

L'actualité de la semaine

■ **Marchés** : On attendait le G8 sur le dollar, le communiqué n'en fait même pas mention. On attendait un coup de projecteur sur la parité yuan-dollar lors du dialogue stratégique entre les Etats-Unis et la Chine, il n'en a rien été. **C'est le pétrole qui vole la vedette**. Cette thématique et le risque inflationniste, qui va avec, alimentent toujours les anticipations de hausses des taux un peu partout et pèsent sur les marchés obligataires. Puisqu'on ne parle pas du dollar, le marché le boude et la parité EUR/USD termine la semaine autour des 1,56. **La crise financière qui, depuis quelques semaines a été reléguée au second plan, n'en continue pas moins de produire ses effets**. Les résultats des banques américaines pour le 2^e trimestre sont en demi-teinte mais toutes annoncent de nouvelles dépréciations d'actifs. La dégradation cette semaine des notes de deux *monolines*, MBIA et AMBAC, par *Moody's* n'est pas propre à rassurer les analystes. Les valeurs financières pèsent d'ailleurs sur les tendances boursières des deux côtés de l'Atlantique. De plus, ce « vendredi des 4 sorcières » (expiration des futures et des contrats à terme) ne devrait pas déroger à la règle et clôturer en baisse.

■ **Etats-Unis** : La conjoncture américaine ne réserve pas que des bonnes surprises ; les statistiques publiées cette semaine sont venues le rappeler. La baisse des mises en chantier (-3,3 % sur le mois de mai) et du moral des constructeurs en juin sont dans l'ordre des choses : la récession immobilière est profonde et se prolonge. La production industrielle s'est inscrite en recul (-0,2 % sur le mois de mai, -0,1 % sur 1 an), signe que la récession a gagné ce secteur. **La semaine prochaine sera dominée par le FOMC des 24-25 juin. Un *statu quo* des *Fed funds* à 2 % est anticipé**. Au-delà des effets éphémères du stimulus budgétaire, les risques baissiers sur la croissance sont toujours là. La Fed le sait. C'est, nous semble-t-il, un obstacle important à une hausse des taux d'ici la fin de l'année, malgré la persistance du risque inflationniste.

■ **UEM** : L'inflation continue de faire la Une de l'actualité conjoncturelle, cette fois à la suite de sa révision à la hausse, à 3,7% au mois de mai. A l'origine de cette nouvelle accélération, on trouve toujours les mêmes « *usual suspects* » (pétrole et prix alimentaires), alors que **l'inflation sous-jacente reste contenue**, à 1,7% pour sa mesure la plus restreinte.

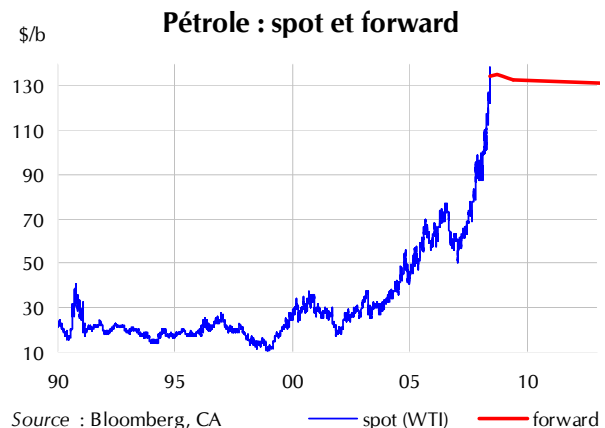
Nos prévisions actualisées tablent sur un **taux d'inflation de 4% cet été**, ce qui viendra alimenter les craintes de la BCE sur des risques de second tour. Malgré les risques qui pèsent toujours sur l'activité, **une 2^e hausse de taux de la BCE en septembre apparaît alors probable, après celle du 3 juillet**. Pourtant, dans le même temps, le moral des investisseurs a touché le fond en Allemagne (chute de l'indice ZEW en juin) et les perspectives se détériorent à court terme. La semaine prochaine, l'enquête IFO devrait baisser, tout comme les indices PMI en zone euro, les enquêtes de la Commission européenne, et les commandes à l'industrie. La croissance de l'agrégat M3 devrait décélérer quelque peu. Ce n'est pas suffisant pour dépasser le seuil de souffrance de la BCE qui a augmenté ces derniers mois.

■ **Royaume-Uni** : L'inflation a encore accéléré à 3,3% a/a en mai, obligeant Mervyn King à expliquer cet écart de plus d'un point avec la cible de la BoE dans une lettre destinée au Chancelier de l'échiquier. Comme le confirment les minutes de la réunion de juin, **l'inflation devrait atteindre 4% cet été, empêchant ainsi la BoE d'aller plus loin dans son relâchement monétaire**. Alors qu'un ralentissement de la consommation est attendu depuis le début de l'année, les ventes de détail ont enregistré une hausse sans précédent en mai, fournissant ainsi des munitions aux membres les plus *hawkish* du MPC.

2	INDICATEURS DE MARCHES ➔ G8 : crise financière et pétrole ➔ <i>Strategic Economic Dialogue</i> : 4e édition ➔ Une appréciation plus rapide du yuan face au dollar
3	SCENARIO ECONOMIQUE & FINANCIER
5	AMERIQUES ➔ Etats-Unis : signes de récession
8	EUROPE ➔ France : l'impact des futures économies d'énergie dans le bâtiment ➔ Royaume-Uni : baisse impossible à la BoE
11	PAYS EMERGENTS
12	PROCHAINES STATISTIQUES ECONOMIQUES

G8 : crise financière et pétrole

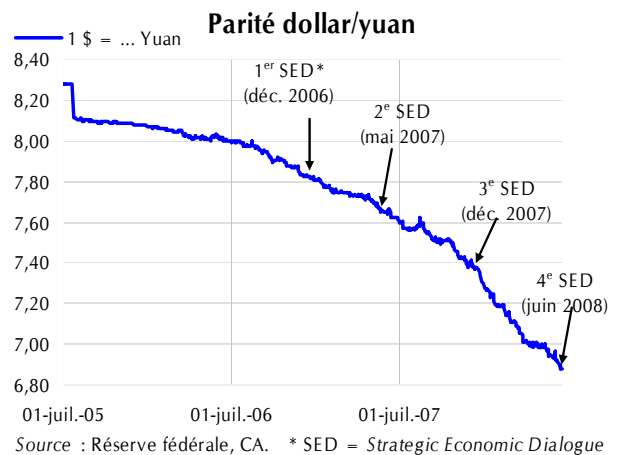
On attendait le G8 sur le dollar, le communiqué élude totalement la question. Les ministres des Finances se sont davantage intéressés aux chocs qui s'abattent sur l'économie mondiale. **D'abord, le choc financier qui, même s'il perd de son acuité, reste un sujet de préoccupations.** Ils ont notamment réitéré leur soutien au président du Forum de Stabilité Financière, Mario Draghi, qui exhorte les institutions financières à mettre leur situation au clair d'ici 100 jours. **Ensuite, le choc pétrolier qui menace la stabilité économique mondiale.** Le G8 en appelle à la responsabilité de tous. Les gouvernements nationaux doivent aider les consommateurs à s'adapter à la nouvelle donne énergétique (les subventions à la pompe étant ici particulièrement visées) ; les producteurs doivent produire et investir plus pour desserrer la contrainte d'offre ; les marchés financiers doivent être mieux régulés pour stopper la frénésie spéculative. A bon entendre, salut !



Isabelle JOB
isabelle.job@credit-agricole-sa.fr

Strategic Economic Dialogue : 4^e édition

Le Dialogue Economique Stratégique est une rencontre bi-annuelle entre les Etats-Unis et la Chine, lancée fin 2007 avec pour ambition de s'assurer que la relation croissante entre les deux géants soit mutuellement bénéfique. La rencontre des 17-18 juin était la 4^e du genre. Au programme, cinq grands sujets : la gestion des cycles financiers et économiques (avec en filigrane, la hausse du prix des matières premières), le développement du capital humain, les bénéfices du libre-échange et de marchés financiers ouverts et concurrentiels, le soutien de l'investissement et de l'innovation, la coopération en matière de politique énergétique et environnementale (avec de nouveau en filigrane, la hausse du prix des matières premières). Habituellement, la parité dollar/yuan est au centre des attentions mais pas cette fois-ci. Le pétrole, et la subvention de son prix en Chine, a volé la vedette. Et puis, le yuan s'est apprécié de 20 % depuis juillet 2005, date de sa réévaluation contre le dollar (cf. graphique).



