

L'actualité de la semaine

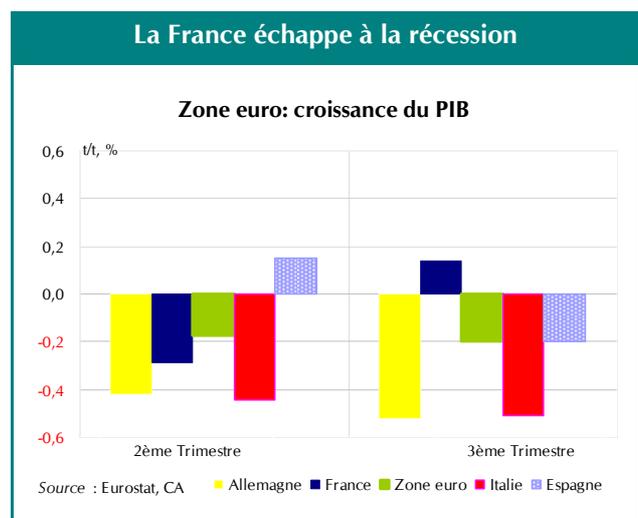
■ **Marchés :** La tendance sur les marchés reste fondamentalement baissière, entrecoupée de petites périodes de répit. Mercredi, le discours de H. Paulson a fait l'effet d'une douche froide. Le secrétaire au Trésor américain a, en effet, annoncé que le plan TARP (*Troubled Asset Relief Program*), doté d'un budget de 700 Mds USD, n'allait pas être utilisé pour le rachat d'actifs toxiques comme initialement prévu, mais servirait presque exclusivement à recapitaliser le secteur bancaire. Le marché a sanctionné ce changement de stratégie qui pourrait être synonyme de nouvelles dépréciations d'actifs pour les banques : la bourse de New-York a terminé en baisse de plus de 5 %, les indices ABX ont plongé et les taux BOR ont repris le chemin de la hausse pour la première fois depuis près d'un mois. Le jour suivant, Wall Street a connu un rebond de fin de séance, les investisseurs faisant la chasse aux bonnes affaires, avec une préférence pour les valeurs pétrolières sur fond de rumeurs de nouvelle baisse de production de l'OPEP. Le dollar profite de cet environnement incertain et volatile (autour des 1,27 contre euro).

■ **Scénario global :** L'arrêt de la prodigalité du consommateur américain, qui doit restaurer ses finances, pose un sérieux défi pour une croissance mondiale qui s'est nourrie de ses largesses. Aux Etats-Unis, la récession s'annonce profonde, avec deux trimestres consécutifs de contraction forte (autour de -4 % en rythme trimestriel annualisé au tournant 2008-2009) et longue, le repli de l'activité se prolongeant une année entière. En zone euro, la cure de désendettement s'annonce moins draconienne et la contraction de l'activité moins forte en conséquence. Mais cette région du monde n'échappera pas à une longue période de stagnation (croissance nulle en 2009 selon nos prévisions). Le Royaume-Uni s'apprête de son côté à vivre un épisode récessif sévère (contraction de l'activité de -1,3 % en 2009). Le monde émergent ralentit en phase, la croissance se limitant à 4,1 % l'année prochaine, soit un rythme divisé par deux en deux ans. L'amplitude du relâchement monétaire va dépendre de l'acuité de la menace pesant sur la croissance avec en ordre décroissant, des *Fed Funds* à 0,5 % fin 2008, des taux BoE à 1,5 % début 2009 et un Refi à 2 % mi-2009.

■ **Etats-Unis :** La série noire de chiffres plus mauvais encore qu'attendu se poursuit avec la chute de 2,8 % sur le mois d'octobre des ventes de détail (cf. page 5). L'ampleur de ce recul peut être relativisée par la contribution très négative des recettes des stations-service, reflet de la baisse du prix de l'essence, en elle-même une bonne nouvelle. Mais les bonnes nouvelles s'arrêtent là. Face à un cumul de trois chocs (remontée du chômage, *credit crunch*, effet richesse négatif), le

consommateur américain n'a d'autre choix que de couper drastiquement dans ses dépenses. La semaine prochaine, on attend la production industrielle, les mises en chantier et l'inflation pour le mois d'octobre. La production devrait bénéficier d'un rebond technique, les mises en chantier poursuivre leur correction et l'inflation son ralentissement. Les minutes du FOMC des 28-29 octobre nous en diront plus sur la tonalité du débat au sein de la Fed.

■ **UEM :** La zone euro est officiellement entrée en récession. Pour le deuxième trimestre consécutif, son PIB se contracte de -0,2 % t/t. Parmi les grands pays de la zone, seule la France connaît une croissance positive (+0,1 % t/t), tandis que les mauvais résultats de l'Italie vont conduire le pays à connaître en 2008 une croissance annuelle négative. Les perspectives pour le T4 restent sombres, nous prévoyons un troisième trimestre de contraction de l'activité. (cf. page 6). Par ailleurs, l'inflation a été confirmée à 3,2 % en octobre et sa décrue devrait se poursuivre. L'accord salarial trouvé cette semaine par IG Metall en Allemagne (+4,2 % d'augmentation sur deux ans assortis d'une prime de 500 €) tend, en outre, à nuancer la menace de dérive salariale. Nous attendons, par conséquent, une nouvelle baisse de taux de la BCE de 50 ppb en décembre et tablons sur une cible du taux de refinancement de 2 % à la mi-2009. La semaine prochaine, nous attendons l'estimation flash des indices PMI en nouvelle baisse en novembre.



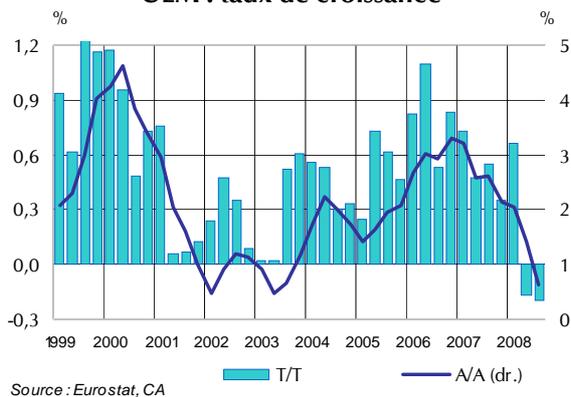
Zone euro : récession, on y est...

- Avec deux trimestres de croissance négative du PIB, la zone euro est en récession technique.
- Si la France est la seule des grands Etats membres à y échapper de justesse, l'Italie connaîtra pour sa part une croissance annuelle négative en 2008.
- Les risques baissiers sont forts, le pire est peut-être à venir : nous prévoyons une nouvelle contraction du PIB au T4 et une croissance nulle en 2009.

Récession avérée pour la zone euro

Comme cela était anticipé, pour la première fois depuis sa création, l'UEM est entrée en récession. En effet, selon l'estimation flash d'Eurostat, le PIB de la zone a encore connu une croissance négative au T3 (-0,2 % t/t). Parmi les quatre grands pays de la zone euro, seule la croissance française est positive : +0,1 % t/t. Allemagne et Italie connaissent un recul de 0,5 % t/t, tandis que l'Espagne, pour la première fois depuis quatorze ans, affiche un chiffre négatif avec une croissance trimestrielle de -0,2 %. Si le détail des composantes n'est pas encore disponible, il est toutefois probable qu'aussi bien la demande interne via le canal de l'investissement, que la demande externe au travers de la baisse des exportations, aient contribué à cette évolution.

