

## L'actualité de la semaine

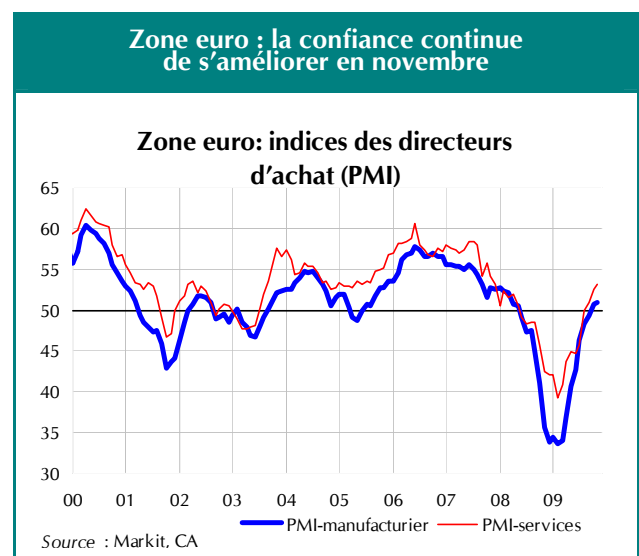
■ **Marchés :** Les places boursières internationales ont brutalement décroché jeudi suite à l'annonce de Dubaï d'un moratoire sur sa dette. Le cas de ce petit émirat du Golfe est symptomatique de la frénésie immobilière qu'a connue la région avant la crise, avec des dommages collatéraux une fois que la bulle éclate. Si la mésaventure de Dubaï reste un épiphénomène, elle n'en constitue pas moins une piqûre de rappel quant aux fragilités héritées de la crise avec en toile de fond un endettement excessif, privé hier et public aujourd'hui, qu'il va bien falloir purger. Avec cet épisode, l'aversion pour le risque a fait son grand retour et les investisseurs se sont détournés des actifs risqués pour aller se réfugier vers les compartiments sûrs du marché. La parité euro dollar est nettement repassée en dessous du seuil des 1,5000 et les taux longs sans risque se sont détendus (3,2 % pour le dix ans américain et 3,16 % pour le Bund allemand).

■ **Etats-Unis :** Cette semaine, les données ont, globalement, favorablement surpris, à deux déceptions près. Le redressement en novembre de l'indice de confiance des ménages du *Conference Board* fait partie des bonnes nouvelles, que le repli de l'enquête de l'Université du Michigan vient néanmoins relativiser. Les fêtes de fin d'année s'annoncent économes (cf. page 4). Cependant, les dépenses nominales de consommation ont progressé de 0,7 % sur le mois d'octobre, autre surprise positive. Et, côté marché immobilier résidentiel, les ventes dans l'ancien et le neuf ont dépassé les attentes, avec une progression sur le mois d'octobre de, respectivement, 10,1 et 6,2 %. En revanche, la croissance au troisième trimestre a été révisée à la baisse (+2,8 % en rythme annualisé). Et les nouvelles commandes de biens durables pour le mois d'octobre ont surpris négativement. **Le diagnostic conjoncturel complet pour le mois d'octobre est ainsi celui d'une économie en reprise mais sous perfusion et sous contraintes.** C'est aussi cette analyse d'une reprise en demi-teinte qui ressort des Minutes du FOMC des 3-4 novembre. Ces dernières n'ont par ailleurs révélé aucun scoop si ce n'est que la Fed est attentive aux répercussions de sa politique monétaire ultra-accommodante sur la sphère financière (cf. page 2). La semaine prochaine s'ouvre le bal des données pour le mois de novembre avec les enquêtes ISM et le rapport sur l'emploi (cf. page 9).

■ **UEM :** Les enquêtes de confiance du mois de novembre, sorties cette semaine, indiquent une poursuite de l'amélioration du climat des affaires en

zone euro. Les estimations préliminaires des indices PMI dans le secteur manufacturier et dans les services ont continué à progresser au-dessus du seuil des 50 points (respectivement 51 contre 50,7 et 53,2 contre 52,6), synonyme d'expansion de l'activité. Les enquêtes de la Commission européenne, publiées ce vendredi, signalent un redressement généralisé de la confiance dans tous les secteurs d'activité en zone euro en novembre (cf. page 6). **La semaine prochaine, c'est la réunion de la BCE qui va retenir l'attention.** Les nouvelles projections du *staff* des économistes sont attendues en hausse pour la croissance en 2010, et dans une moindre mesure pour l'inflation. Les grandes lignes de la stratégie de sortie des mesures de soutien à la liquidité devraient être dévoilées. Au-delà de l'appel d'offres à douze mois du 16 décembre (qui pourrait être conduit à 1% et pour des quantités illimitées), les modifications les plus probables devraient concerner les opérations de refinancement à long terme, dont la fréquence pourrait être réduite, mais les conditions inchangées jusqu'à l'été 2010.

■ **France :** Les enquêtes de confiance de novembre publiées par l'Insee cette semaine font état d'une relative divergence entre les ménages, qui reprennent confiance, et les chefs d'entreprise qui font montre de prudence (les enquêtes marquent le pas). Le taux de chômage, annoncé la semaine prochaine, fournira une information précieuse quant à l'évolution des conditions économiques françaises, une dégradation de l'emploi pouvant déprimer la consommation. (cf. page 7).



## Une Fed avertie en vaut deux

- La Fed s'attend à ce que la reprise se poursuive et se renforce graduellement au fil du temps. Cette reprise resterait néanmoins contrainte par des agents économiques incertains, des conditions difficiles sur le marché du travail et un desserrement lent des restrictions d'accès au crédit.
- La Fed est manifestement divisée sur le poids à accorder aux différents déterminants de l'inflation.
- La Fed est attentive aux répercussions possibles de sa politique ultra-accommodante sur la sphère financière. Le risque d'une prise de risques excessive est jugé bas.

### ■ Rien de très neuf côté croissance

Les Minutes du FOMC des 3-4 novembre n'ont rien apporté de nouveau par rapport aux propos récents de B. Bernanke sur la situation économique. La Fed s'attend à ce que la reprise se poursuive et se renforce graduellement au fil du temps. Le taux de chômage resterait « plutôt élevé » à l'horizon des prochaines années, tandis que l'inflation resterait en deçà de l'objectif de long terme de la Fed. **Les conditions restent donc réunies pour maintenir les Fed funds à un niveau exceptionnellement bas pour une période de temps prolongée.** Nos propres prévisions de croissance, chômage et inflation sont globalement en ligne avec celles de la Fed. Les quelques différences renforcent néanmoins notre scénario d'un *statu quo* monétaire prolongé jusque début 2011. Nous sommes en effet un peu moins optimistes sur la croissance et donc un peu plus pessimistes sur le chômage et l'inflation sous-jacente (*cf. tableau*).