Hélène BAUDCHON
helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

Une appréciation plus rapide du yuan face au dollar

Ces dernières semaines, l'appréciation du yuan s'est accentuée. La devise chinoise s'est appréciée de 5,6% entre janvier et mi-juin après 6,4% sur l'ensemble de l'année 2007. Pourquoi une appréciation plus rapide ? La réponse se trouve sans doute dans la volonté des autorités chinoises d'endiguer rapidement l'inflation importée. L'économie chinoise subit une montée inflationniste depuis le début de l'année. En février, la progression des prix à la consommation avait atteint son niveau le plus élevé en 11 ans, à 8,7% a/a. Les nombreuses hausses du taux des réserves obligatoires dont la dernière qui le porte à 17,5%, couplées aux contrôles sur les prix et à l'appréciation du yuan, commencent à porter leurs fruits. En effet, une légère décélération de l'inflation est constatée en mai à 7,7% a/a. Par ailleurs, on note également que le taux de change effectif réel connaît une progression rapide depuis décembre 2007, impliquant une détérioration de la compétitivité-prix des exportations chinoises.



Cynthia KALASOPATAN
cynthia.kalasopatan@credit-agricole-sa.fr

	Pondération moyenne 2001-2005 *	PIB (taux annuel)			Inflation (en moyenne)			Solde public (en % du PIB)			Balance courante (en % du PIB)		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Amériques	30,6	2,6	2,0	1,9	3,1	4,1	3,2	-	-	-	-	-	-
Canada	2,1	2,5	1,7	2,2	2,1	2,1	1,9	1,3	0,7	0,6	1,1	-0,2	-0,7
États-Unis	22,7	2,2	1,7	1,4	2,9	4,0	2,7	-3,0	-4,5	-3,9	-5,3	-4,7	-4,2
Mexique	2,0	3,0	2,4	3,2	3,6	3,3	3,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,8	-0,8	-0,6
Brésil	2,9	4,7	4,0	4,3	3,9	4,4	4,3	-2,5	-2,1	-1,5	1,2	-0,4	-1,0
Argentine	0,9	6,8	3,4	3,0	8,9	12,0	13,0	1,5	1,0	1,0	2,6	2,0	2,0
Europe	27,7	3,3	2,6	2,4	3,2	3,9	2,6	-	-	-	-	-	-
hors Peco	22,4	2,7	1,9	1,6	2,1	3,3	2,2	-	-	-	-	-	-
UEM	17,2	2,6	1,8	1,4	2,1	3,4	2,1	-0,7	-1,0	-0,9	0,1	-0,1	-0,1
Allemagne	4,9	2,6	2,2	1,4	2,3	2,9	1,7	0,0	0,0	-0,5	7,6	7,5	6,0
Autriche	0,5	3,3	2,3	1,8	2,2	3,5	1,9	-0,5	-0,5	-0,7	3,2	4,2	3,8
Belgique	0,6	2,7	1,8	1,6	1,8	4,6	2,0	-0,2	-0,4	-0,6	2,0	1,6	1,5
Espagne	2,0	3,8	1,7	1,6	2,8	4,4	3,0	2,2	0,8	0,6	-10,1	-9,7	-9,1
Finlande	0,3	4,3	2,7	2,2	1,6	3,7	2,0	5,3	3,3	3,0	4,6	3,4	2,4
France	3,5	2,1	1,9	1,6	1,5	3,0	2,0	-2,7	-2,9	-3,0	-1,2	-1,9	-2,0
Grèce	0,5	4,0	3,4	3,2	3,0	4,6	3,1	-2,8	-2,2	-2,2	-14,1	-14,5	-14,5
Irlande	0,3	5,3	2,2	2,8	2,9	3,6	2,8	0,3	-1,5	-1,8	-5,0	-4,8	-4,5
Italie	3,3	1,5	0,7	1,0	2,0	3,6	2,5	-1,9	-2,4	-2,4	-1,7	-1,8	-1,9
Pays-Bas	1,0	3,5	2,5	1,7	1,6	2,2	1,8	0,4	1,4	1,8	6,6	7,2	8,2
Portugal	0,4	1,9	1,5	1,5	2,4	3,5	2,3	-2,6	-2,5	-2,5	-9,8	-10,5	-10,4
Danemark	0,4	1,8	1,5	1,4	1,7	2,7	2,2	4,3	3,5	3,0	1,0	0,8	0,7
Norvège	0,4	6,0	3,0	2,5	1,4	2,3	2,1	17,1	16,5	16,5	17,0	16,0	15,0
Royaume-Uni	3,4	3,0	1,8	2,0	2,3	3,3	2,2	-2,7	-2,9	-2,7	-2,9	-3,1	-2,7
Suède	0,5	2,9	2,5	2,0	2,2	3,5	2,7	2,8	2,6	2,8	6,5	7,0	7,0
Suisse	0,5	3,1	2,2	1,9	0,7	1,5	1,3	1,2	1,2	1,0	13,0	12,5	12,5
Hongrie	0,3	1,3	1,5	3,0	7,0	4,5	3,5	-6,2	-5,0	-4,0	-5,6	-5,0	-5,5
Pologne	0,9	6,5	5,5	5,0	4,0	3,5	3,0	-2,7	-3,2	-3,1	-5,0	-6,0	-6,0
République tchèque	0,3	6,0	4,6	4,0	5,4	5,0	3,5	-3,4	-2,8	-2,7	-3,4	-3,5	-4,5
Russie	1,0	7,2	6,4	5,8	11,5	9,5	8,2	5,5	3,8	1,5	5,6	3,5	2,5
Asie-Pacifique	37,9	7,7	6,9	6,7	4,1	3,7	3,2	-	-	-	-	-	-
OCDE-Pacifique	10,6	2,8	2,2	2,1	0,9	1,9	1,8	-	-	-	-	-	-
Australie	1,2	3,9	3,1	2,8	2,3	3,2	2,8	1,3	1,2	1,0	-6,2	-5,9	-5,7
Corée du sud	1,8	4,7	4,5	4,0	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	0,6	-0,5	-1,0
Japon	7,4	2,1	1,5	1,6	0,0	1,4	1,3	-3,4	-3,8	-3,4	4,8	4,2	4,5
Nouvelle-Zélande	0,2	3,1	1,8	2,0	2,4	3,0	2,5	3,3	2,6	1,8	-8,0	-7,5	-7,6
Chine	15,5	11,4	10,0	9,5	6,5	4,0	3,0	-1,4	-1,5	-1,5	11,6	10,0	8,0
Hongkong	0,4	6,1	5,8	5,5	3,8	4,5	5,0	0,2	0,5	0,5	11,3	8,5	6,5
Inde	6,3	8,7	8,0	8,5	3,8	5,0	5,0	-6,6	-6,4	-6,4	-1,1	-1,5	-2,0
Taiwan	1,1	5,7	5,5	5,0	3,3	3,5	3,0	-2,5	-2,5	-2,5	7,6	5,5	4,0
Autres Asie	4,0	5,9	5,8	5,9	4,2	5,1	4,6	-	-	-	4,1	3,3	2,5
Afrique et Moyen-Orient	3,8	6,0	6,4	6,1	7,7	6,8	6,0	-	-	-	9,9	9,3	8,2
Total	100	4,9	4,2	4,0	3,7	4,0	3,1	-	-	-	1,1	0,9	0,1

* calcul sur PIB PPA (source: FMI)