UEM : taux de croissance

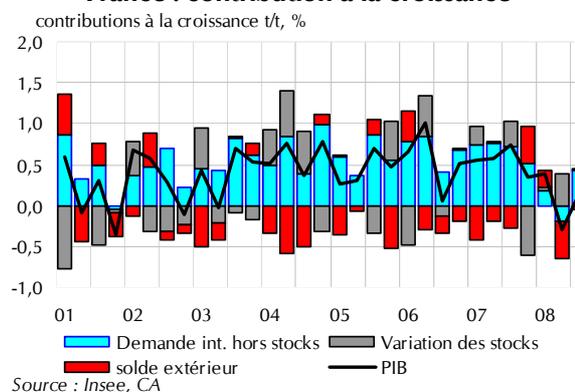


La France échappe de justesse à la récession

Contre toute attente, l'économie française n'est pas entrée en « récession technique » au troisième trimestre 2008. Le PIB a en effet progressé de 0,1 % t/t (après -0,3 % t/t au T2). Le consensus des économistes tablait sur une contraction du PIB de l'ordre de 0,1 % t/t et les enquêtes de confiance au T3 suggéraient un repli encore plus important. Le détail des comptes nationaux révèle plusieurs bonnes surprises. Du côté de la demande domestique, l'investissement productif des entreprises non financières a légèrement rebondi (+0,3 % t/t, après -1 % au T2). Ce mouvement constitue une réelle surprise, dans la mesure où la baisse des taux d'utilisation des capacités de production au T3 suggérait un nouveau repli. L'investissement des ménages a en revanche continué à chuter (-1,6 % t/t, après -2,7 % au T2), en ligne avec la correction du marché de l'immobilier.

Le redressement des dépenses de consommation privée (+0,2 % t/t, après 0 % au T2) constitue également une bonne surprise. Ce rebond était toutefois en partie annoncé par le mouvement des dépenses des ménages en produits manufacturiers au T3 (+0,7 % t/t, après 0 % au T2). La contribution des variations de stocks à la croissance du PIB a cette fois été nulle.

France : contribution à la croissance



Par ailleurs, l'apport du commerce extérieur à la croissance est nul au T3. Les exportations ont nettement rebondi (+1,9 % t/t, après -1,9 % au T2), mais les importations aussi (+1,9 % t/t).

Au total, au sortir du troisième trimestre, l'acquis de croissance de l'économie française s'élève à 1 %.

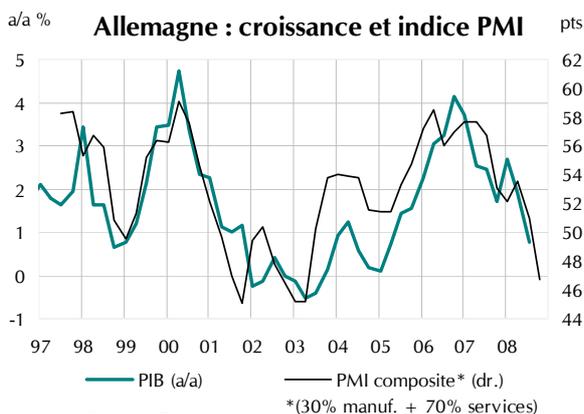
Toutefois, ces résultats ne doivent pas masquer que l'activité est bel est bien affaiblie. A court terme, vu l'ampleur de l'incertitude et les risques potentiels pesant sur l'environnement global, le climat des affaires n'a aucune raison de se redresser. **Nous prévoyons une contraction de l'activité au quatrième trimestre (-0,2 % t/t). Au-delà, la croissance restera durablement affaiblie.** La demande adressée à la France va continuer à ralentir, l'activité chez la plupart de nos principaux partenaires commerciaux ayant nettement fléchi, et la demande domestique restera atone. L'enquête sur les investissements dans l'industrie, publiée aujourd'hui, montre d'ailleurs que les chefs d'entreprises ont nettement revu à la baisse leurs plans d'investissement pour cette année et prévoient une contraction pour 2009. Dans ce contexte, le marché du travail devrait continuer à s'affaiblir. Le chômage devrait ainsi repartir à la hausse et la croissance des revenus d'activité devrait ralentir. Les dépenses de consommation des ménages resteront modérées. **Au total, la croissance française sera au mieux nulle en 2009.**

Nouveau recul marqué du PIB en Allemagne

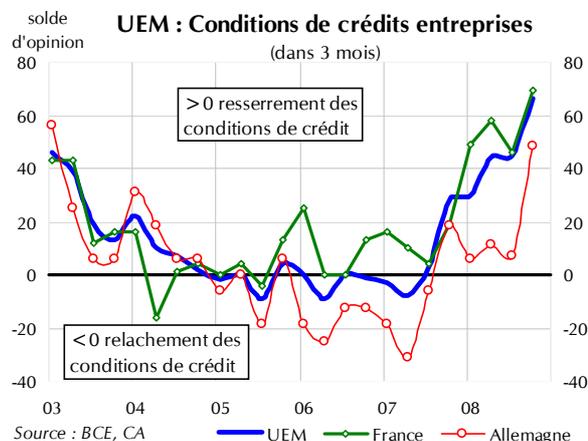
L'Allemagne enregistre une croissance négative pour le deuxième trimestre consécutif, ce qui signifie que le pays est officiellement entré en récession. **La contraction du PIB est plus marquée que prévu, à -0,5 % t/t**, et la révision à la hausse des deux trimestres précédents (d'un dixième chacun) ne change rien à la tendance récente. En glissement sur un an, la croissance ralentit de 1,9 % à 0,8 % a/a au T3. L'économie allemande, qui jouait jusqu'ici le rôle de locomotive pour la croissance européenne, subit un coup de frein brutal.

Les contributions respectives des composantes de la croissance ne seront connues que le 25/11/08, mais les commentaires de l'Office fédéral de la statistique (Destatis) suggèrent que **les exportations nettes ont fortement pesé sur l'activité**. L'excédent de la balance commerciale s'est ainsi réduit de 10,9 milliards entre le deuxième et le troisième trimestre. Les seuls soutiens à l'activité seraient venus d'un léger rebond de la consommation privée et d'une hausse des stocks. Or la consommation s'était écroulée au T2 (-0,7 % t/t), si bien que sa contribution positive à la croissance au T3 peut être interprétée comme un rebond technique. Les ventes de détail totales (automobiles incluses) se sont d'ailleurs contractées de -0,5 % sur l'ensemble du trimestre. En ce qui concerne les stocks, leurs mouvements importants ajoutent de la volatilité à court terme indépendamment de l'évolution de la demande.

La faiblesse actuelle de l'activité s'explique par deux principales caractéristiques de l'économie allemande. Premièrement, **le rebond de la consommation privée a été retardé par l'accumulation de chocs exogènes** (la flambée des prix des matières premières, puis le choc de confiance liée à la crise financière), malgré des hausses de salaires plus importantes depuis 2007 et un taux de chômage historiquement bas. Le taux d'épargne des ménages allemands est ainsi remonté de près d'un point depuis 2006, à 11,3 % au deuxième trimestre 2008. Deuxièmement, la croissance allemande reste tirée par le moteur des exportations qui représentaient 50 % du PIB en volume en 2007. Si celui-ci cale, c'est l'ensemble de l'économie qui freine, pour ainsi dire mécaniquement.



Au-delà, nous attendons un autre trimestre de **croissance négative au T4 à -0,3 % t/t**, en lien avec le nouveau recul des enquêtes. L'IFO et les indices PMI ont notamment enregistré une baisse marquée au mois d'octobre, depuis des niveaux déjà historiquement bas. La demande adressée aux entreprises allemandes continue par ailleurs de s'ajuster au ralentissement mondial, et à celui des pays émergents en particulier. Les commandes à l'industrie se sont effondrées depuis le début de l'année, tout comme les composantes « exportations » des enquêtes, ce qui devrait continuer de peser sur la production et sur l'investissement. Dans le même temps, **les entreprises sont également fragilisées par le resserrement des conditions d'accès au crédit qui s'intensifie, alors qu'il avait été moins prononcé en Allemagne jusqu'au troisième trimestre** (cf. graphique infra).