Prévisions comparées de croissance et d'inflation\*

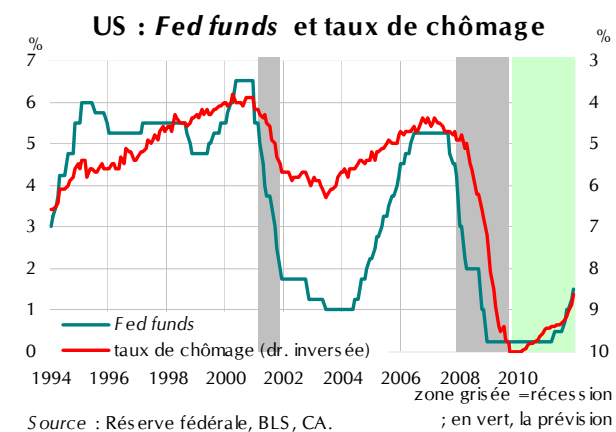
	2009		2010		2011	2012	LT
	Fed	C.A.	Fed	C.A.	Fed	Fed	Fed
Croissance du PIB (a/a, %)	-0,4- -0,1	<b>-0,6</b>	2,5- 3,5	<b>3,0</b>	3,4- 4,5	3,5- 4,8	2,5- 2,8
Taux de chômage (en T4, %)	9,9- 10,1	<b>10,3</b>	9,3- 9,7	<b>9,7</b>	8,2- 8,6	6,8- 7,5	5,0- 5,2
Inflation totale (a/a, %)	1,1- 1,2	<b>1,2</b>	1,3- 1,6	<b>1,5</b>	1,0- 1,9	1,2- 1,9	1,7- 2,0
Inflation sous-jacente (a/a, %)	1,4- 1,5	<b>1,5</b>	1,0- 1,5	<b>0,9</b>	1,0- 1,6	1,0- 1,7	

\* Prévisions de novembre pour la Fed et Crédit Agricole S.A.

La Fed a, sans surprise, révisé sensiblement en hausse ses prévisions de croissance pour 2009 par rapport à juin et plus marginalement celles pour 2010 et 2011. **Le comité juge les risques autour de ce scénario de croissance désormais à peu près équilibrés et non plus baissiers mais l'incertitude reste élevée.** La Fed n'a en revanche que peu ajusté ses prévisions de taux de chômage et d'inflation, si ce n'est, en ce qui concerne ces dernières, en resserrant la fourchette des possibles. La révision en hausse de son estimation du taux de chômage d'équilibre, même si elle

est modeste (+0,2 point de pourcentage), est néanmoins aussi à noter, et le résultat de frictions sur le marché du travail attendues plus élevées.

**Son scénario global reste celui d'une reprise contrainte par des agents économiques incertains, des conditions difficiles sur le marché du travail et un desserrement lent des restrictions d'accès au crédit.** La Fed est particulièrement préoccupée par la situation du marché du travail et la possibilité d'une nouvelle reprise sans emploi. Et tant qu'il n'y aura pas une amélioration sensible sur ce front, l'optimisme aura du mal à gagner les ménages et l'enclenchement d'un cercle vertueux entre offre et demande sera menacé. Le tout dernier rapport de la FDIC sur les résultats de l'ensemble du système bancaire au troisième trimestre n'est pas non plus encourageant : la montée du coût du risque ne peut que rendre les banques hyper prudentes, sélectives et exigeantes dans leur octroi de crédits.



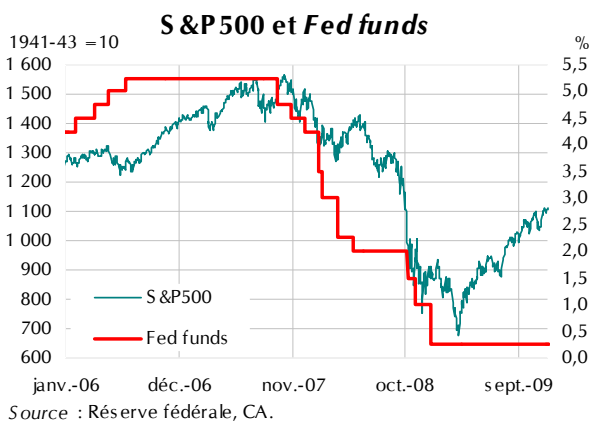
Côté inflation, la Fed est manifestement divisée quant au poids à attribuer à ses différents déterminants, comme, entre autres, le degré d'utilisation des ressources et les anticipations d'inflation. Les risques autour des perspectives d'inflation sont jugés à peu près équilibrés par nombre de participants mais ils diffèrent selon l'horizon : baissiers à court terme pour certains et haussiers à plus long terme pour d'autres.

**L'importance de l'écart négatif de production plaide, pour la plupart des membres du FOMC, pour une inflation contenue.** Mais certains membres ont mis en avant la hausse du prix des matières premières et la baisse du dollar comme porteuses d'inflation. Ce

sont probablement les mêmes qui s'inquiètent du gonflement potentiellement inflationniste de la base monétaire et des débordements possibles sur la sphère financière.

### ■ Du nouveau côté finance

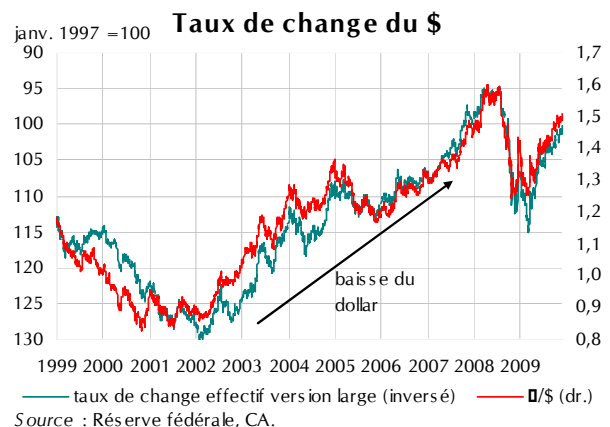
Les Minutes ne contiennent pas véritablement de scoop à ce sujet mais elles révèlent des questionnements nouveaux et une Fed plus attentive que les discours récents ne pouvaient le laisser penser aux répercussions de sa politique monétaire ultra-accommodante sur les marchés financiers. Ainsi, **il y a une fraction de membres du FOMC qui s'inquiètent ouvertement du risque que le stimulus monétaire, sous la forme d'une longue période de taux très bas, n'entraîne des prises de risque excessives (pouvant conduire à des bulles de prix d'actifs) ou un désancrage des anticipations d'inflation. Si les membres du FOMC estiment relativement faible la probabilité de tels développements, ils se disent vigilants.**



De la discussion sur les outils de la stratégie de sortie, il ressort, sans surprise, que les participants ont confiance dans la capacité du comité à ôter le stimulus lorsque ce sera approprié, en augmentant la rémunération des réserves excédentaires et en recourant aux divers outils de gestion de ces réserves (tels que les opérations de *reverse repos*, la création de dépôts à terme et, si c'est souhaitable, la (re)vente d'actifs). La Fed devra procéder à des essais sur ces outils, ces tests ne signifiant pas que la Fed est prête à recourir pour de vrai à ces outils à brève échéance.

On retiendra surtout que plusieurs participants considèrent les (re)ventes d'actifs comme un outil utile pour dégonfler le bilan de la Fed à une étape précoce du cycle de resserrement monétaire, tandis que d'autres s'inquiètent au contraire de ce que de telles ventes pourraient entraîner une remontée sensible des taux longs, surtout si elles ont lieu avant la remontée des taux directeurs. Les combinaisons possibles et la séquence d'utilisation des divers outils vont donc continuer d'être étudiées, la Fed notant au passage l'importance de développer une communication claire sur ce sujet et, plus généralement, sur la stratégie de sortie.

Par ailleurs, il n'y a eu aucune discussion sur la prolongation éventuelle du programme d'achats de titres des agences gouvernementales au-delà de son échéance prévue en fin de premier trimestre 2010, contrairement à ce qu'avait pu laisser penser un discours de M. Bullard. La Fed ne s'est pas donnée plus de flexibilité qu'elle n'en a déjà via sa formule consacrée selon laquelle le comité continue d'évaluer le calendrier et le montant des achats de titres à la lumière de l'évolution des perspectives économiques et des conditions sur les marchés financiers.