Taux d'intérêt	20/06	2007					2008					2009				
		T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
États-Unis																
Taux objectif des Fed Funds	2,00	5,25	5,25	4,75	4,25	4,88	2,25	2,00	2,00	2,00	2,06	2,00	2,50	3,50	3,50	2,88
Eurodollar 3 mois	2,82	5,30	5,32	5,22	4,68	5,13	2,82	2,82	2,60	2,50	2,68	2,60	2,90	3,75	3,75	3,25
Taux 10 ans	4,24	4,71	5,10	4,63	4,07	4,63	3,46	4,24	4,25	4,25	4,05	4,40	4,50	4,60	4,70	4,55
Canada																
Taux cible du finan. à un jour	3,00	4,25	4,25	4,50	4,25	4,31	3,50	3,00	3,00	3,00	3,13	3,00	3,00	3,50	3,75	3,31
Taux 3 mois	3,26	4,35	4,63	4,91	4,81	4,68	3,62	3,26	3,10	3,10	3,27	3,10	3,15	3,70	3,95	3,48
Taux 10 ans	3,99	4,15	4,60	4,39	4,03	4,29	3,46	3,99	3,80	3,80	3,76	3,85	3,90	4,00	4,10	3,96
UEM																
Taux de refinancement	4,00	3,75	4,00	4,00	4,00	3,94	4,00	4,00	4,50	4,50	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Euribor 3 mois	4,96	3,92	4,18	4,79	4,68	4,39	4,73	4,96	5,00	4,85	4,88	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
Taux 10 ans OAT	4,81	4,12	4,62	4,41	4,39	4,39	4,05	4,81	4,50	4,60	4,49	4,60	4,70	4,70	4,75	4,69
Royaume-Uni																
Taux de base	5,00	5,25	5,50	5,75	5,50	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,06	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Libor 3 mois	5,93	5,58	5,98	6,25	5,95	5,94	6,01	5,93	5,70	5,40	5,76	5,30	5,25	5,25	5,25	5,26
Taux 10 ans	5,30	5,03	5,54	5,07	4,55	5,04	4,39	5,30	4,85	5,00	4,89	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20
Suisse																
Taux 3 mois	2,86	2,30	2,70	2,79	2,76	2,64	2,89	2,86	2,50	2,50	2,69	2,50	2,50	2,50	3,00	2,63
Taux 10 ans	3,35	2,63	3,09	2,97	2,99	2,92	2,83	3,35	3,25	3,25	3,17	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40
Suède																
Taux repo	4,25	3,25	3,50	3,75	4,00	3,63	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux interbancaire 3 mois	5,03	3,44	3,72	4,28	4,67	4,03	4,83	5,03	4,50	4,45	4,70	4,20	4,15	4,15	4,25	4,19
Taux 10 ans	4,48	3,92	4,47	4,31	4,34	4,26	3,95	4,48	4,30	4,30	4,26	4,50	4,50	4,50	4,60	4,53
Danemark																
Taux repo	4,35	4,00	4,25	4,25	4,25	4,19	4,25	4,35	4,75	4,75	4,53	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Taux interbancaire 3 mois	5,35	4,10	4,39	4,86	4,85	4,55	4,92	5,35	5,25	5,10	5,15	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05
Taux 10 ans	4,92	4,03	4,58	4,51	4,46	4,40	4,20	4,92	4,80	4,80	4,68	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Norvège																
Taux d'escompte	5,50	4,00	4,50	5,00	5,25	4,69	5,25	5,75	5,75	5,75	5,63	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Taux interbancaire 3 mois	6,35	4,46	4,85	5,68	5,88	5,22	6,12	6,35	6,25	6,20	6,23	6,10	6,00	6,00	6,00	6,03
Taux 10 ans	5,04	4,56	5,15	4,97	4,71	4,85	4,33	5,04	4,60	4,65	4,66	4,70	4,75	4,80	4,85	4,78
Japon																
Taux directeur	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,56	0,75	1,00	1,00	1,00	0,94
Taux interbancaire 3 mois	0,84	0,66	0,73	0,85	0,86	0,78	0,84	0,84	0,88	1,05	0,90	1,10	1,25	1,25	1,25	1,21
Taux 10 ans	1,79	1,65	1,87	1,68	1,50	1,67	1,28	1,79	1,75	1,80	1,66	1,85	1,90	2,00	2,00	1,94
Spreads benchmark 10 ans	20/06	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
Canada / USA	-0,25	-0,56	-0,49	-0,24	-0,04	-0,33	0,00	-0,25	-0,45	-0,45	-0,29	-0,55	-0,60	-0,60	-0,60	-0,59
USA / OAT	-0,57	0,59	0,47	0,22	-0,32	0,24	-0,59	-0,57	-0,25	-0,35	-0,44	-0,20	-0,20	-0,10	-0,05	-0,14
UK / OAT	0,49	0,91	0,91	0,66	0,16	0,66	0,34	0,49	0,35	0,40	0,39	0,60	0,50	0,50	0,45	0,51
Suisse / OAT	-1,46	-1,49	-1,53	-1,44	-1,40	-1,47	-1,22	-1,46	-1,25	-1,35	-1,32	-1,20	-1,30	-1,30	-1,35	-1,29
Suède / OAT	-0,33	-0,20	-0,15	-0,10	-0,05	-0,13	-0,10	-0,33	-0,20	-0,30	-0,23	-0,10	-0,20	-0,20	-0,15	-0,16
Danemark / OAT	0,10	0,02	0,02	0,10	0,07	0,05	0,02	0,10	0,30	0,20	0,16	0,40	0,30	0,30	0,25	0,31
Norvège / OAT	0,23	0,44	0,52	0,56	0,32	0,46	0,28	0,23	0,10	0,05	0,16	0,10	0,05	0,10	0,10	0,09
Taux de change	20/06	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
1 euro = ... \$	1,55	1,33	1,35	1,42	1,46	1,39	1,58	1,55	1,52	1,45	1,53	1,43	1,41	1,40	1,38	1,41
... ¥	167	157	166	163	163	162	158	167	164	160	162	160	158	161	163	160
... £	0,79	0,68	0,67	0,70	0,73	0,70	0,80	0,79	0,81	0,79	0,79	0,775	0,750	0,735	0,725	0,75
... CHF	1,62	1,62	1,65	1,65	1,66	1,64	1,58	1,62	1,60	1,60	1,60	1,59	1,58	1,58	1,58	1,58
... SEK	9,38	9,29	9,22	9,16	9,45	9,28	9,43	9,38	9,10	9,05	9,24	9,00	8,95	8,90	8,90	8,94
... DKK	7,45	7,43	7,43	7,43	7,47	7,44	7,50	7,45	7,46	7,46	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46
... NOK	8,04	8,12	7,97	7,74	7,91	7,94	8,07	8,04	7,80	7,75	7,91	7,70	7,65	7,60	7,55	7,63
... PLN	3,37	3,87	3,77	3,78	3,58	3,75	3,53	3,37	3,45	3,40	3,44	3,40	3,52	3,50	3,50	3,48
1 \$ = ... ¥	108	118	123	115	112	117	100	108	108	110	106	112	112	115	118	114
... CAD	1,02	1,15	1,07	0,99	1,00	1,05	1,03	1,02	1,04	1,07	1,04	1,10	1,12	1,14	1,15	1,13
... RMB	6,88	7,73	7,61	7,51	7,31	7,54	7,01	6,88	6,80	6,70	6,85	6,60	6,50	6,40	6,30	6,45
1 £ = ... \$	1,97	1,96	2,01	2,04	1,99	2,00	1,99	1,97	1,89	1,84	1,92	1,85	1,88	1,90	1,90	1,88