Au total, l'épisode actuel de récession a toutes les chances d'être suivi par une période de stagnation en 2009, conduisant à une croissance nulle sur l'ensemble de l'année.

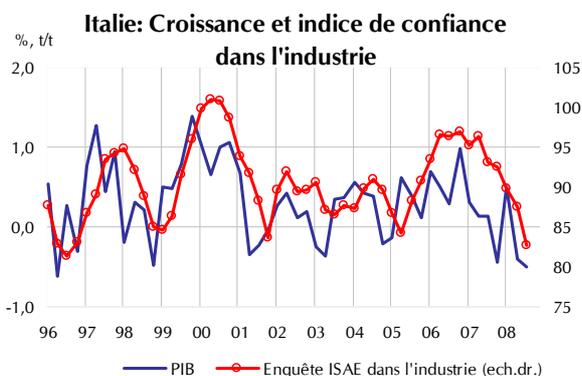
Croissance annuelle négative en Italie

L'Italie est officiellement entrée en récession au T3 2008, avec une croissance du PIB de -0,5 % t/t après une contraction de -0,4 % au trimestre précédent. Le pays n'avait pas enregistré d'aussi faibles rythmes de croissance depuis 1996 et c'est la première fois depuis 2001 qu'il connaît plusieurs trimestres successifs de recul de l'activité (le troisième sur un an glissant) ; le résultat positif du premier trimestre peut en effet être considéré comme une correction technique partielle de la mauvaise performance du T4 2007.

Les données des composantes ne sont pas encore connues, mais l'ensemble des indicateurs d'enquêtes et d'activité disponibles permet de penser que la demande intérieure est restée en retrait. En effet, **les perspectives négatives du marché du travail pèsent sur la confiance des ménages et leur capacité à dépenser, le niveau encore élevé de l'inflation exerce aussi une pression à la baisse sur la consommation**. L'activité des entreprises pâtit quant

à elle de la dégradation de leur situation financière et de l'accentuation du ralentissement de la conjoncture économique (recul de la production industrielle de -2,1 % m/m en septembre, plus bas niveau depuis dix ans, chute du climat des affaires à son niveau de 1993). Par ailleurs, **ce trimestre encore l'Italie n'aura pu compter sur le moteur des exportations** dont il est permis de penser qu'il aura été affaibli par la baisse de la demande sur les marchés traditionnels.

Les perspectives pour la fin de l'année n'incitent guère à l'optimisme. Les enquêtes PMI et les enquêtes de confiance dans l'industrie atteignent des niveaux historiquement bas, le chômage devrait progresser. Le creux conjoncturel va en outre peser sur les équilibres des finances publiques. **Au regard des trois trimestres dont nous disposons déjà et de l'information relative au T4, il apparaît que la croissance annuelle de l'Italie en 2008 sera négative.**

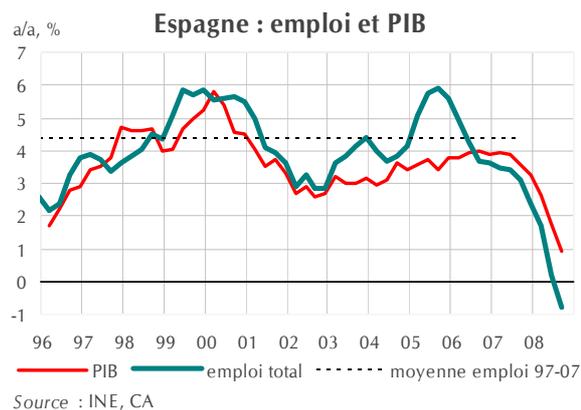


Face à l'aggravation substantielle de la situation économique, le gouvernement a commencé à prendre des mesures de soutien à l'activité et aux agents les plus en difficulté.

Record de faiblesse pour l'Espagne

Pour la première fois depuis au moins quatorze ans, l'Espagne a connu un trimestre de croissance négative. Le ralentissement marqué auquel le pays est confronté depuis la mi-2007 n'a cessé de s'accroître pour conduire à une contraction du PIB de -0,2 % t/t au T3 2008. La poursuite de la dégradation du secteur immobilier est sans aucun doute au cœur de cette contre-performance. Les deux moteurs de la croissance espagnole, la construction et la consommation, s'effondrent. La correction immobilière s'étend à l'ensemble de l'économie, sa transmission via la détérioration rapide et profonde du marché du travail est significative. La consommation pâtit aussi du resserrement des conditions financières et de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages. Le climat des affaires s'inscrit à des niveaux récessifs.

Cette dégradation semble appelée à se poursuivre au T4. Le ralentissement de l'inflation et le stimulus budgétaire atténueront la récession mais ne pourront permettre de l'éviter.



Des perspectives défavorables pour la fin de l'année

Au-delà, nous anticipons une nouvelle contraction du PIB au quatrième trimestre, qui pourrait s'avérer encore plus importante que les deux précédentes.

Tous les indicateurs avancés connus à ce jour pointent en effet une dégradation supplémentaire du climat des affaires. Les enquêtes de confiance, tous secteurs et tous pays confondus, ont fortement reculé en octobre. Les intentions d'embauches, publiées dans les enquêtes PMI notamment, continuent de baisser. Les carnets de commandes dans l'industrie et dans les services se contractent significativement. Le moral des ménages est au plus bas dans les grands pays. Les données d'activité devraient vraisemblablement aller dans le même sens que les enquêtes. Les résultats de production industrielle en septembre (-1,6 % m/m) indiquent d'ores et déjà que l'acquis pour la fin de l'année sera mauvais. La mauvaise performance du secteur automobile (très fort repli des immatriculations de voitures neuves en octobre), indicateur avancé de l'évolution du PIB, suggère que la croissance risque de se dégrader encore au cours du dernier trimestre.

L'accroissement des risques pesant sur l'environnement global ne devrait pas permettre une amélioration du climat des affaires. Au mieux, nous tablons sur une stabilisation de la confiance à un niveau bas. De plus, selon nous, celle-ci n'interviendrait pas avant le début de l'année prochaine. Autrement dit, nous situons le point bas du climat des affaires au quatrième trimestre 2008. **La conjoncture devrait cesser de se dégrader en début d'année 2009, mais l'activité restera atone. En moyenne, nous prévoyons une croissance nulle en zone euro en 2009.** L'activité stagnerait en particulier dans les grands pays, Allemagne, France et Italie. L'Espagne afficherait une croissance négative, en raison de l'approfondissement de la récession immobilière.