La dernière nouveauté côté finance est l'apparition d'un passage sur le dollar, en ligne avec ce que B. Bernanke a déjà dit sur le sujet. La faiblesse actuelle du billet vert est le résultat de la baisse de l'aversion pour le risque. Mais « **toute tendance qui montrerait que la dépréciation du dollar s'intensifie ou exerce d'importantes pressions haussières sur l'inflation, sera surveillée de près** ».

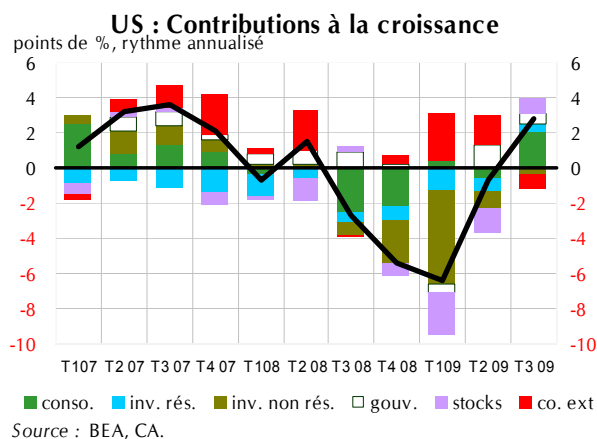
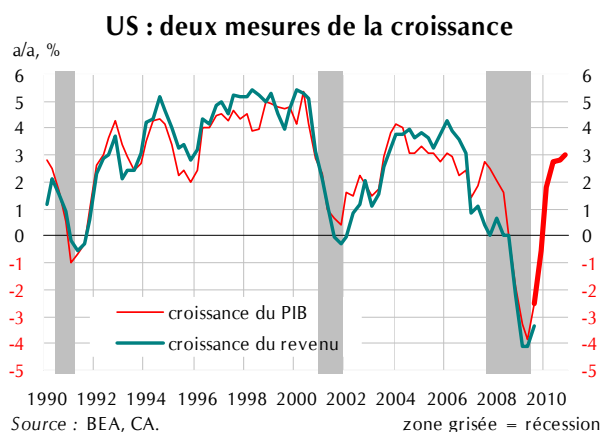
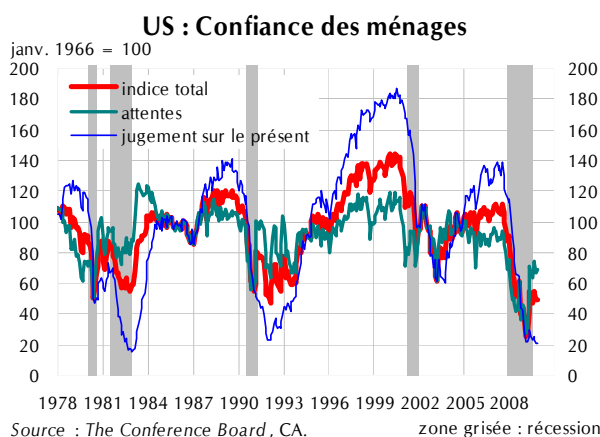
## États-Unis : bons et mauvais points

- La confiance des ménages selon l'enquête du *Conference Board* s'est redressée en novembre.
- La croissance au troisième trimestre a été révisée à la baisse (de 3,5 à 2,8 % en deuxième estimation).
- Les dépenses nominales de consommation ont progressé de 0,7 % sur le mois d'octobre.

■ L'indice de confiance des ménages du *Conference Board* a légèrement progressé en novembre, tiré par la composante « anticipations », elle-même soutenue par le rallye boursier. En même temps, cette hausse ne corrige que partiellement le recul du mois précédent. Et le jugement sur la situation présente est redescendu à son plus bas niveau depuis vingt-six ans. **Cette divergence persistante entre des anticipations mieux orientées et une perception toujours déprimée du présent vient de ce que la reprise économique n'a pas encore mis fin à la contraction de l'emploi.** Le jugement que les consommateurs portent sur le marché du travail atteint ainsi les niveaux de pessimisme records de mai 1983. Et ils sont très inquiets quant à leurs revenus futurs. Les fêtes de fin d'année s'annoncent donc économes.

■ La révision en baisse de la croissance du PIB au troisième trimestre (de 3,5 à 2,8 % en rythme annualisé) concerne l'ensemble des composantes et se traduit par un rebond moindre de la demande privée finale et à un soutien plus important du public. De plus, le revenu intérieur brut, qui rend mieux compte de la performance économique aux points de retournement, a progressé moins vite encore que la croissance réduite du PIB nominal (respectivement 2,5 % et 3,3 %). Le rebond de la consommation est moins fort qu'initialement estimé (+2,9 % au lieu de +3,4 %), mais le chiffre pour le mois d'octobre est de bon augure pour le quatrième trimestre (progression mensuelle de 0,7 % des dépenses nominales de consommation). De plus, les données de revenu pour les deuxième et troisième trimestres ont été significativement revues en hausse.

■ La contribution des variations de stocks est marginalement moins positive. Vu l'ampleur du déstockage, cette composante continuera cependant de soutenir la croissance pendant de nombreux trimestres encore. Le commerce extérieur a pesé sur la croissance à hauteur de 0,8 point de pourcentage mais cette ponction devrait s'avérer temporaire. Les dépenses publiques locales ont été revues en hausse, à la faveur du stimulus budgétaire qui n'a pas fini de produire ses effets. Le bond de l'investissement résidentiel est un petit peu moins impressionnant (+19,5 % au lieu de +23,4 %, après quatorze trimestres de recul) mais la reprise du marché immobilier est bien engagée. L'investissement en équipements et logiciels a interrompu sa chute. Mais sa progression reste modeste (+2,3 %) et promet de le rester à court terme à en croire le chiffre mitigé des nouvelles commandes de biens durables en octobre (-0,6 %). L'ajustement de l'investissement en bâtiments, engagé depuis fin 2008, est, lui, loin d'être arrivé à son terme.