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

20 juin 2008

États-Unis : signes de récession

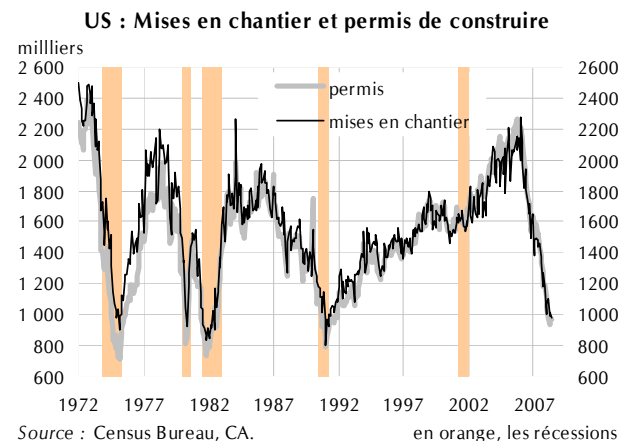
- La conjoncture américaine ne réserve pas que des bonnes surprises : les statistiques publiées cette semaine sont venues le rappeler. La dégradation des premières enquêtes régionales sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier pour le mois de juin est de mauvais augure pour l'enquête ISM nationale (qui paraîtra le 1^{er} juillet). La baisse des mises en chantier (-3,3 % sur le mois de mai) et du moral des constructeurs en juin sont dans l'ordre des choses : la récession immobilière est profonde et se prolonge. La production industrielle s'est inscrite en recul (-0,2 % sur le mois de mai, -0,1 % sur 1 an), signe que la récession a gagné ce secteur.
- La semaine prochaine sera dominée par le FOMC des 24-25 juin. Un *statu quo* des *Fed funds* à 2 % est anticipé. Au-delà des effets éphémères du stimulus budgétaire, les risques baissiers sur la croissance sont toujours là. La Fed le sait. C'est, nous semble-t-il, un obstacle important à la hausse des taux malgré la persistance du risque inflationniste. La confiance des consommateurs, leurs dépenses de consommation, les ventes de logements dans le neuf et l'ancien et les indices de prix correspondants, les nouvelles commandes de biens durables retiendront aussi notre attention.

■ Dépression immobilière

Les mises en chantier ont baissé de 3,3 % sur le mois de mai et les permis de construire ont reculé de 1,3 %. Les mises en chantier ont été tirées vers le bas par les constructions multi-familiales, composante de nature très volatile et moins pertinente pour juger de l'état du marché. La baisse des mises en chantier de logements individuels est plus limitée (-1 % sur le mois). En revanche, celle des permis de construire est plus accentuée (-4 % sur le mois). En niveau, les mises en chantier se retrouvent au plus bas depuis 17 ans (cf. graphique). Un tel recul est dans l'ordre des choses. Il vient pour partie corriger le rebond surprenant du mois précédent. **Fondamentalement, le rééquilibrage du marché immobilier résidentiel passe par une baisse de l'offre. Et ce processus n'est pas arrivé à son terme** à en juger le niveau toujours élevé des ratios stocks/ventes et des taux de vacances des logements destinés à la propriété. De plus, la hausse des défauts sur les prêts immobiliers et les saisies qui s'ensuivent viennent gonfler plus encore le stock de logements à vendre.

Mises en chantier

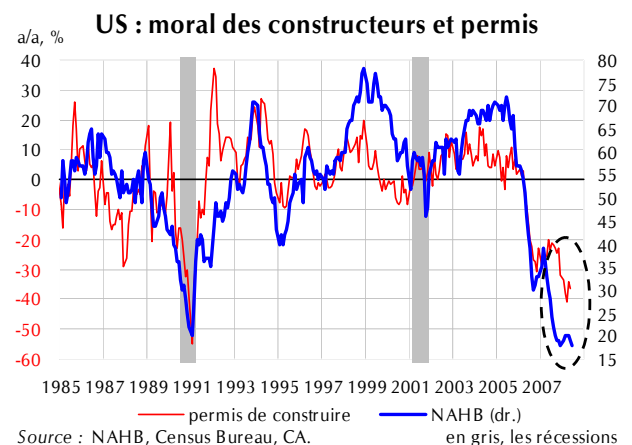
	mars	avr	mai	
permis de construire	932	982	<u>952</u>	969
mises en chantier	954	988	1 032	1 001
Midwest	127	135	158	164
Nord-Est	102	115	89	91
Sud	498	515	516	501
Ouest	227	223	269	252



La relative stabilité du moral des constructeurs immobiliers (mesuré par l'indice NAHB) depuis septembre 2007 contraste avec son évolution lors des précédentes récessions immobilières. Ce profil en L s'oppose au profil en V traditionnel : une fois le point bas atteint, le rebond est rapide (cf. graphique). Ce n'est pas ce qui se dessine aujourd'hui, confirmant le caractère atypique de la récession en cours et suggérant un marché atone même une fois le fond touché.

NAHB

	avr	mai	juin	
indice	20	19	<u>19</u>	18
année précédente	33	30	28	



■ Récession manufacturière

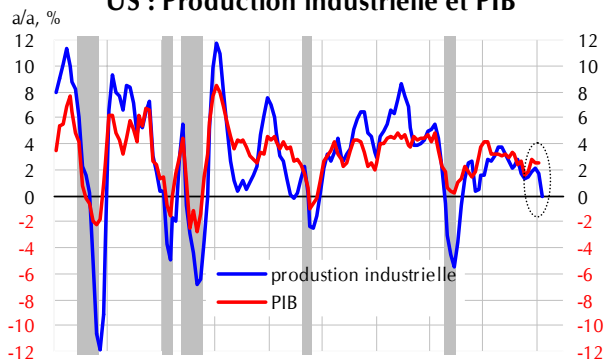
La production industrielle a baissé de 0,2 % au mois de mai, contre une hausse modeste attendue. Cette contre-performance vient de la baisse de 1,8 % de la production de gaz et d'électricité et de la stagnation de la production manufacturière (baisse de 0,1 % hors production automobile). La récession a gagné le secteur malgré le soutien apporté par les activités tournées à l'exportation. Ce soutien amortit néanmoins la contraction de l'activité sur le marché intérieur. Dans sa nature et son ampleur, le retournement actuel de l'activité dans le secteur manufacturier s'apparente plus à l'épisode 1990-1991 qu'à la dernière récession (cf. graphique). Il s'accompagne d'une nette détente du taux

d'utilisation des capacités de production depuis le milieu de l'année dernière, confirmant, s'il fallait, que les pressions sur l'inflation sous-jacente sont baissières.

Production industrielle (cvs)

	mars	avr	mai	
prod. industrielle (m/m, %)	0,2	0,1	0,1	-0,2
(a/a, %)	1,4	1,4	0,2	0,1
prod. manufact. (m/m, %)	0,0	0,2	0,8	0,1
(a/a, %)	1,1	1,3	0,1	0,0
hors auto. (m/m, %)	0,3	0,6	0,4	0,1
(a/a, %)	1,5	1,8	1,0	0,7
taux d'util. des capacités (%)	80,4	80,3	79,7	79,4

US : Production industrielle et PIB



Source : BEA, Réserve fédérale, CA.

À retenir aussi cette semaine

Indicateur avancé (cvs)

	mars	avr	mai	juin
m/m, %	0,1	0,0	0,1	0,0
a/a, %	-2,1	-1,8	-1,9	-1,8

L'indicateur composite avancé du *Conference Board* a progressé de 0,1 % sur le mois de mai. Sa baisse nette entre octobre 2007 et février 2008 a laissé la place à une stabilisation, à la faveur essentiellement de la brutale repentification de la courbe des taux. Celle-ci met théoriquement en place les conditions de la reprise de demain. Mais, aujourd'hui, le signal de la récession est confirmé. Non seulement l'indicateur coincident est en baisse mais l'évolution des indicateurs retardés prend désormais une allure plus clairement récessive. Les perspectives à court terme restent celles d'une croissance faible.