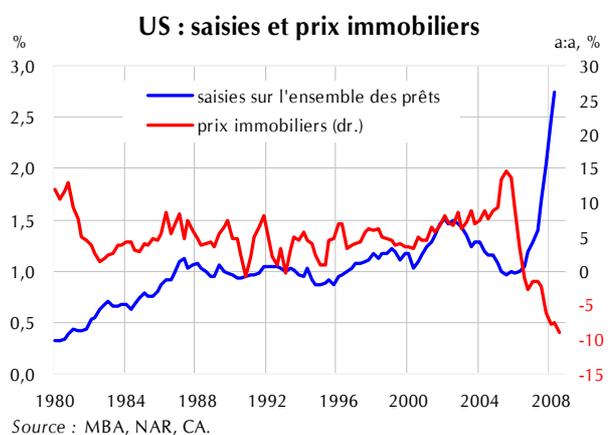
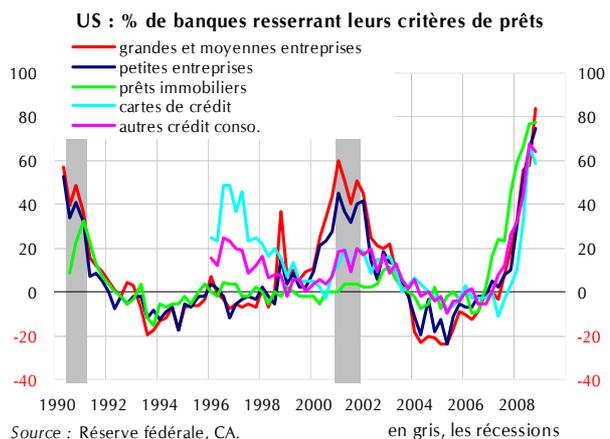
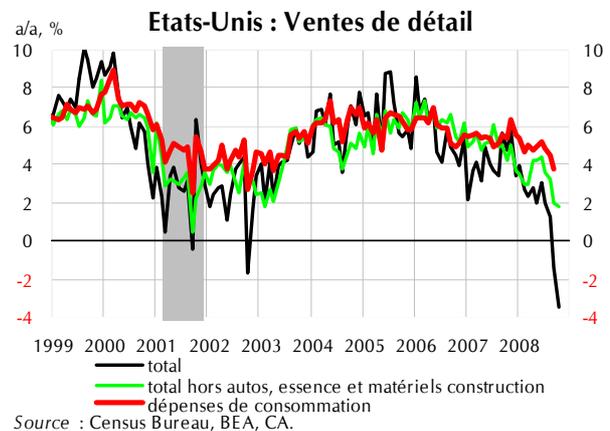
États-Unis : la série noire continue

- La chute de 2,8 % sur le mois d'octobre des ventes de détail est pour partie le résultat d'une évolution positive (la baisse du prix de l'essence). Mais, fondamentalement, pour le consommateur, l'heure est à l'économie.
- D'après l'enquête d'octobre de la Fed, les conditions d'octroi de crédit révèlent se sont encore durcies. Tandis que le Trésor multiplie les initiatives pour sortir le pays de la crise.

■ Les ventes de détail d'octobre se sont écroulées de 2,8 % sur le mois. Elles inscrivent leur quatrième mois consécutif de baisse. Les ventes hors automobile ont inscrit un recul de 2,2 %. Les données pour le mois d'octobre sont peut-être exagérément mauvaises vu la panique financière. Mais, fondamentalement, face à un cumul de trois chocs (remontée du chômage, *credit crunch*, effet richesse négatif), le consommateur américain n'a d'autre choix que de couper drastiquement dans ses dépenses. La forte baisse du prix de l'essence est une bonne nouvelle pour son pouvoir d'achat mais, dans le contexte actuel, l'effet est marginal. D'après nous, la contraction des dépenses réelles de consommation au quatrième trimestre s'annonce plus importante encore qu'au troisième.

■ D'après l'enquête d'octobre de la Fed, les conditions d'octroi de crédit se sont encore durcies, particulièrement à l'encontre des prêts aux entreprises. Ce *credit crunch* pèse déjà et va continuer de peser sur la croissance. C'est une des raisons essentielles de la révision de nos prévisions. En scénario central, nous anticipons désormais une contraction du PIB de 1,8 % en 2009 en moyenne annuelle. Par ailleurs, un nombre significatif de banques rapporte une augmentation des prêts aux entreprises accordés via les lignes de crédit existantes. Les banques nationales font aussi part de la réduction des plafonds autorisés sur les cartes de crédit, pour cause d'environnement économique moins favorable et plus incertain, d'une tolérance au risque réduite et d'une dégradation des scores de crédit.

■ Le Trésor continue de multiplier les initiatives pour résoudre la crise financière, soit en adaptant les mesures existantes, soit en en proposant d'autres. C'est ainsi que l'objectif initial du TARP de racheter les actifs toxiques hypothécaires est abandonné au motif que, actuellement, ce n'est pas le meilleur usage que l'on puisse faire des fonds du TARP. Trois priorités sont identifiées : le besoin potentiel de capital d'acteurs financiers, la titrisation des crédits à la consommation, les saisies immobilières. Le Trésor et la Fed étudient ainsi, conjointement, comment restaurer la liquidité sur le marché des ABS (notés AAA) gagés sur les prêts à la consommation. Côté saisies, il s'agit de rationaliser le processus de renégociation des prêts avec, en particulier, l'adoption d'une cible explicite de capacité d'endettement.



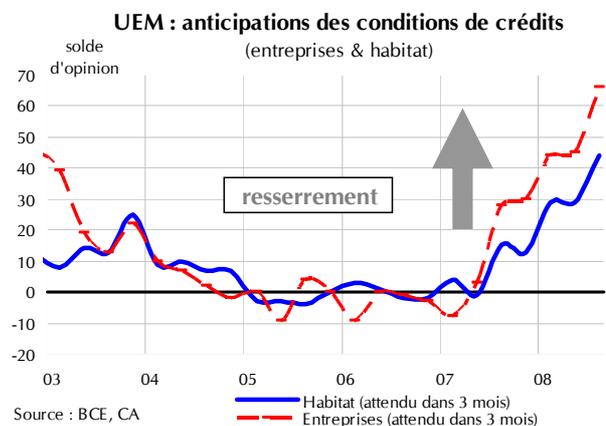
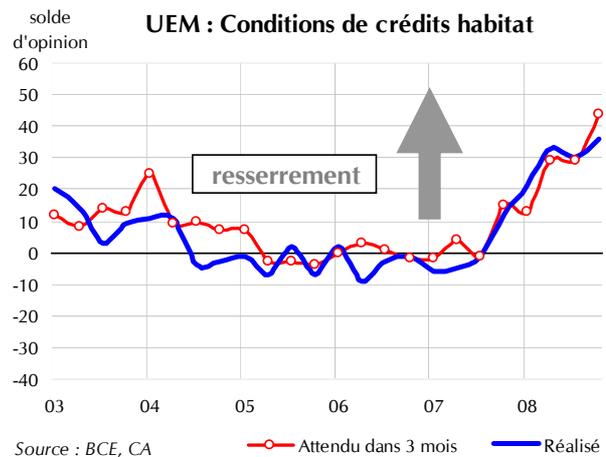
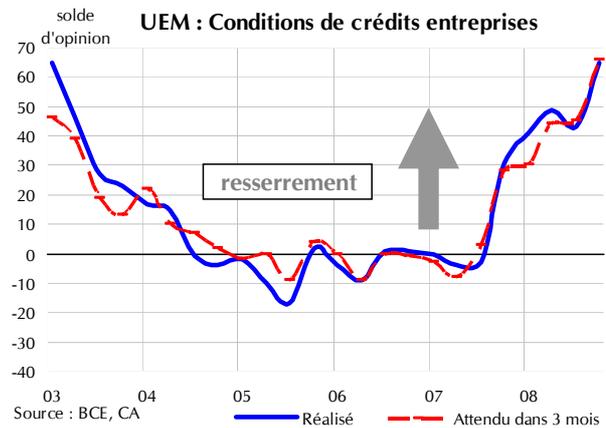
UEM : le resserrement des conditions de crédit se confirme et s'accroît

- Les banques ont fortement resserré les conditions de prêts aux entreprises au troisième trimestre 2008 et ont également durci, mais dans une moindre mesure, les critères d'octroi de crédit aux ménages.
- La demande émanant aussi bien des entreprises que des ménages s'est significativement contractée.
- Les perspectives pour le quatrième trimestre signalent des conditions plus sévères.

■ Au T3, le pourcentage net d'établissements bancaires faisant état d'un resserrement des conditions de prêts aux entreprises a fortement augmenté (de 43 % au T2 à 65 %). Cette évolution s'explique par les perspectives économiques et d'activité des entreprises, et par les difficultés de refinancement des banques. Celles-ci ont relevé leurs marges et durci les conditions non tarifaires (diminution des montants des prêts et des lignes de crédit ainsi que des maturités, exigences de garanties plus fortes). Les grandes entreprises sont plus touchées que les PME par le resserrement des conditions d'octroi de crédit. Par ailleurs, la demande des entreprises s'est significativement réduite : moins d'investissement fixe, demande négative pour les activités de restructurations d'entreprises et de fusions-acquisitions.