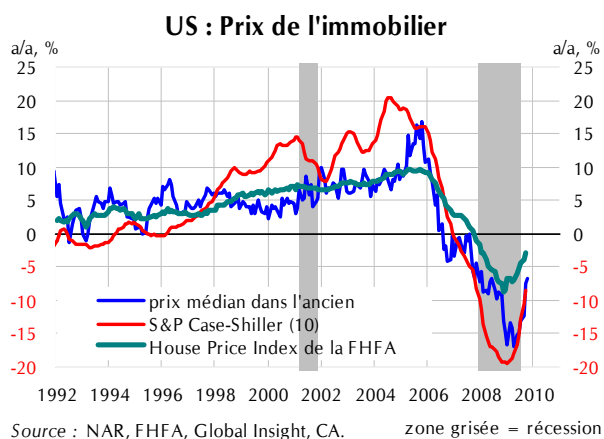
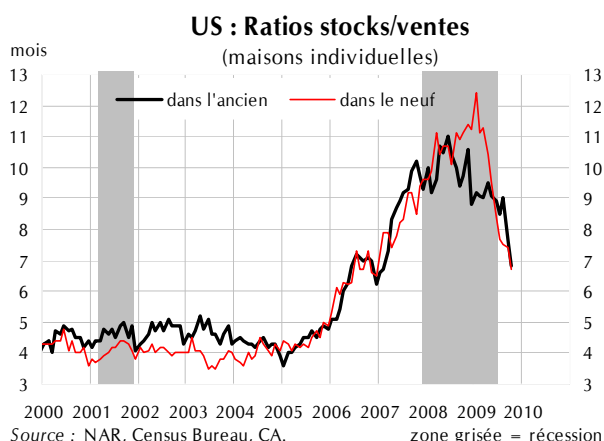
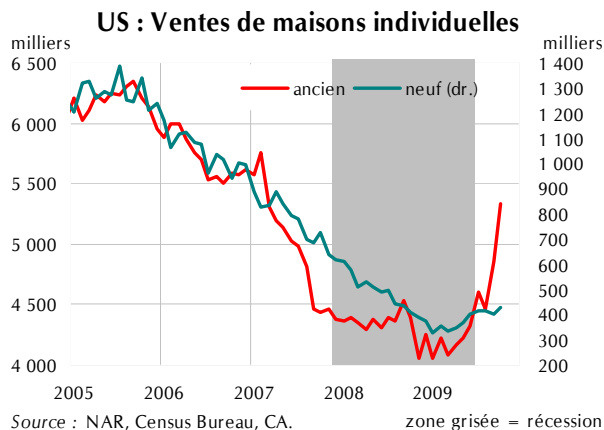


- Les nouvelles commandes de biens durables ont reculé de 0,6 % sur le mois d'octobre.
- Les ventes de logements dans l'ancien ont bondi de 10,1 % sur le mois d'octobre et celles dans le neuf de 6,2 %.
- Les prix immobiliers ont progressé de 0,3 % sur le mois de septembre (indice composite S&P Case-Shiller sur vingt villes).

■ Les ventes de logements sont montées en flèche en octobre tant sur le marché de l'ancien (+10,1 %) que sur le marché du neuf (+6,2 %). Les ventes de logements dans l'ancien ont grimpé de 36 % depuis janvier, retrouvant ainsi leur plus haut niveau depuis février 2007. Ce bond des ventes est le résultat de l'empressement des acheteurs désireux de finaliser leur acquisition avant la suspension du crédit d'impôt aux primo-accédants initialement prévue pour la fin novembre (crédit d'impôt finalement prorogé jusqu'en avril 2010 et même étendu à certains propriétaires). Les ventes du mois de novembre devraient donc rester soutenues. Toutefois, après une telle progression, un contrecoup est à prévoir au tournant 2009-2010, une fois totalement dissipés les effets dopants liés au risque d'expiration du crédit d'impôt, suivi d'un autre sursaut avant la nouvelle échéance du crédit d'impôt.

■ Bien qu'il soit évident que les chiffres des ventes de logements en octobre sont fortement biaisés par les mesures de soutien, le redressement de la demande n'en est pas moins tangible et contribue à une résorption désormais significative du déséquilibre offre/demande. Sur le marché du neuf, ce soutien de la demande s'ajoute à l'ajustement drastique de l'offre (écroulement de 80 % des mises en chantier entre leur pic de janvier 2006 et leur creux d'avril 2009). Le stock de maisons neuves à vendre est désormais en dessous de son niveau historiquement bas de 1971. Dans l'ancien comme dans le neuf, les ratios stocks sur ventes se rapprochent rapidement des niveaux d'équilibre (estimés entre cinq et six mois). Cette évolution signifie une atténuation sensible des pressions baissières sur les prix immobiliers.

■ Pour preuve, l'indice composite S&P Case-Shiller sur vingt villes a progressé de 0,3 % sur le mois de septembre, son cinquième mois de hausse. Le ralentissement de la baisse des prix sur un an est net : cette baisse est encore de 9,4 % mais c'est la plus faible depuis décembre 2007. **Pourtant, les perspectives restent mitigées.** Les saisies (qui représentaient encore 30 % des ventes de logements dans l'ancien en octobre) sont en effet toujours en augmentation rapide et continuent donc de tirer vers le bas les prix de vente. Par exemple, le prix médian dans l'ancien a reculé de 1,6 % sur le mois d'octobre. De plus, la part des saisies dans les ventes est attendue en hausse dans les prochains mois, pour des raisons saisonnières et du fait de l'expiration de divers moratoires. L'amélioration sur le front des prix et des ratios stocks sur ventes risque de ne pas y résister, sans toutefois remettre fondamentalement en cause la reprise en cours.



## UEM : l'optimisme reste de mise

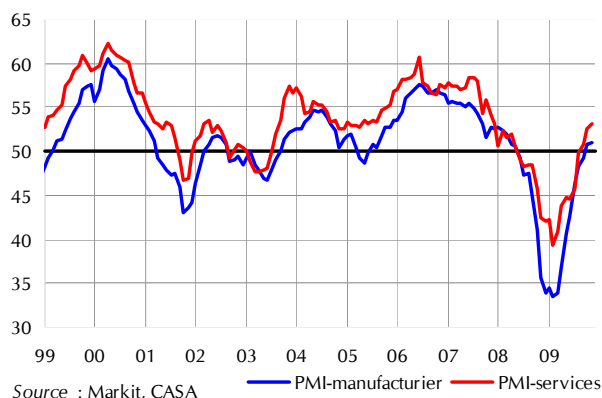
- Les indices PMI et les enquêtes de la Commission européenne signalent la poursuite de l'amélioration de la conjoncture en zone euro en novembre.
- La confiance des chefs d'entreprises allemands a fortement progressé en novembre.

■ **L'amélioration du climat des affaires en zone euro s'est poursuivie en novembre.** Les estimations préliminaires des indices PMI dans le secteur manufacturier et dans les services ont continué à progresser au-dessus du seuil des 50 points (respectivement 51, contre 50,7 et 53,2, contre 52,6), synonyme d'expansion de l'activité. Les perspectives de production et les commandes dans le secteur manufacturier sont toujours en progression. Néanmoins, les indices des stocks suggèrent que les entreprises continuent à les réduire, mais moins que les mois précédents. En revanche, les intentions d'embauches dans le secteur manufacturier et dans les services restent mal orientées. Au plan géographique, on note la forte hausse de l'indice dans les services en France (+2,7 points à 60,4). **Au total, les enquêtes PMI suggèrent une nouvelle progression du PIB en zone euro au quatrième trimestre 2009** (prévision CA : +0,5 % t/t au T4 2009).