Empire State Manufacturing Survey (NY)

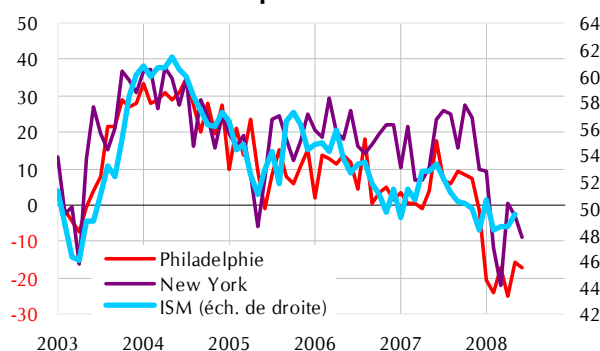
	avr	mai	juin
indice général	0,6	-3,2	-5,0
nouvelles commandes	0,1	-0,5	-5,5
stocks	-4,2	-6,5	-2,3
prix payés	57,3	69,6	66,3
prix reçus	20,8	15,2	26,7
indice général à 6 mois	19,6	23,9	32,2

Fed de Philadelphie

	avr	mai	juin
indice général, secteur manuf.	-24,9	-15,6	-16,0
indice à six mois	13,7	28,2	21,3
prix payés	51,6	53,8	69,3
prix reçus	30,9	31,6	29,7

Le recul un peu plus prononcé qu'attendu des deux premières enquêtes régionales sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier en juin est de mauvais augure pour l'enquête ISM nationale (cf. graphique).

US : Trois enquêtes dans l'industrie



Source : Fed de Philadelphie, New York, ISM, CA.

À venir...

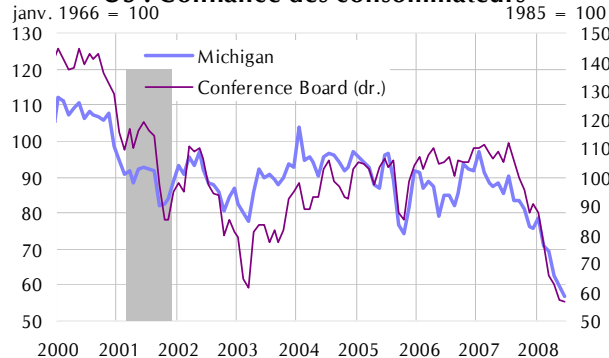
mardi 24 juin, 10:00 (ET)

Confiance des consommateurs (cvs)

	avr	mai	juin
indice du Conference board	62,8	57,2	56,5

Le retournement du marché du travail et la poursuite de la hausse du prix de l'essence pèsent sur le moral des consommateurs. Celui-ci est à des niveaux clairement récessifs, confirmant le risque baissier important qui pèse sur leurs dépenses une fois les effets éphémères des baisses d'impôts dissipés.

US : Confiance des consommateurs



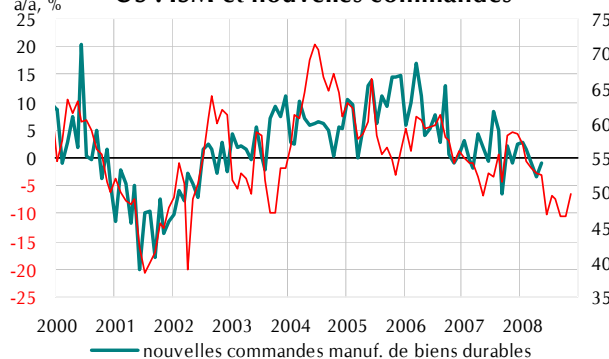
Source : Conference Board, Université du Michigan, CA. en gris, les récessions

mercredi 25 juin, 08:30 (ET)

Commandes de biens durables (cvs)

	mars	avr	mai
commandes (m/m, %)	-0,2	-0,6	0,2
(a/a, %)	-0,8	-3,4	-0,9
hors transports (m/m, %)	1,8	2,4	-0,5
(a/a, %)	3,2	3,0	2,2

US : ISM et nouvelles commandes



Source : Census Bureau, ISM, CA.

Nous prévoyons une hausse de 0,2 % sur le mois de mai des nouvelles commandes de biens durables. Cette progression serait soutenue par les commandes civiles d'avions. Hors « équipements de transport », les nouvelles commandes accusent un recul de 0,5 % sur le mois. A en juger l'évolution récente de la composante « nouvelles commandes » de l'enquête ISM, l'orientation générale des nouvelles commandes est baissière (cf. graphique).

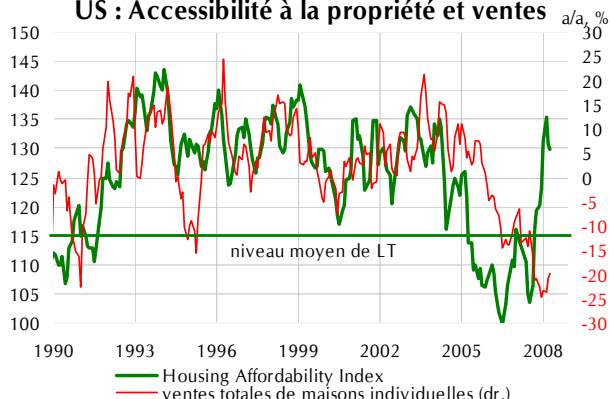
mercredi 25 juin, 10:00 (ET)

Ventes de logements neufs (cvs)

	mars	avr	mai
milliers d'unités	509	526	<u>505</u>
(m/m, %)	-11,0	3,3	<u>-4,0</u>
(a/a, %)	-38,2	-42,0	<u>-41,1</u>

Nous prévoyons une baisse de 4 % des ventes de logements dans le neuf sur le mois de mai. Un tel recul serait dans l'ordre des choses mais une hausse n'est pas non plus impossible. A la faveur de la baisse des prix et des taux, les conditions globales d'accès à la propriété se sont en effet améliorées et sont compatibles avec un redémarrage de la demande (cf. graphique). Qu'elle tarde à se dessiner est le résultat du durcissement des conditions d'accès au crédit (plus grandes exigences en matière d'apport personnel).

US : Accessibilité à la propriété et ventes



Source : NAR, Census Bureau, CA.

mercredi 25 juin, 14:15 (ET)

Taux objectifs des Fed Funds

	avr	mai	juin
Fed Funds	2,00	2,00	<u>2,00</u>
variation	-0,25	inch.	<u>inch.</u>

Un *statu quo* des Fed funds à 2 % est anticipé. Au-delà des effets éphémères du stimulus budgétaire, les risques baissiers sur la croissance sont toujours là. La Fed le sait. C'est, nous semble-t-il, un obstacle important à une hausse des taux d'ici la fin de l'année, malgré la persistance du risque inflationniste. Celui-ci est alimenté par la flambée des prix des matières premières, elle-même à l'origine du décalage vers le haut des anticipations d'inflation. B. Bernanke a récemment déclaré que la Fed s'opposerait fermement à leur érosion. Son inconfort par rapport au rythme élevé de l'inflation est compréhensible. Il en sera fait certainement mention dans le communiqué publié à l'issue du FOMC. Cependant, l'inflation sous-jacente ne donne aucun signe de dérapage et la croissance sous-optimale contribue à alimenter progressivement son ralentissement. La Fed a peut-être durci le ton à l'égard du risque inflationniste mais elle n'est pas près de passer à l'acte.

jeudi 26 juin, 08:30 (ET)

Comptes nationaux

estimation finale	07 T3	07 T4	08 T1
PIB réel (t/t, taux annualisé)	4,9	0,6	<u>1,1</u>
(a/a)	2,8	2,5	<u>2,6</u>

Nous nous attendons à une révision en hausse de la croissance du PIB dans la version finale des comptes nationaux du 1^{er} trimestre (de +0,9 à +1,1 % en rythme trimestriel annualisé), soutenue par celles des ventes de détail et des dépenses d'investissement en infrastructure. En revanche, la contribution positive du commerce extérieur pourrait être revue à la baisse.