■ Les banques ont resserré moins fortement les conditions de prêts accordés aux ménages (le pourcentage de banques ayant indiqué un durcissement est passé de 30 % à 36 % entre le T2 et le T3). Les perspectives générales d'activité, la perception du risque, les évolutions attendues du marché de l'immobilier ont conduit les banques à restreindre davantage le crédit. Cela s'est matérialisé dans les conditions tarifaires (la demande d'apport personnel et de garanties n'a pour sa part pas augmenté). La demande de prêts habitat a reculé (la demande de crédits à la consommation est restée stable), en raison principalement des anticipations de détérioration supplémentaire du marché immobilier et de tensions sur la confiance et le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte fortement dégradé.

■ Les attentes pour le quatrième trimestre vont toujours dans le sens d'un resserrement des critères d'octroi de prêts. Le resserrement pourrait être d'une ampleur similaire à celle observée au T3 pour les entreprises, les ménages pourraient, quant à eux, faire face à un durcissement un peu plus sévère que celui qu'ils ont connu sur la période écoulée. La demande de crédit pourrait pour sa part être moins négative, aussi bien de la part des entreprises que des ménages. Ces évolutions dépendront, en outre, de l'impact des aides apportées aux banques pour leur permettre de poursuivre leur activité de crédit d'une part ainsi que des perspectives et de la situation financière des entreprises et des ménages d'autre part.



France : une poursuite du resserrement des conditions de crédit

- Les banques continuent à durcir leurs critères d'octroi en matière de crédit aux entreprises.
- Pourtant, le flux de prêts nouveaux aux entreprises reste soutenu.
- Les banques resserrent assez modérément les critères d'octroi de prêts habitat.

■ **En matière de crédit aux entreprises, l'enquête de la Banque de France auprès des banques montre une poursuite du resserrement des conditions de crédit au troisième trimestre 2008.** Plus des trois quarts des banques commerciales françaises indiquent, ainsi, avoir durci leurs conditions aux entreprises. De plus, ce mouvement concerne davantage les PME que les grandes entreprises.

Les banques françaises perçoivent une demande en net repli. Elles se montrent plus sélectives en raison de la dégradation de la conjoncture, des contraintes de liquidité et des difficultés d'accès aux financements de marché. Selon l'enquête, comme au trimestre précédent, ce resserrement s'opère principalement via une hausse des marges et des taux de crédit.

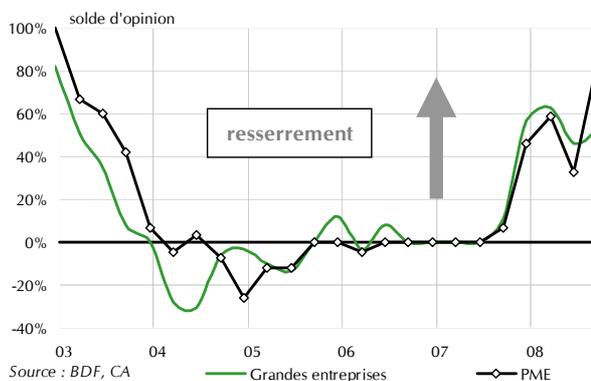
■ **Ceci est relativement paradoxal.** En effet, jusqu'à présent, le crédit aux entreprises reste assez soutenu. L'encours est en hausse marquée, +12,2 % sur un an en septembre 2008. Et la production (cumul sur douze mois du flux de nouveaux crédits) atteint 308 milliards en septembre, en hausse de 1,6 % sur un an. **En fait, même si la conjoncture économique se dégrade, la demande de crédit reste soutenue par plusieurs facteurs : la détérioration des profits des entreprises ; leur difficulté à se financer sur les marchés financiers ; le recours à des lignes de crédit consenties il y a plusieurs mois.**

Les entreprises vont, toutefois, s'ajuster peu à peu au nouvel environnement de croissance faible. Leurs besoins de financement vont se réduire, notamment en matière d'investissement, et la production de crédits aux entreprises devrait se replier légèrement fin 2008-début 2009.

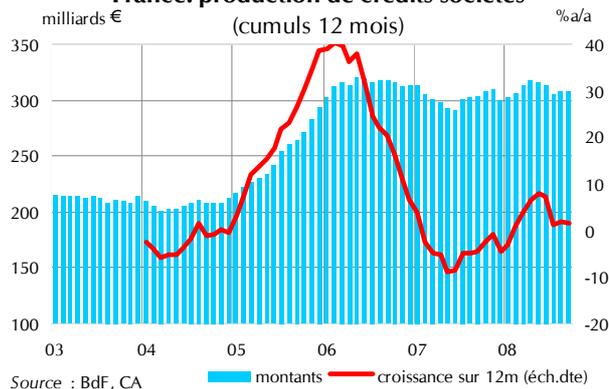
■ **En matière de crédit habitat,** les banques confirment un resserrement des critères d'octroi. Mais celui-ci reste assez modéré, les banques françaises étant déjà attentives à la qualité de l'emprunteur en matière de crédit habitat.

En revanche, la demande est perçue en recul sensible. **La correction du marché immobilier s'explique en effet avant tout par un effet demande lié à plusieurs facteurs :** la contrainte de solvabilité devient très critique (prix très élevés, remontée des taux de crédit) ; les vendeurs ne baissent pas encore (ou à peine) leurs prix et les acquéreurs attendent une baisse des prix significative pour acheter ; les investisseurs deviennent très réticents ; la dégradation de la conjoncture et la remontée du chômage rendent les acheteurs très prudents et attentistes. La production de crédit habitat (cumul douze mois) devrait se replier de 20 % sur un an fin 2008.

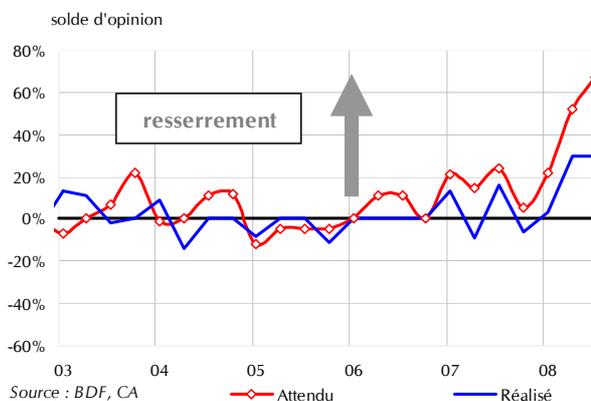
France: critères d'octroi des crédits entreprises