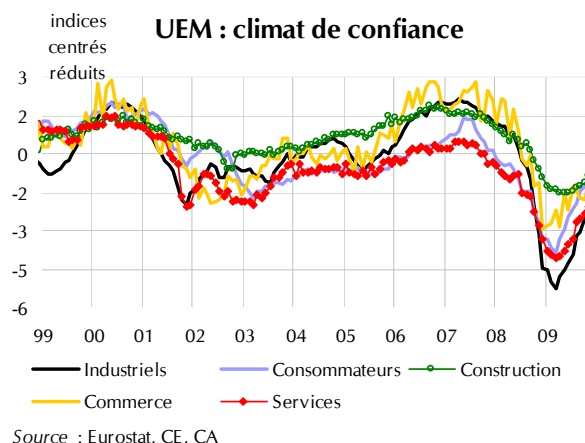
■ **L'indice de confiance de la zone euro s'est amélioré pour le huitième mois consécutif en novembre.** L'indice publié par la Commission européenne a atteint 88,8 points (+2,7 points par rapport à octobre). Ce résultat est supérieur aux attentes (consensus : 87,7), mais l'indice reste encore en deçà de sa moyenne de long terme. La confiance a progressé dans tous les secteurs, notamment dans l'industrie (+2 points) et les services (+3). En revanche, la confiance des ménages s'est à peine redressée d'un point, toujours sous la pression du chômage. Par ailleurs, l'indice des anticipations des ménages sur la progression des prix dans les douze prochains mois, suggère que les ménages sont moins pessimistes face aux perspectives d'inflation. **Au total, l'amélioration de l'enquête est en ligne avec les résultats encourageants des enquêtes nationales italiennes (ISAE) et allemandes (IFO) publiées cette semaine.**

■ **La confiance des chefs d'entreprises allemands s'est encore fortement améliorée en novembre.** L'indice IFO a progressé de 1,9 points à 93,9, soit son plus haut niveau depuis août 2008. Les deux composantes de l'enquête ont continué à se redresser. Comme le mois précédent, l'indice des anticipations progresse plus fortement que l'indice relatif à la situation courante (respectivement +2,1 points à 98,9 et +1,7 points à 89,1). Toutefois, on peut penser que la hausse de l'enquête devrait se modérer au cours des prochains mois, l'indice des anticipations se rapprochant de ses points hauts cycliques. **Au total, la poursuite du redressement de l'indice IFO en novembre suggère que la croissance allemande devrait rester dynamique en fin d'année 2009.** Nous tablons sur une progression du PIB de l'ordre de 0,7 % t/t au T4 2009.

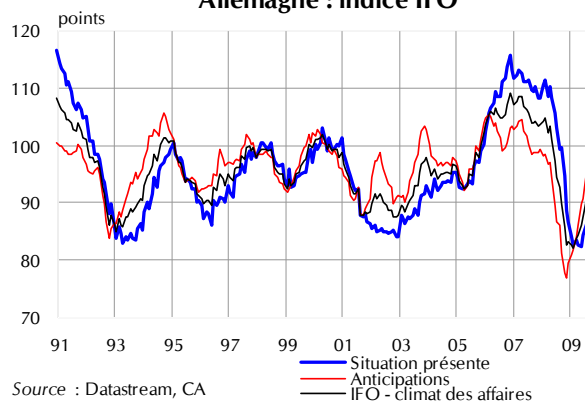
### UEM : climat des affaires



### UEM : climat de confiance



### Allemagne : indice IFO



## France : optimisme des ménages *versus* prudence des chefs d'entreprise

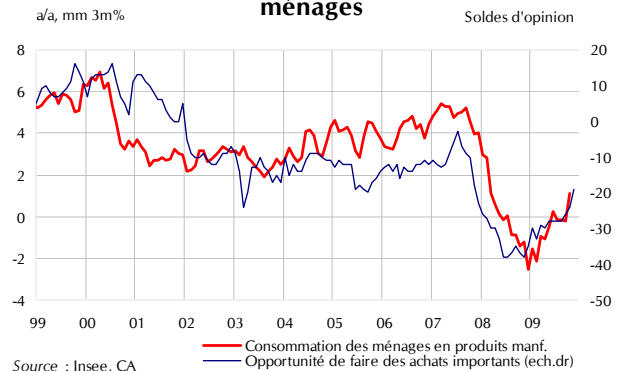
- Le moral des ménages français s'améliore nettement en novembre.
- La consommation des ménages en produits manufacturés poursuit son redressement en octobre.
- Le climat des affaires en France, tant dans l'industrie que dans les services, se stabilise en novembre.

■ **Le moral des ménages français s'est fortement amélioré en novembre.** L'indicateur publié par l'Insee a bondi de 4 points, à -30 et se rapproche peu à peu de sa moyenne de long terme à -18. Toutes les composantes sont bien orientées. Les ménages sont plus optimistes quant à leur situation financière et leur niveau de vie passés et futurs, conséquence notamment du sentiment d'une inflation faible. La composante « opportunité de faire des achats importants » progresse nettement, de 5 points, signe d'une consommation plus soutenue à court terme (*cf. graphique*). La hausse significative du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi de catégorie A (sans emploi, effectuant des actes positifs de recherche d'emploi) en octobre (+52 400) semble donc peu avoir affecté le moral des ménages français.

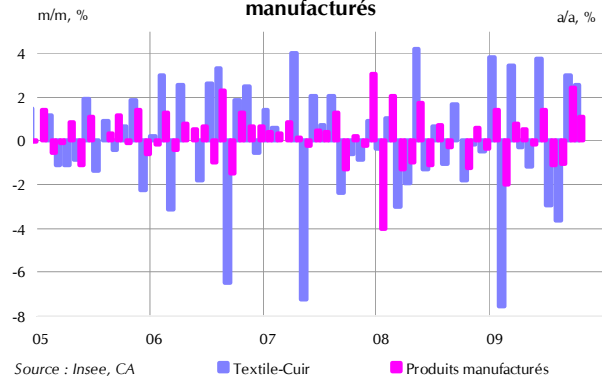
■ **Les dépenses des ménages en produits manufacturés ont augmenté en octobre (+1,1 % m/m).** La consommation en biens durables a progressé (+1,3 % m/m), portée majoritairement par les dépenses en équipement du logement (+2,2 % m/m). Les achats d'automobiles ont augmenté plus légèrement (+0,6 % m/m, après +10,2 % m/m en septembre). Les dépenses de textile-cuir ont bondi (+2,6 % m/m), stimulées par la mise en place en octobre de la semaine de soldes « flottante » (*cf. graphique*). L'acquis de croissance des dépenses des ménages en produits manufacturés pour le quatrième trimestre est positif (+2,3 %). **Au total, ces résultats confirment une amélioration de la consommation des ménages au quatrième trimestre.**

■ **Après sept mois de hausse, le climat des affaires se stabilise en novembre.** Côté industrie, l'indicateur est resté stable, à 89. Signal positif pour la production industrielle à court terme : l'indice de la production passée augmente de 5 points (*cf. graphique*). Les stocks de produits finis restent jugés très inférieurs à leur niveau de longue période, ce qui suggère un début de mouvement de re-stockage. Les carnets de commandes globaux et étrangers sont toujours considérés comme très peu étoffés. Les perspectives personnelles et générales de production se stabilisent. Côté services, l'indicateur est resté quasi stable, à 86. A noter une composante emploi mal orientée. **Au total, ces deux enquêtes, un peu décevantes au regard des PMI flash (54 en novembre pour l'industrie et 60 pour les services), confortent notre scénario de reprise principalement technique de l'activité au quatrième trimestre.**

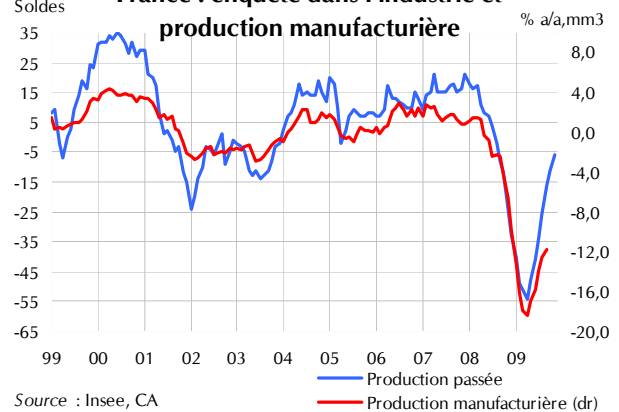
France : confiance et consommation des ménages