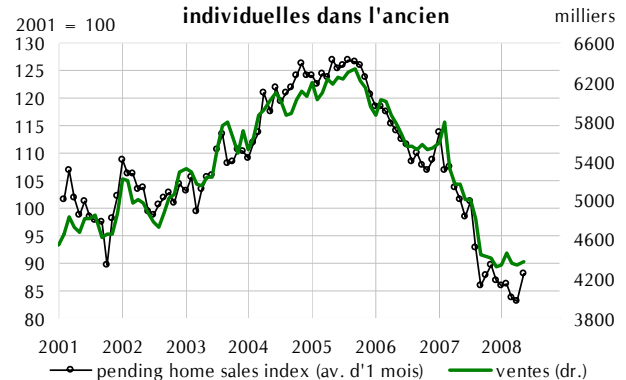
jeudi 26 juin, 10:00 (ET)

Ventes de logements anciens (cvs)

	mars	avr	mai
millions d'unités (taux annuel)	4,94	4,89	<u>4,93</u>
(m/m, %)	-1,8	-1,0	<u>0,8</u>
(a/a, %)	-19,1	-17,5	<u>-16,9</u>

Nous prévoyons une très légère progression des ventes de logements dans l'ancien sur la base du rebond de l'indice des promesses de vente (cf. graphique). La stabilisation des ventes, visible depuis la fin 2007, s'en trouverait ainsi confirmée. On sera attentif à l'évolution des ratios stocks/ventes, sur les deux marchés (neuf et ancien). Leur niveau encore très élevé aujourd'hui révèle combien le marché reste déséquilibré, d'où les pressions baissières persistantes sur l'activité et les prix. On sera également très attentif à l'ampleur de la baisse de ces derniers.

US : Promesses de ventes et ventes de maisons individuelles dans l'ancien



Source : NAR, CA.

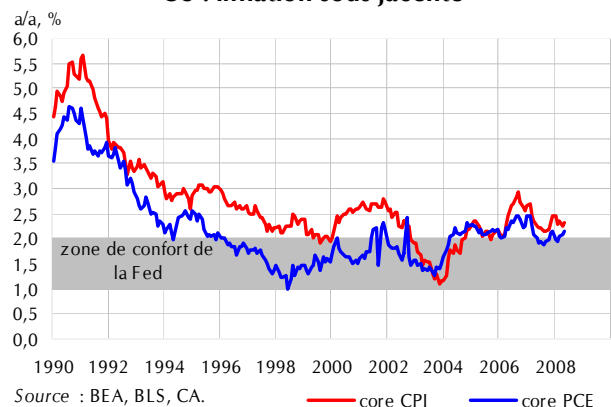
vendredi 27 juin, 08:30 (ET)

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

	mars	avr	mai
consommation	0,4	0,2	<u>0,6</u>
consommation réelle	0,1	0,0	<u>0,0</u>

Nous tablons sur une hausse de 0,6 % des dépenses de consommation des ménages en mai. La performance meilleure qu'attendu des ventes de détail hors automobiles serait contrebalancée par un fort recul des dépenses en biens durables. En termes réels, la consommation ne progresserait pas. Le déflateur implicite des dépenses de consommation (PCE), hors énergie et alimentation, est attendu en hausse de 0,2 %, ce qui porterait l'inflation sous-jacente en glissement annuel à 2,2 %, au-dessus de la borne haute de la zone de confort supposée de la Fed (cf. graphique).

US : inflation sous-jacente



Source : BEA, BLS, CA.

vendredi 27 juin, 10:00 (ET)

Indice de confiance de l'Université du Michigan

	avr	mai	juin
préliminaire	63,2	59,5	56,7
final	62,6	59,8	<u>57,0</u>
situation actuelle	77,0	73,3	68,7
attentes du consommateur	53,3	51,1	49,0

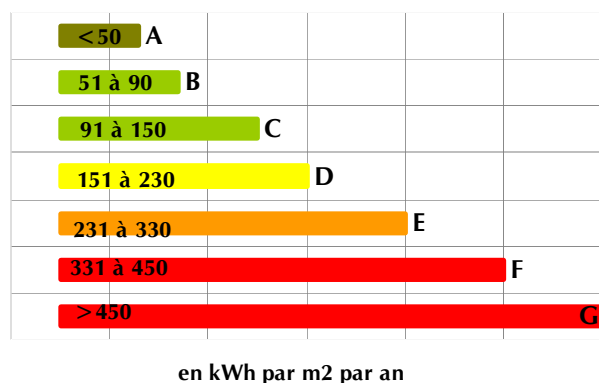
France : l'impact des futures économies d'énergie dans le bâtiment

- Le projet de loi sur le « Grenelle de l'environnement » vient d'être présenté. Il prévoit de nombreuses mesures visant à maîtriser la demande d'énergie, à développer les énergies renouvelables et à préserver la biodiversité. Ces mesures concernent de nombreux secteurs, énergie, bâtiment, transports, agriculture...
- On se limite ici aux mesures concernant le logement, neuf et ancien (hors logement social), à l'impact positif qu'on peut en attendre mais aussi aux risques de déstabilisation du marché immobilier que ceci implique.

■ Objectif

Réduire la consommation énergétique du parc de bâtiments existant d'au moins 38 % d'ici 2020 et limiter très fortement la consommation énergétique dans les logements neufs. Rappelons que le bâtiment représente 42 % de la consommation en énergie finale et 23 % des émissions de CO₂. Ce secteur détient donc un potentiel considérable d'économies d'énergie. La consommation moyenne du parc de résidences principales (neuves et anciennes) est de 240 kWh/m²/an. Elle s'échelonne en 7 classes, notées de A (- de 50 kWh/m²/an) à G (+ de 450 kWh/m²/an) (cf graphique ci-dessous).

Classes de performance énergétique



■ Les principales mesures envisagées

- Dans le **logement neuf**, toute nouvelle construction devra, à partir de la fin 2012, présenter une consommation d'énergie primaire inférieure à 50 kWh/m²/an.
- Dans le **logement ancien**, l'Etat favorisera des accords avec les banques pour développer le **financement des investissements d'économies d'énergie** grâce aux produits futurs des économies réalisées. Seront ainsi mis en place des prêts aux particuliers dont le remboursement des annuités d'emprunt sera permis par les économies d'énergie réalisées.

- Dans le logement ancien, les formules de **crédit d'impôt** sur le revenu seront modifiées pour inciter à la rénovation énergétique des logements mis en location et à la réalisation des travaux ou à l'acquisition des équipements les plus performants en matière d'économie d'énergie.
- Des **dispositifs d'incitations financières** seront mis à l'étude pour encourager les propriétaires à réaliser des travaux de rénovation lourde pour les logements anciens aux caractéristiques très dégradées (on peut notamment penser à un « éco-prêt à taux zéro »). **Sera également étudiée la mise en œuvre à terme des obligations de travaux de rénovation.**

■ Quel impact ?

Ces mesures sont indispensables compte tenu de la nécessité de maîtriser la demande d'énergie et de développer les énergies renouvelables. **Ce plan d'économies d'énergie aura des retombées très positives sur l'économie** : développement de l'activité et de l'emploi dans le bâtiment, les services immobiliers, entreprises de travaux de rénovation... ; baisse des charges des entreprises et des ménages ; amélioration de la qualité de vie. **Mais il risque de déstabiliser le marché immobilier.**

Ceci va dépendre notamment du calendrier imposé.

Le projet de loi actuel n'impose pas une obligation de travaux dans l'ancien, ni une date sur ce thème. Des rapports préliminaires estiment toutefois qu'une obligation de travaux devrait être mise en place à partir de 2012/2013. Il n'y a pas encore non plus de norme quantitative précise sur la consommation énergétique maximale dans l'ancien à l'horizon 2012, même si est annoncé un objectif de réduction globale de 38 % de la consommation d'énergie pour 2020 (qui ferait passer la moyenne pour l'ensemble du parc de 240 à 150 kWh/m²/an).

Le diagnostic de performance énergétique, DPE, devient toutefois un instrument essentiel. Il indique notamment la classe du bien (de A à G). Ce DPE est déjà obligatoire depuis fin 2006 au moment de l'acquisition d'un bien. Mais il doit être amélioré, simplifié, doté d'une meilleure visibilité. Son affichage dans les annonces de ventes ou de location doit être généralisé, mais de façon graduelle. La FNAIM estime (juin 2008) que 10 % des annonces immobilières devraient comporter un DPE en 2008 et 90 % en 2012.