France: production de crédits sociétés



France: critères d'octroi des crédits habitat

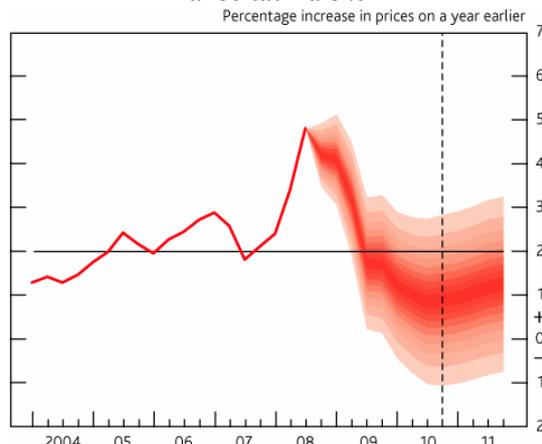


Royaume-Uni : vers de nouvelles baisses de taux

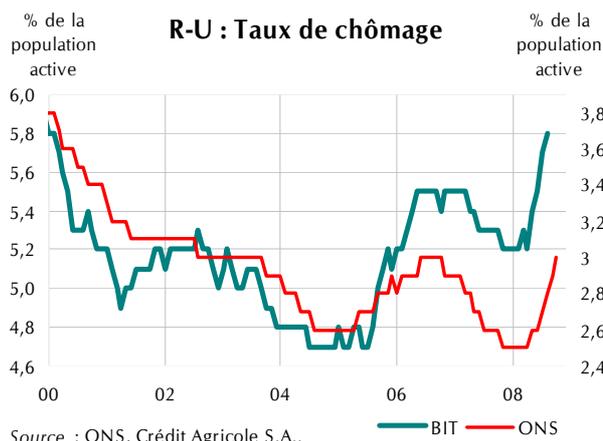
■ Face à l'afflux de mauvaises nouvelles depuis l'*Inflation Report* d'août, la BoE a été obligée de revoir son scénario de croissance fortement à la baisse à l'occasion de sa publication de novembre. Le point bas de son scénario central se situe désormais aux alentours de -2 % a/a au T2 2009, suivi d'un retour graduel vers le potentiel (estimé à 2,5 %) fin 2010. Un tel scénario suggère que la récession actuelle serait similaire à celle qui a touché le Royaume-Uni au début des années 1990. C'est aussi notre avis. Par ailleurs, l'inflation, qui a atteint 5,2 % a/a en septembre, devrait refluer rapidement dans les prochains mois pour se situer aux alentours de 1 % d'ici deux ans. Alors que cet été le comité de politique monétaire s'indignait encore du niveau élevé de l'inflation, c'est aujourd'hui le risque de déflation qui l'inquiète en premier lieu, comme l'indiquent les risques baissiers qui pèsent sur le scénario de la BoE.

■ Cela devrait pousser la BoE à poursuivre la baisse agressive de son taux directeur dans les prochains mois. Selon nous, elle pourrait ainsi l'abaisser de 150 pdb supplémentaires dans les trois prochains mois pour le porter à 1,5 % (soit son niveau le plus bas depuis la création de la BoE). D'autant plus que la remontée du taux de chômage entamée depuis le début de l'année s'est accélérée ces derniers mois (de 5,2% à 5,8% en seulement cinq mois), ramenant ainsi le nombre de chômeurs à plus de 1,8 millions pour la première fois depuis dix ans. Selon nous, ce mouvement devrait s'amplifier en 2009 et le taux de chômage pourrait atteindre 8,5 %.

R-U : Prédiction d'inflation de la BoE
avec taux à 3%



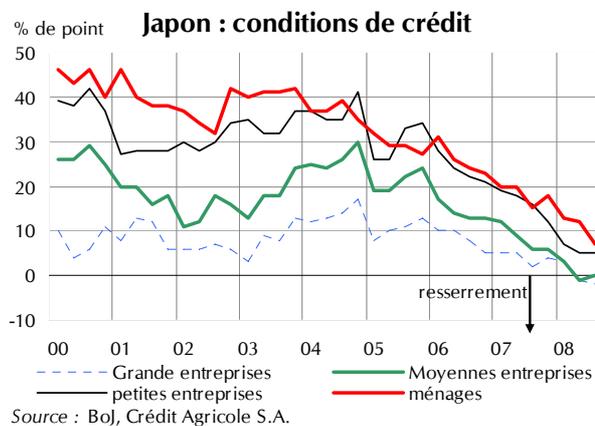
Source : BoE, Inflation Report Novembre 2008



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Japon : progression surprenante des prêts bancaires

■ Face à l'accentuation des tensions sur les conditions de crédit et la progression du nombre de faillites d'entreprises (+24% en moyenne sur septembre et octobre par rapport à l'année précédente), l'augmentation de l'ensemble des prêts bancaires en octobre (2,5 % a/a, après 1,8% en septembre) nous a surpris. Sans plus de détails sur ces statistiques, nous émettons donc différentes suppositions sur les causes de ce mouvement. La première raison serait un retour des entreprises à se financer auprès des banques car elles ne peuvent plus émettre des obligations, ni du papier commercial. Une deuxième raison serait l'effet du package fiscal, en particulier la mesure budgétaire qui encourage les prêts octroyés au PME. La dernière cause serait une hausse des prêts des banques régionales aux gouvernements locaux.



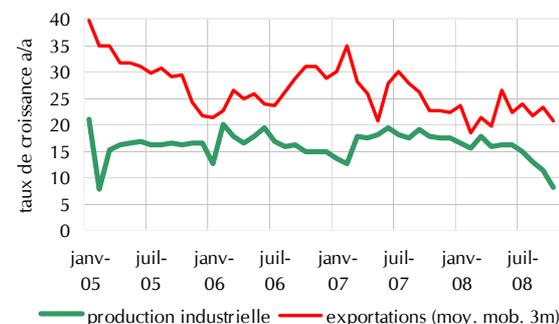
Source : BoJ, Crédit Agricole S.A.

Émergents : des réactions diverses à la crise

- **Chine : un plan de relance de 4 000 milliards de yuans (450 milliards d'euros)**
- **Russie : le plan de soutien fuit.**
- **Brésil : navigation à vue**

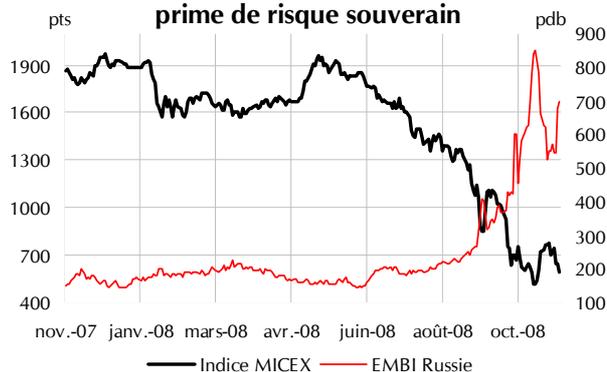
■ **Chine :** Le plan de soutien à l'économie annoncé par le gouvernement chinois a surpris par son ampleur. Mais la croissance de la production industrielle est tombée à « seulement » 8,2 % en septembre, et les exportations fléchissent aussi. Le plan (de deux ans) concentre les dépenses dans les secteurs à fort « contenu domestique » : infrastructures rurales, environnement, transports. Il comporte aussi des mesures fiscales et de crédit en faveur des entreprises.

Chine : le ralentissement se confirme



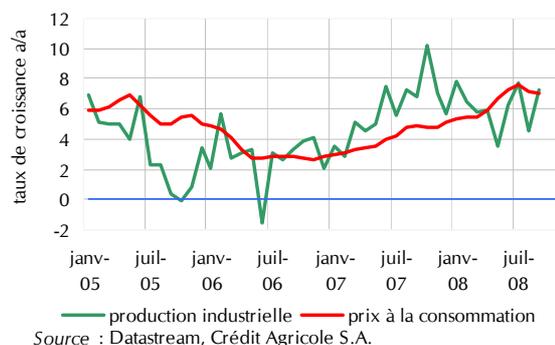
■ **Russie :** Malgré le plan de sauvetage de 200 Mds USD, les marchés russes restent sous très forte tension. La baisse des cours du brut altère un peu plus la confiance des investisseurs. Les sorties nettes de capitaux privés se sont élevées à 50 Mds USD en octobre et la Banque centrale a puisé 120 Mds USD dans ses réserves pour défendre le rouble au cours des trois derniers mois. L'hémorragie est grande et la décision cette semaine des autorités monétaires de laisser la monnaie russe se déprécier de 1 % (contre le panier de devises auquel elle est rattachée) pourrait bien l'aggraver. Elle alimente les anticipations de dépréciation et risque de nourrir la demande de devises étrangères. Il serait donc très hasardeux de dire où en sera le rouble en fin d'année, et a fortiori en 2009. La Banque centrale dispose encore de 475 Mds USD de réserves. Une chose est plus sûre en revanche : le ralentissement de la croissance au cours des prochains mois s'annonce assez brutal.