France : consommation des ménages en produits manufacturés



France : enquête dans l'industrie et production manufacturière



## Central Bank Watch

		Actuel 27 nov	Dernier mouvement	Prochain mouvement en 2009
<b>Amérique</b>				
États-Unis	Federal Funds	0-0,25	-75 pdb 16 déc 08	<b>Statu quo jusqu'à fin 2010 (prochain FOMC, les 15-16 décembre)</b> Maintenant que les <i>Fed funds</i> sont à zéro (ou presque, la cible oscillant dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25%), et qu'ils resteront à un niveau "exceptionnellement bas une période de temps prolongée" selon les dires mêmes de la Banque centrale, la Fed se consacre au déploiement de tout l'arsenal du <i>quantitative easing</i> , à savoir gonflement de la taille de son bilan en sus des changements dans sa composition. La Fed préfère parler de <i>credit easing</i> dans le sens où elle joue sur le <i>mix</i> de prêts et de titres à l'actif de son bilan et sur l'impact de cette composition sur les conditions de crédit. Concrètement, la Fed cherche à faire baisser les taux sur toute la courbe, à offrir de la liquidité et du financement là où ils font défaut et à ancrer les anticipations d'inflation. L'objectif ultime est d'éviter, à tout prix, l'enclenchement d'une spirale déflationniste.
<b>Europe</b>				
UEM	Taux refi	1,00	-25 pdb 13 mai 09	<b>Statu quo en 2010</b> Le 5 novembre, la BCE a maintenu le taux refi à 1% en répétant que ce niveau était jugé "approprié". La BCE devrait privilégier le <i>statu quo</i> sur les taux en 2010 dans notre scénario central. L'excès de liquidité se réduit graduellement et les taux courts (Eonia, Euribor) pourraient remonter légèrement avant la fin de l'année, mais le résultat de l'opération de refinancement à 12 mois du 16 décembre sera déterminante. La BCE devrait donner les conditions de cet appel d'offres lors de sa réunion du 3 décembre, mais aussi un calendrier plus précis de sa stratégie de sortie des mesures de soutien à la liquidité. Le programme de rachats de <i>covered bonds</i> suit son cours (24 Mds d'euros acquis à ce jour). Les hausses de taux ne devraient selon nous débuter que début 2011.
Royaume-Uni	Taux de base	0,50	-50 pdb 5 mars 09	<b>Statu quo en 2010</b> La BoE a abaissé son taux directeur de 50 pdb à 0,5% lors de sa réunion du 5 mars. Nous pensons qu'il a atteint son plancher et qu'il devrait se maintenir à ce niveau en 2010. La BoE se concentre désormais sur sa politique de <i>quantitative easing</i> . Le 6 août, elle a ainsi annoncé une extension de son programme d'achats de titres ( <i>Asset Purchase Facility</i> ) de 125 à 175 Mds de livres puis à nouveau le 5 novembre, de 175 à 200 Mds. La BoE continue d'évaluer l'impact de son programme sur l'activité, la monnaie et le crédit. Après une révision à la hausse du PIB au T3 (-0,3% t/t), elle note une amélioration des indicateurs économiques au T4 et devrait donc privilégier le <i>statu quo</i> en 2010.
<b>Asie-Pacifique</b>				
Japon	Taux directeur	0,10	-20 pdb 19 déc 08	<b>Statu quo en 2010</b> A l'issue de sa réunion de novembre, la BoJ a décidé à l'unanimité de laisser inchangé son taux d'intérêt directeur à 0,10%, tout en upgradant légèrement son jugement sur l'économie japonaise qui commence selon elle à se redresser. A l'instar des autres banques centrales, la BoJ commence à esquisser une stratégie de sortie des politiques non conventionnelles mises en oeuvre au moment de la crise. Elle a confirmé en octobre mettre un terme, comme prévu, à ses opérations de rachat de CP et d'obligations Corporate fin 2009. Le fonds special dédié au financement des entreprises va rester en place jusqu'en mars 2010 et l'élargissement de la gamme des collatéraux acceptés en gage pour les opérations de Repo court jusque fin 2010. La BoJ affirme qu'elle continuera d'oeuvrer pour fournir autant de liquidité que nécessaire pour aider au bon fonctionnement des marchés.

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

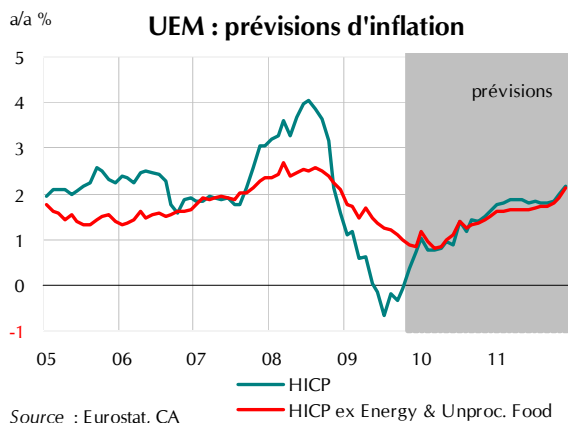
## Semaine du 30 novembre au 4 décembre 2009

## Lundi 30 novembre

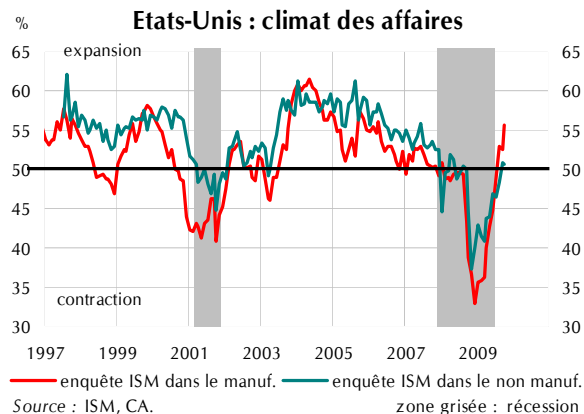
## UEM - flash IPCH (ncvs)

	sept	oct	nov
CPI (a/a, %)	-0,3	-0,1	<u>0,5</u>

L'inflation devrait redevenir positive en novembre pour la première fois depuis mai 2009. L'estimation flash du glissement annuel de l'indice HICP est attendue à +0,5 % a/a, après -0,1 % en octobre, en ligne avec le consensus. Les effets de base les plus puissants seront à l'œuvre en novembre et en décembre, poussant l'inflation non loin des 1 % en fin d'année, malgré la décélération continue des indices sous-jacents, entre 1 et 1,2 % a/a le mois dernier.



signalerait un rythme de progression de l'activité ralenti par rapport au mois précédent. Le fait est que le rebond industriel a été assez vigoureux ces derniers mois, mais sa soutenabilité dépend désormais de plus en plus du redressement de la demande finale. L'enquête ISM sur le climat des affaires dans les secteurs non manufacturiers pourrait, elle, poursuivre son redressement, profitant encore des bons chiffres passés des ventes de détail.



## US - Ventes de véhicules à moteur

	sept	oct	nov
ventes totales (millions, t.a.)	9,18	10,43	<u>10,30</u>
importées	2,45	2,56	..
domestiques	6,73	7,88	..