On peut donc tabler sur une mise aux normes assez graduelle dans l'ancien. 2012/2013 pourrait constituer une date butoir pour l'affichage des DPE et pour l'obligation de travaux. Un calendrier trop serré entraînerait des tensions marquées pour les propriétaires, déjà soumis à de nombreuses contraintes en matière de travaux (amiante, plomb, termites, ascenseurs) ; à une surchauffe dans les secteurs liés aux travaux de rénovation (chauffage,

isolation...) et à un risque de nette dévalorisation des biens « énergivores ».

Quel impact peut-on attendre de ces mesures sur le marché immobilier ? Plusieurs cas peuvent être distingués.

• Marché du neuf

Les acheteurs bénéficieront de logements à meilleure performance énergétique. Compte tenu de l'état du marché immobilier (stabilisé, avec un risque de repli sur les années à venir), les prix de vente des logements neufs ne devraient pas être affectés par les éventuels surcoûts liés à la mise en place de ces meilleures performances énergétiques. L'impact serait donc à peu près neutre sur le marché de la commercialisation.

• Marché de l'ancien à l'horizon 2010 et au-delà

La qualité énergétique du logement va influencer le prix des transactions, mais modérément. On peut en effet penser que, pour les logements à DPE médiocre, la plupart des vendeurs, avant de mettre en vente leur bien, effectueront graduellement les travaux nécessaires. En effet, ces travaux permettront d'éviter une dévalorisation, voire de revaloriser le bien par rapport au reste du marché. Et les coûts de remise à niveau seront jugés acceptables par la plupart des vendeurs du fait des crédits d'impôt, du prêt à taux zéro et des prêts travaux.

• Marché de l'ancien à l'horizon 2008-2009

Alors même qu'il n'y aura pas encore d'obligations de travaux, certains logements risquent d'être de fait dévalorisés. Certaines agences vont en effet dès la fin 2008 afficher les étiquettes énergétiques et les acheteurs vont devenir de plus en plus sensibilisés à ce problème. Si ce logement est en classe E, F, G, certains vendeurs engageront rapidement les travaux de rénovation. Mais il est probable qu'une partie importante des vendeurs n'auront pas le temps ou ne voudront pas, d'ici la mise en vente, améliorer les performances énergétiques du bien. Le prix de celui-ci va alors être soumis à des pressions à la baisse.

En effet, le marché immobilier français est actuellement en phase de correction. Il n'a pas connu un emballement excessif et ses fondamentaux restent bien orientés : institutions de crédit prudentes et attentives à la solvabilité de l'emprunteur, demande de logements solide et motivée par des facteurs structurels, prix non clairement surévalués, offre de logements insuffisante. Un effondrement des ventes et des prix semble peu probable. Mais les prix sont désormais stabilisés et les ventes en repli. Les acheteurs redeviennent maîtres du jeu et vont être de plus en plus sélectifs et exigeants. De plus, les taux de crédit habitat risquent de remonter. Dans ce contexte, face à un bien étiqueté E, F, G, les acheteurs feront pression pour obtenir une baisse du prix de vente. En dépit des diverses mesures incitatives, certains de ces logements pourraient connaître une baisse des prix significative.

■ À retenir aussi cette semaine...

UEM - flash IPCH (ncvs)

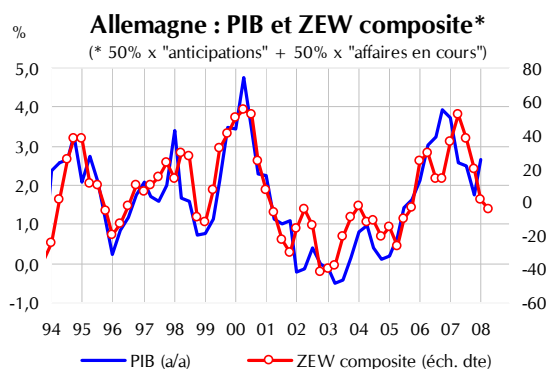
	mars	avr	mai
CPI (a/a, %)	3,6	3,3	<u>3,7</u>

L'inflation a battu un nouveau record au mois de mai en zone euro avec une pointe à 3,7%. Les impacts les plus importants viennent toujours des prix alimentaires et de l'énergie.

Allemagne- enquête ZEW

	avr	mai	juin
anticipations	-40,7	-41,4	<u>-45,0</u> -52,4
affaires en cours	33,2	38,6	<u>38,0</u> 37,6

La confiance des investisseurs vis-à-vis de la santé de l'économie allemande comme européenne a de nouveau reculé en juin, l'indice ZEW s'enfonçant un peu plus dans le rouge. Les risques pesant sur l'activité sont toujours présents, entre l'accélération de l'inflation et le ralentissement de la demande, mais c'est surtout le changement de ton de la BCE qui a pesé sur l'indice. L'annonce d'une hausse de taux pour le 3 juillet prochain a entraîné de violents ajustements sur les marchés de taux et fait plonger les indices boursiers. La chute de l'enquête ZEW ne risque pas d'infléchir la position de la BCE à court terme, et ne fait que confirmer la faiblesse de l'activité au 2^e trimestre.



■ À suivre la semaine prochaine...

UEM - enquête dans l'industrie PMI

	avr	mai	juin
indice PMI	50,9	50,5	<u>50,2</u>

UEM - enquête dans les services PMI

	avr	mai	juin
indice PMI	51,8	50,6	<u>50,6</u>

UEM - enquête de la Commission Européenne

	avr	mai	juin
sentiment économique	97,1	97,1	<u>96,5</u>

UEM - nouvelles commandes

	févr	mars	avr
nouvelles commandes (m/m, %)	0,2	-1,4	<u>-0,7</u>

Allemagne - enquête Ifo dans l'industrie

	avr	mai	juin
indice Ifo	102,4	103,5	<u>103,0</u>
situation actuelle	108,4	110,1	<u>109,5</u>
situation future	96,7	97,3	<u>96,5</u>

La hausse de l'indice IFO en mai avait surpris (encore une fois) dans un contexte de ralentissement de la demande adressée aux entreprises allemandes. La baisse des commandes à l'industrie pour le 5^e mois consécutif en avril, et celle des indices PMI, suggèrent un retour de l'enquête IFO vers des niveaux compatibles avec les rythmes de croissance attendus aux 2^e et 3^e trimestres. Autant de raisons d'attendre une correction baissière au mois de juin sur les deux composantes de l'enquête.

France - Enquête dans l'industrie (Insee)

	avr	mai	juin
Indicateur synthétique	106	102	<u>102</u>

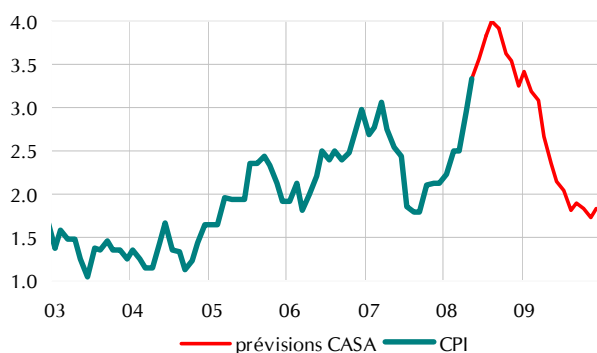
Royaume-Uni : baisse impossible à la Banque d'Angleterre

- L'inflation a encore accéléré à 3,3% a/a en mai, obligeant ainsi le gouverneur Mervyn King à expliquer cet écart de plus d'un point avec la cible de la Banque d'Angleterre (BoE) dans une lettre destinée au Chancelier de l'échiquier.
- Comme le confirment les *minutes* de la réunion de juin, l'inflation devrait continuer d'accélérer et atteindre 4% cet été, empêchant ainsi la BoE d'aller plus loin dans son relâchement monétaire.
- De plus, alors qu'un ralentissement de la consommation est attendu depuis le début de l'année, les ventes de détail ont enregistré une hausse sans précédent en mai, fournissant ainsi des munitions aux membres les plus *hawkish* du comité de politique monétaire (MPC).