Russie : bourse de Moscou et prime de risque souverain



■ **Brésil.** Le comité de politique monétaire brésilien (le « COPOM ») a décidé de laisser inchangé le taux directeur à 13,75 %, malgré un léger rebond de l'indice des prix en octobre. Le COPOM est entre deux feux : l'inflation, qui reste au-delà de son objectif, et le ralentissement de l'économie. Celui-ci n'apparaît pas encore dans les chiffres de septembre, mais l'indicateur de confiance des entreprises est tombé à 52,5 en octobre, contre 58,1 en septembre : l'économie n'est plus en surchauffe. Et le gouvernement n'a que peu de marge de manœuvre budgétaire pour soutenir l'activité.

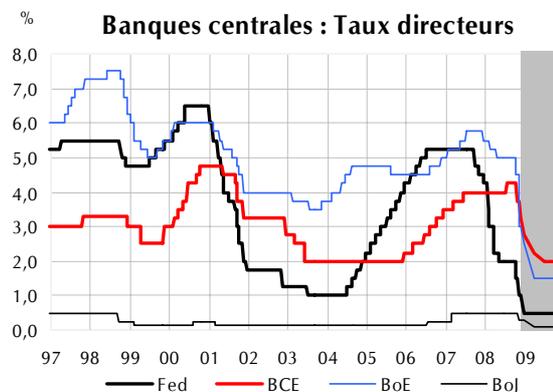
Brésil : entre ralentissement et inflation



	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (en % du PIB)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Etats-Unis	2,0	1,3	-1,8	2,9	4,2	1,1	-5,3	-4,7	-4,1
Japon	2,1	0,5	-0,1	0,0	1,6	0,6	4,8	4,0	3,8
Zone euro	2,6	1,1	0,0	2,1	3,4	2,0	0,3	-0,7	-0,2
Allemagne	2,6	1,4	0,0	2,3	2,8	1,9	7,6	7,5	6,0
France	2,1	0,8	0,0	1,5	3,0	1,9	-1,2	-1,9	-2,0
Italie	1,4	0,0	0,0	2,0	3,7	2,8	-1,7	-2,7	-2,4
Espagne	3,7	1,3	-0,6	2,8	4,3	2,7	-10,1	-9,7	-9,1
Royaume-Uni	3,0	0,8	-1,3	2,3	5,0	0,7	-4,3	-5,1	-3,7
Asie	9,4	7,3	4,8	4,4	7,3	3,8	6,6	5,2	3,7
Chine	11,9	9,3	6,5	4,8	6,3	2,5	11,6	10,0	8,0
Inde	8,7	7,0	5,5	4,8	9,4	6,0	-1,5	-2,5	-2,5
Amérique latine	5,1	4,4	1,8	6,1	8,8	8,4	0,3	-0,8	-1,3
Brésil	5,4	5,2	3,0	3,6	5,6	5,9	0,1	-1,7	-2,4
Europe - émergents	6,7	5,2	2,9	7,1	10,4	7,4	0,4	0,2	-1,2
Russie	8,1	6,8	4,0	9,0	13,9	10,5	5,9	6,2	3,0
Afrique & Moyen-Orient	5,6	5,9	4,7	7,8	11,6	7,6	8,9	10,1	5,5
Total	4,8	3,4	1,3	3,5	5,6	3,0	1,3	0,8	0,3

Central Bank Watch :

- **Fed** : les taux sont ramenés à 0,5 % en décembre et sont laissés à ce niveau tout au long de l'année 2009.
- **BCE** : nous attendons une nouvelle baisse des taux de 50 pnb en décembre. La BCE devrait porter le taux refi à 2 % au 1^{er} semestre 2009.
- **BoE** : Face aux risques qui pèsent sur la croissance, la BoE devrait poursuivre le relâchement spectaculaire de son taux directeur pour le porter à 1,50 % dans les prochains mois.
- **BoJ** : nous tablons sur une nouvelle baisse de taux de 20 pnb au début de l'année prochaine.



Source : Crédit Agricole

Taux d'intérêt	14/11	2007					2008					2009				
		T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
États-Unis																
Taux objectif des Fed Funds	1,00	5,25	5,25	4,75	4,25	4,88	2,25	2,00	2,00	0,50	1,69	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Eurodollar 3 mois	2,33	5,30	5,32	5,22	4,68	5,13	2,82	2,81	4,50	2,00	3,03	1,50	1,35	1,20	1,30	1,34
Taux 10 ans	3,75	4,71	5,10	4,63	4,07	4,63	3,46	4,02	3,86	3,90	3,81	3,80	4,00	4,20	4,50	4,13
UEM																
Taux de refinancement	3,25	3,75	4,00	4,00	4,00	3,94	4,00	4,00	4,25	2,75	3,75	2,25	2,00	2,00	2,00	2,06
Euribor 3 mois	4,25	3,92	4,18	4,79	4,68	4,39	4,73	4,95	5,28	3,35	4,58	2,60	2,40	2,40	2,50	2,48
Taux 10 ans OAT	3,95	4,12	4,62	4,41	4,39	4,39	4,05	4,77	4,35	4,00	4,29	3,90	4,10	4,25	4,30	4,14
Royaume-Uni																
Taux de base	3,00	5,25	5,50	5,75	5,50	5,50	5,25	5,00	5,00	2,50	4,44	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Libor 3 mois	4,05	5,58	5,98	6,25	5,95	5,94	6,01	5,91	6,35	3,10	5,34	2,20	2,10	2,00	2,20	2,13
Taux 10 ans	4,13	5,03	5,54	5,07	4,55	5,04	4,39	5,19	4,49	4,20	4,57	4,00	4,20	4,25	4,50	4,24
Japon																
Taux directeur	0,30	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,30	0,45	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Taux interbancaire 3 mois	0,80	0,66	0,73	0,85	0,86	0,78	0,84	0,86	0,87	0,55	0,78	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Taux 10 ans	1,49	1,65	1,87	1,68	1,50	1,67	1,28	1,60	1,46	1,50	1,46	1,55	1,60	1,65	1,65	1,61
Taux de change																
1 euro =																
... \$	1,26	1,33	1,35	1,42	1,46	1,39	1,58	1,58	1,40	1,23	1,45	1,20	1,22	1,24	1,28	1,24
... ¥	123	157	166	163	163	162	158	167	149	117	148	110	115	119	128	118
... £	0,85	0,679	0,673	0,698	0,734	0,70	0,797	0,792	0,788	0,845	0,81	0,850	0,840	0,835	0,830	0,84
1 \$ =																
... ¥	98	118	123	115	112	117	100	106	106	95	102	92	94	96	100	96
... RMB	6,83	7,73	7,61	7,51	7,31	7,54	7,01	6,86	6,85	6,83	6,89	6,83	6,83	6,83	6,83	6,83
1 £ =																
... \$	1,48	1,96	2,01	2,04	1,99	2,00	1,99	1,99	1,78	1,46	1,80	1,41	1,45	1,49	1,54	1,47

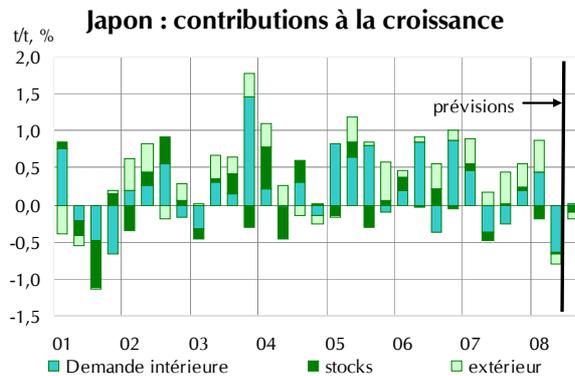
Semaine du 17 au 21 novembre 2008

Lundi 17

Japon - Comptes nationaux

	08T1	08T2	08T3
PIB réel (t/t, %)	0,7	-0,7	<u>-0,2</u>
consommation privée	0,7	-0,5	<u>-0,2</u>

