00 réunion CPM, taux de base	5,8 5,8	Etats-Unis	oct nov
UEM	sept oct			Allemagne	oct nov	UEM	nov déc	14:30 taux de chômage	4,7 4,8
12:00 taux de chômage, %	7,3 7,3			09:55 PMI - services	55,1 53,0	13:45 CPM - refi	4,00 4,00	14:30 emploi, m/m '000	166 57
				UEM	sept oct			14:30 taux salaire horaire, m/m	0,2 0,3
				12:00 ventes de détail, m/m	0,3 —			Etats-Unis	nov dec
								16:00 confiance conso. Michigan	76,1 75,0
Royaume-Uni				Etats-Unis	T2 07 T3 07			Etats-Unis	sept oct
13:00 prix commerce détail BRC, a/a				14:30 productivité, révisé, t/t t.a	2,2 5,5			21:00 crédit conso., m/m mds \$	3,7 4,7
Etats-Unis	oct nov			14:30 coût unit travail révisé t/t t.a	2,2 -0,8				
14:30 vtes totales véhic., mln t.a.	16,0 16,1			Etats-Unis	sept oct				
14:30 ventes véhic. dom., mln t.a.	12,7 12,3			16:00 cdes industrie, m/m	0,2 -1,8				
Etats-Unis	oct nov			Etats-Unis	oct nov				
16:00 ISM manufacturier	50,9 50,1			16:00 ISM non manufacturier	55,8 55,0				
Italie	oct nov								
18:00 immat. voitures neuves a/a	8,5 —								

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 : Sophie Bigot

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.