En novembre, les ventes automobiles sont attendues en baisse à 10,3 millions d'unités en rythme annualisé (contre 10,5 en octobre ; consensus : 10,5). Malgré ce recul sur le mois, le rythme de baisse sur un an poursuivrait son ralentissement (de -3 à -1 % après -27 % en septembre). La reprise du secteur automobile reste laborieuse, faisant suite à une période pour le moins difficile pendant laquelle les ventes se sont écroulées, pour tomber de très haut (17 millions de véhicules vendus en moyenne entre 2000 et 2007) à des niveaux historiquement bas (9 millions de véhicules vendus). Toutefois, le bas niveau atteint par les stocks, combiné à une demande dopée par la prime à la casse, a soutenu le prix des voitures à un moment où les constructeurs automobiles s'évertuent à restaurer leurs marges. Ces derniers devraient tenter de soutenir les ventes de novembre et décembre avec diverses offres promotionnelles (Chrysler a déjà fait des annonces).

Mardi 1<sup>er</sup> décembre

## Allemagne - marché du travail (cvs)

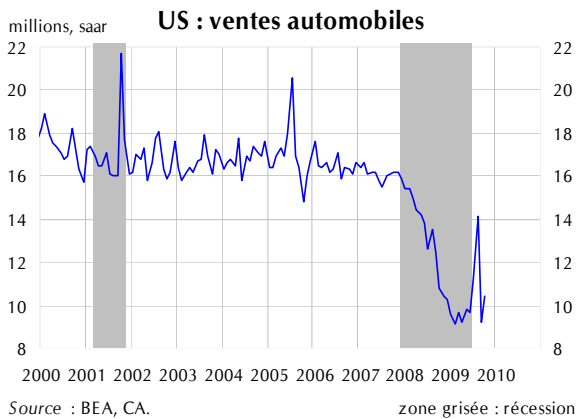
	sept	oct	nov
nbre chômeurs (m/m, '000)	-15	-26	<u>0,0</u>
taux de chômage (%)	8,2	8,1	<u>8,1</u>

Le nombre de chômeurs comme le taux de chômage pourraient rester stable en novembre, mais la dégradation du marché de l'emploi reste masquée par les mesures de soutien du gouvernement. Ces dernières pourraient par ailleurs être étendues pour dix-huit mois supplémentaires.

## US - ISM

	sept	oct	nov
indice résumé	52,6	55,7	<u>54,8</u>

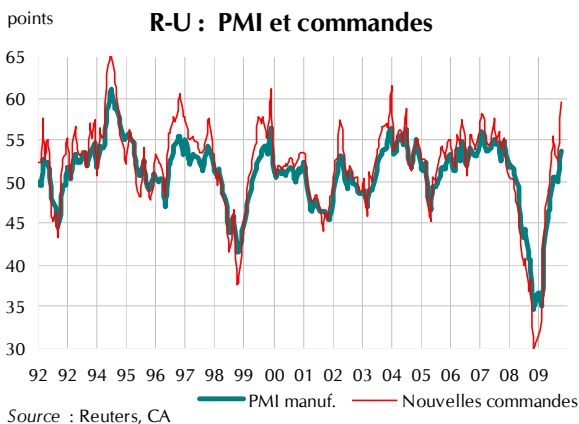
Nous anticipons un climat des affaires dans le secteur manufacturier un peu moins favorable en novembre, avec un recul anticipé de l'enquête ISM nationale de 55,7 à 54,8 (consensus : 55) ainsi que de l'enquête régionale de Chicago (de 54,2 à 53). Ce repli est plus de l'ordre de la correction technique après le net rebond du mois d'octobre. Les enquêtes resteraient confortablement en zone d'expansion mais



### R-U - enquête dans l'industrie PMI

	Sep	Oct	Nov
indice PMI	49.9	53.7	54.0

Nous anticipons un léger rebond de l'enquête dans l'industrie PMI en novembre, tiré en particulier par les nouvelles commandes. Celles-ci devraient rester orientées à la hausse en novembre, dans la continuité du rebond significatif du mois d'octobre (de 52,7 en septembre à 59,5 en octobre). Le rythme de hausse devait toutefois ralentir par rapport à octobre.



### Jeudi 3 décembre

#### UEM - taux de refinancement BCE

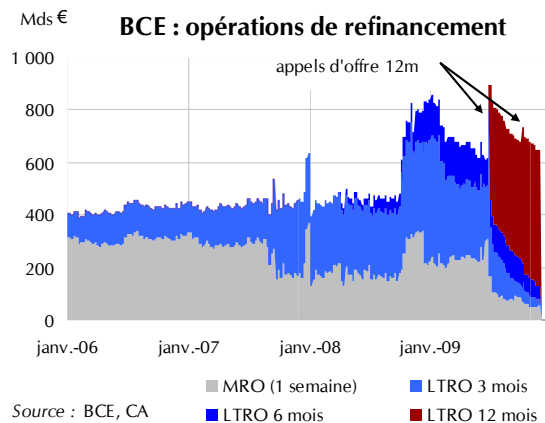
	oct	nov	déc
refi (%)	1,0	1,0	1,0

Une fois encore, la question des taux directeurs devrait passer au second plan lors de la réunion de la BCE du 3 décembre. L'attention se portera sur deux questions essentielles.

1) **Les nouvelles projections du staff des économistes de la BCE sont attendues en hausse pour la croissance en 2010** (de 0,2% à 1% selon nous) **et dans une moindre mesure pour l'inflation** (de 1,2% à 1,4%). Pour la première fois, ces projections seront étendues jusqu'en 2011 et à cet horizon, on peut raisonnablement s'attendre à ce que la croissance soit

attendue autour de sa moyenne (1,5%). L'inflation, en revanche, pourrait rester sous sa cible de 2%, renforçant l'argument de taux d'intérêt « appropriés » à ce stade.

2) Les grandes lignes de la stratégie de sortie des mesures non-standard de soutien à la liquidité devraient être dévoilées. Cette stratégie a toutes les chances d'être très prudente et progressive, tant les risques d'une sortie prématurée semblent encore élevés. Même à minima, plusieurs annonces devraient toutefois être faites sur les prochaines opérations de refinancement de la BCE. La première décision concerne l'opération à douze mois du 16 décembre. **Le plus probable, selon nous, est que la BCE conduise cet appel d'offres selon les mêmes conditions que les deux précédents, c'est-à-dire au taux fixe de 1 % et pour des quantités illimitées.** Les montants offerts dépendraient donc uniquement de la demande des banques, et nous tablons sur une allocation totale proche de 50 milliards d'euros (nettement inférieure aux 150 milliards attendus en moyenne par le marché). En effet, le prix de cette liquidité est devenu moins attractif depuis plusieurs semaines et d'autres sources de financement s'ouvrent aux banques sur le marché interbancaire et du repo. Par ailleurs, la dépendance des banques au financement de la BCE est de plus en plus stigmatisée, et plusieurs banques centrales ont récemment incité les banques à ne pas demander des montants trop importants de liquidité à terme lors des appels d'offres de la BCE.



Les autres annonces de la BCE concernent le calendrier et les modalités des autres opérations d'*open-market* (OMO). L'incertitude est particulièrement élevée et dans ce contexte, il paraît peu probable que la BCE s'engage fermement sur un programme très précis. Selon nous, **la BCE pourrait tout d'abord s'engager à maintenir des appels d'offre à taux fixe et en quantités illimitées au minimum jusqu'à la mi-2010**, voire au-delà pour les appels hebdomadaires à une semaine (MRO). Ce point crucial lui permettrait par ailleurs d'ajuster la fréquence des appels d'offres à long terme (à un, trois

et six mois), pour ne garder par exemple qu'une opération par mois pour chaque maturité. Réduire le nombre d'appels d'offres permettrait de s'adapter à une demande en baisse sur ces opérations, tout en gardant un filet de sécurité en cas de regain de tensions sur le marché monétaire. Par la suite, il est possible que M. Trichet nous donne un autre rendez-vous en janvier pour préciser le calendrier de sortie, une fois que le résultat du tender de décembre sera connu et que la fin d'année sera passée.