Face à une demande mondiale déprimée, la croissance du PIB japonais est attendue en légère baisse au troisième trimestre (-0,2 % t/t). Nous sommes légèrement plus pessimistes que le consensus qui table sur une croissance stable. Cette faiblesse serait due au repli de la demande intérieure. Au vu de l'indice de confiance des ménages qui a atteint un point bas historique et du repli des dépenses réelles, la consommation privée au sens du PIB aurait continué de reculer au troisième trimestre. Du côté des entreprises, les dernières enquêtes et le net repli des commandes de machines-outils semblent refléter un nouveau recul de l'investissement (-1 % t/t après -0,5 % au deuxième trimestre). **Sur l'ensemble de l'année 2008, la croissance japonaise atteindrait 0,5 % (après 2,1 % en 2007) et -0,1 % en 2009.**



US - Production industrielle (cvs)

	août	sept	oct
prod. industrielle (m/m, %)	-1,0	-2,8	<u>1,6</u>
(a/a, %)	-1,4	-4,5	<u>-2,6</u>

La production industrielle pourrait bénéficier d'un rebond technique, après son plongeon de 2,8 % sur le mois de septembre dû pour partie à l'ouragan Ike et au mouvement de grève chez Boeing. Cependant, les destructions nettes d'emplois et l'orientation baissière de la durée du travail dans le secteur manufacturier justifieraient une nouvelle baisse de la production (de 0,3 %). On sera également attentif aux résultats des deux premières enquêtes régionales (Fed de Philadelphie et de New York) sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier en novembre. Elles avaient lourdement chuté en octobre. Un rebond technique est envisagé.

Mercredi 19

US - Mises en chantier

	août	sept	oct
permis de construire	857	805	<u>760</u>
mises en chantier	872	817	<u>776</u>

Un nouveau recul des mises en chantier et des permis de construire est attendu sur le mois d'octobre (de 5-6 %), portant à 66 % la baisse cumulée des permis de construire depuis leur pic de septembre 2005.

L'ajustement de l'offre déjà effectué est donc énorme et pourtant, compte tenu des pressions baissières sur la demande, il est voué à se poursuivre. Nous tablons sur une sortie de récession du marché immobilier au mieux fin 2009.

US - Prix à la consommation

	août	sept	oct
total, cvs (m/m, %)	-0,1	0,0	<u>-0,5</u>
ncvs (a/a, %)	5,4	4,9	<u>4,1</u>
hors al. & éner., cvs (m/m, %)	0,2	0,1	<u>0,2</u>
ncvs (a/a, %)	2,5	2,5	<u>2,5</u>

A la faveur de la chute du prix des matières premières, nous tablons sur un recul de 0,5 % sur le mois d'octobre de l'indice des prix à la consommation, ce qui porterait à 4,1 % l'inflation en glissement annuel. Le ralentissement de l'inflation totale déjà observé est significatif et va aller en s'accroissant dans les prochains mois. Hors énergie et alimentation, les prix sont attendus en hausse de 0,2 % sur le mois (soit 2,5 % sur un an). L'inflation sous-jacente va commencer à donner des signes clairs de modération. Le risque majeur aujourd'hui aux Etats-Unis est la déflation. La Fed en a conscience. On lira attentivement les minutes du FOMC des 28-29 octobre pour en savoir plus sur le degré de préoccupation de la Fed à l'égard des perspectives de croissance et d'inflation. Son nouveau jeu de prévisions sera publié à cette occasion.

Vendredi 21

Japon - Politique monétaire

	sept	oct	nov
taux cible	0,50	0,30	<u>0,30</u>

La Banque du Japon (BoJ) devrait décider de laisser inchangé son taux cible à 0,30 %. Lors de sa dernière réunion du 31 octobre où une baisse de 20 pdb avait été décidée, elle avait déjà nettement révisé à la baisse sa prévision de croissance à court terme à 0,1 % pour l'année fiscale 2008 contre 1,2 % prévu en juillet dernier. De plus, dans un récent discours, le gouverneur de la BoJ, M. Shirakawa, a rappelé les effets néfastes sur la croissance économique que pouvait avoir une politique monétaire à taux zéro.

UEM - enquête dans l'industrie PMI

	sept	oct	nov
indice PMI	45,0	41,1	<u>40,7</u>

UEM - enquête dans les services PMI

	sept	oct	nov
indice PMI	48,4	45,8	<u>45,0</u>

Les enquêtes de confiance auprès des chefs d'entreprises ne devraient pas révéler d'amélioration pour le mois de novembre. L'ampleur de la dégradation devrait toutefois être nettement plus contenue que pour le mois d'octobre (où la part des événements exceptionnels pouvait être considérée comme non négligeable). Ainsi, nous devrions nous diriger vers une légère baisse, quasiment une stabilisation, dans le secteur manufacturier mais à un niveau toujours historiquement bas et très en deçà du seuil qui sépare phases d'expansions et de récession. Le secteur des services devrait également être en retrait, pénalisé par une évolution toujours sous contrainte des facteurs de demande interne.

Indicateurs à suivre – semaine du 17 au 21 novembre 2008

Lundi 17 novembre					
Japon	08T2	08T3	Etats-Unis	oct	nov
0:50 PIB réel, t/t	-0,7	-0,2	14:30 enquête de la Fed de New York	-24,6	-20,0
UEM	août	sept	Etats-Unis	sept	oct
12:00 balance commerciale, mds E	-6,1	---	15:15 production industrielle, m/m	-2,8	1,6
Mardi 18 novembre					
Royaume-Uni	sept	oct	Etats-Unis	sept	oct
10:30 CPI harmonisé, m/m	0,5	0,5	14:30 prix à la production, m/m	-0,4	-1,4
10:30 CPI harmonisé, a/a	5,2	5,3	Etats-Unis	oct	nov
10:30 RPIX, m/m	0,6	0,4	19:00 indice NAHB	14	14
10:30 RPIX, a/a	5,5	5,8			
10:30 RPI, m/m	0,6	0,3			
10:30 RPI, a/a	5,0	4,8			
Mercredi 19 novembre					
Royaume-Uni			Etats-Unis		
10:30 minutes du comité de politique monétaire de novembre			14:00 minutes FOMC 28-29 octobre		
			Etats-Unis	sept	oct
			14:30 CPI, m/m	0,0	-0,5
			14:30 CPI sous-jacent, m/m	0,1	0,2
			14:30 mises en chantier, '000 t.a.	817	776
			14:30 permis de construire, '000 t.a.	805	760
Jeudi 20 novembre					
Allemagne	sept	oct	Etats-Unis	sept	oct
08:00 prix à la production, m/m	0,3	-1,0	16:00 indicateur avancé	0,3	-0,7
Royaume-Uni	sept	oct	Etats-Unis	oct	nov
10:30 ventes de détail, m/m	-0,4	-1,0	18:00 enquête de la Fed de Phila.	-37,5	-30,0
10:30 ventes de détail, a/a	1,8	1,3			
Vendredi 21 novembre					
Japon	oct	nov			
2:00 comité de pol. monétaire de la BoJ	0,3	0,3			
France	sept	oct			
08:45 conso. en produits manufacturés, m/m	0,6	-0,3			
France	oct	nov			
09:00 PMI - industrie	40,6	40,0			
09:00 PMI - services	47,5	47,0			
Allemagne	oct	nov			
09:30 PMI - industrie	42,9	42,5			
09:30 PMI - services	48,3	47,0			
UEM	oct	nov			
10:00 PMI - industrie	41,1	40,7			
10:00 PMI - services	45,8	45,0			

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

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

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