Enfin, les autres spécificités du programme de la BCE ne devraient pas subir de modifications dans l'immédiat. Pour l'essentiel, les conditions d'éligibilité des collatéraux pris en pension par la BCE ont d'ores et déjà été maintenues jusqu'à la fin 2010 et toutes les modifications se feront progressivement et à la marge, en fonction de l'évolution des conditions de marché (à l'image des ajustements annoncés pour les ABS en 2011). Les rachats de *covered bonds* se poursuivent à un rythme régulier, pour un total de 25 milliards d'euros à ce jour sur les 60 milliards programmés d'ici fin juin 2010.

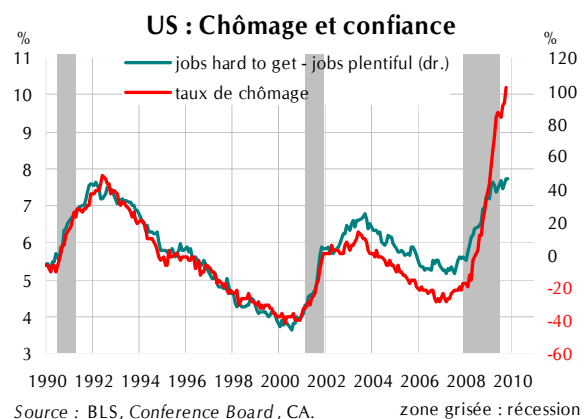
## Vendredi 4 décembre

### US - Marché du travail

	sept	oct	nov
taux de chômage	9,8	10,2	<u>10,2</u>
nbre d'employés (m/m, '000)	-219	-190	<u>-160</u>
durée hebdo. de travail	33,0	33,0	<u>33,0</u>
salaires horaires (m/m, %)	0,1	0,3	<u>0,1</u>
a/a, %	2,5	2,4	<u>2,2</u>

Nous attendons 160 000 destructions nettes d'emplois salariés non agricoles en novembre (consensus : -125 000). C'est une estimation préliminaire en l'absence des données qui permettent habituellement de cadrer notre prévision. Cependant, ce que l'on sait, c'est que le jugement que les ménages portent sur le marché du travail s'est détérioré en novembre, avec presque la moitié des personnes sondées jugeant difficile d'obtenir un emploi (49,8 %) et seulement 3,2 % jugeant les emplois abondants. La différence entre ces deux pourcentages a donc encore augmenté et c'est mauvais signe pour le rapport sur l'emploi. De plus, la durée moyenne de la période de chômage atteint désormais 26,9 semaines : c'est certes un indicateur retardé mais c'est un plus haut historique et, plus les gens restent longtemps inactifs, plus ils risquent de voir baisser leur niveau de qualification et augmenter leurs difficultés à retrouver un travail.

La durée hebdomadaire de travail est, elle, à un niveau historiquement bas (33 heures), tandis que beaucoup d'employés sont contraints de travailler en temps partiel. Si elles ont besoin d'accroître leur force de travail, les entreprises n'ont donc pas besoin dans l'immédiat d'engager de nouvelles recrues : elles peuvent d'abord augmenter la durée du travail et transformer les temps partiels en temps pleins. Cependant, la baisse sensible et continue des inscriptions hebdomadaires au chômage est très encourageante, le signe d'un nombre décroissant de licenciements, ce qui contribue au ralentissement des destructions nettes d'emplois. En revanche, côté embauches, la prudence reste de mise. Les commerçants en particulier devraient gonfler moins que d'habitude leurs effectifs saisonniers compte tenu des perspectives de dépenses mitigées pour les fêtes.



## Indicateurs à suivre – semaine du 30 novembre au 4 décembre 2009

Lundi 30 novembre					
<b>Allemagne</b>	sept	oct	<b>Etats-Unis</b>	oct	nov
08:00 ventes de détail, m/m	-0,2	<b>0,8</b>	15:45 PMI Chicago	54,2	<b>53,0</b>
<b>Italie</b>	oct	nov			
11:00 prix à la conso., chiffre prélim., m/m	0,1	<b>0,3</b>			
<b>UEM</b>	oct	nov			
11:00 flash IPCH, a/a	-0,1	<b>0,5</b>			
Mardi 1er décembre					
<b>France</b>	oct	nov	<b>Etats-Unis</b>	oct	nov
09:50 PMI - industrie	55,6	<b>54,2</b>	14:30 ventes totales de véhicules, mln t.a.	10,4	<b>10,3</b>
<b>Allemagne</b>	oct	nov	<b>Etats-Unis</b>	sept	oct
09:55 taux de chômage, %	8,1	<b>8,1</b>	16:00 dépenses de construction, m/m	0,8	<b>-0,5</b>
<b>UEM</b>	oct	nov	<b>Etats-Unis</b>	oct	nov
10:00 PMI - industrie	50,7	<b>51,0</b>	17:00 ISM manufacturier	55,7	<b>54,8</b>
<b>UEM</b>	sept	oct			
11:00 taux de chômage, %	9,7	<b>9,7</b>			
<b>Royaume-Uni</b>	oct	nov			
11:00 PMI - industrie	53,7	<b>54,0</b>			
11:00 PMI - services	56,9	<b>57,5</b>			
Mercredi 2 décembre					
<b>UEM</b>	sept	oct	<b>Etats-Unis</b>		
11:00 prix à la production, m/m	-0,3	<b>0,1</b>	20:00 beige book		
Jeudi 3 décembre					
<b>France</b>	9 T2	9 T3	<b>UEM</b>	nov	déc
08:45 taux de chômage, %	9,1	<b>9,3</b>	13:45 CPM - refi	1,00	<b>1,00</b>
<b>France</b>	oct	nov	<b>Etats-Unis</b>	09 T2	09 T3
09:50 PMI - services	57,7	<b>60,4</b>	14:30 productivité, chiffre révisé, t/t t.a	6,9	<b>7,9</b>
<b>UEM</b>	oct	nov	14:30 coût unit. du travail, ch. révisé, t/t t.a.	-6,1	<b>-4,1</b>
10:00 PMI - services	52,6	<b>53,2</b>	<b>Etats-Unis</b>	oct	nov
<b>UEM</b>	T209	T309	16:00 ISM non manufacturier	50,6	<b>51,2</b>
11:00 PIB (2ème estimation), t/t	-0,2	<b>0,4</b>			
<b>UEM</b>	sept	oct			
11:00 ventes de détail, m/m	-0,7	<b>0,3</b>			
Vendredi 4 décembre					
			<b>Etats-Unis</b>	oct	nov
			14:30 taux de chômage	10,2	<b>10,2</b>
			14:30 emploi, m/m '000	-190	<b>-160</b>
			14:30 taux de salaire horaire, m/m	0,3	<b>0,1</b>
			<b>Etats-Unis</b>	sept	oct
			16:00 commandes à l'industrie, m/m	0,9	<b>-0,2</b>

## Direction des études économiques de Crédit Agricole S.A.

75710 Paris cedex 15 - Fax : +33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la publication et Rédacteur en chef : Jean-Paul Betbèze

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty - Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)Internet : <http://www.credit-agricole.com> - **Etudes Economiques**

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.