■ L'inflation à plus d'un point au dessus de la cible

L'inflation, toujours dopée par l'envolée des prix énergétiques et alimentaires, a atteint 3,3% a/a en mai. Dépassant la borne haute de l'intervalle fixé par le gouvernement, Mervyn King a été contraint de s'expliquer. Certes, il reconnaît que l'inflation pourrait excéder 4% cet été (cf. *graph. infra*), mais il considère que ce choc est temporaire, d'origine extérieure et qu'il n'affecte que les prix relatifs et non pas l'ensemble des prix. Selon lui, une tentative de la BoE de ramener rapidement l'inflation vers la cible pourrait dès lors entraîner une « volatilité excessive de la production », suggérant ainsi qu'une hausse de taux ne devrait pas être nécessaire, contrairement à ce qu'anticipent les marchés. En revanche, il a aussi rappelé que la BoE doit s'assurer qu'il ne se forme pas d'effets de second tour liés à des hausses excessives de salaires et à un dérapage des anticipations d'inflation.

a/a, % R-U : prix à la consommation



Source : ONS, CA.

Or, ceux-ci semblent toujours inexistant. L'inflation sous-jacente se situe à seulement 1,5% a/a et la croissance des salaires est toujours largement sous la barre des 4,5% considérée comme inflationniste. Mervyn King admet que les anticipations des ménages à un an se situent à un niveau inacceptable (4,3%), mais il considère que le ralentissement actuel devrait permettre de résoudre ce problème.

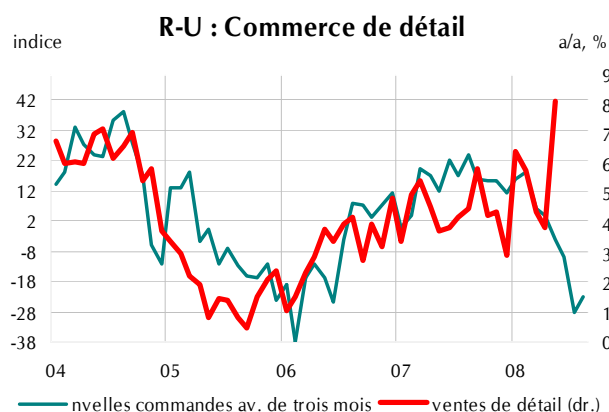
Néanmoins, cela nous montre aussi que la BoE juge cette décélération nécessaire. Elle ne devrait donc pas réagir aux nombreuses mauvaises nouvelles économiques attendues dans les prochains mois. Si pour l'instant une hausse de taux semble exclue, un relâchement supplémentaire l'est tout autant.

■ Un MPC partagé et forcé au *statu quo*

La lettre d'explication de Mervyn King nous livre l'opinion « moyenne » du comité, mais les minutes de la réunion de juin nous permettent d'en savoir plus sur les positions des différents membres du MPC. Comme prévu, D. Blanchflower a une fois encore voté pour une baisse tandis qu'une majorité du MPC a conclu que le niveau des taux était approprié, mais certains membres (probablement T. Besley et A. Sentence) nous ont surpris en évoquant la possibilité d'une hausse de taux en cas de dérapage durable des anticipations. Pour l'instant, ils n'ont pas jugé nécessaire de voter pour une hausse et préfèrent attendre de voir comment évoluent les anticipations. Mais, avec cet éclatement du MPC en trois camps, la BoE va devoir se résoudre à maintenir un *statu quo* jusqu'à la fin de l'année.

■ Explosion des ventes de détail : une anomalie ?

La vigueur des ventes de détail en mai (+3,5% m/m soit la plus forte hausse mensuelle depuis la création de l'indice en 1986) pourrait aider les membres les plus *hawkish* du MPC. Néanmoins, ce dynamisme apparaît comme une anomalie au regard des enquêtes (cf. *graphique infra*) mais aussi des fondamentaux, les ménages étant actuellement pris en tenaille entre un double choc négatif (immobilier et pétrolier) et des salaires stagnants. L'ONS a d'ailleurs exceptionnellement souligné la volatilité des chiffres mensuels de ventes de détail. Cette hausse pourrait en effet être liée à des facteurs temporaires ou à des biais statistiques. Une correction devrait se produire dans les prochains mois et pourrait être tout aussi brutale.



Source : CBI, ONS, Crédit Agricole S.A..

En revanche, si les statistiques du commerce de détail ne faiblissent pas, cela remettrait en cause le scénario de ralentissement de la BoE (et le nôtre), accroissant ainsi la probabilité d'une hausse de taux avant la fin de l'année.

L'actualité de la semaine dans les pays émergents

■ **En Chine**, la croissance de l'indice de production industrielle s'élève à 16 % a/a en mai après 15,7 % en avril. Le Bureau national des Statistiques note toutefois que ce chiffre pourrait être biaisé compte tenu d'un nombre inférieur de jours fériés en mai 2008 comparé à mai 2007. Ainsi ce chiffre, qui devrait être réajusté à la baisse, montre les signes d'un affaiblissement de la production industrielle, notamment en raison d'un ralentissement de la demande étrangère. Par ailleurs, la progression des investissements fixes en zones urbaines est soutenue sur les cinq derniers mois (+25,6 % a/a) bien qu'elle s'inscrit en légère baisse par rapport au quatre premiers mois de 2008 (25,7 % a/a). Le resserrement des conditions de crédit explique en partie cette tendance. Toutefois, les besoins de reconstruction dans la région du Sichuan suite aux tremblements de terre pourraient stimuler les investissements publics et compenser en partie le ralentissement de la demande étrangère. S'appuyant sur une demande intérieure soutenue, la Banque mondiale a récemment revu ses prévisions sur la croissance à la hausse à 9,8 % contre 9,4 % initialement.

A Annapolis, les dirigeants chinois et américains se sont rencontrés le 17 et 18 juin dans le cadre du 4^e *Strategic Economic Dialogue* (SED). Les discussions ont porté sur la gestion macroéconomique et financière, les bienfaits du commerce extérieur, la protection du capital humain, la promotion de l'investissement et sur la coopération dans le domaine de l'énergie et l'environnement. Par ailleurs, le ministre du Commerce chinois a plaidé pour l'octroi du statut d'économie de marché à la Chine. Les deux pays ont signé un accord de coopération sur 10 ans portant sur l'énergie et l'environnement.

■ **Le Vietnam** a levé l'interdiction sur les exportations de riz tout en limitant leur volume à 3,5 mns de tonnes sur les 9 premiers mois de l'année. Le prix minimum est fixé à 800 USD la tonne. Cette mesure pourrait apaiser les tensions sur le prix international du riz qui a atteint un niveau record depuis le début de l'année (+175% en six mois). Toutefois, il est probable que le prix du riz reste à un niveau élevé tant que **l'Inde** continue à maintenir ses restrictions sur les exportations de riz. **Les Philippines**, soucieux de sécuriser leurs stocks de riz, ont déjà conclu un contrat portant sur l'approvisionnement de 600 000 tonnes de riz vietnamien.

■ **L'inflation continue de s'accroître dans les pays émergents.** **En Algérie**, l'inflation a atteint 5,4 % a/a au cours des cinq premiers mois de l'année en raison de la poussée des prix des denrées alimentaires. De même, **la Malaisie**, relativement épargnée par l'inflation jusqu'à présent, connaît une poussée inflationniste. La progression des prix à la consommation est de 3,8 % a/a en mai. La décision récente des autorités

d'augmenter le prix à la pompe de 41 % afin de répercuter partiellement la hausse récente du brut sur les consommateurs laisse présager de nouvelles pressions inflationnistes fortes dans les mois à venir. Il s'agit de la plus forte augmentation depuis 1990. La Banque centrale qui a maintenu son taux d'intérêt directeur à 3,5 % depuis avril 2006 pourrait alors considérer une augmentation de taux prochainement.

■ Par ailleurs, la dégradation des comptes externes fragilise **l'économie ukrainienne**, en outre en proie à de vives tensions inflationnistes. Le déficit courant s'est creusé à 3,62 mds USD au premier trimestre. Il s'était élevé à 1,21 mds USD au cours des trois premiers mois de 2007. Les prix des produits énergétiques et alimentaires ne sont pas seuls en cause. La vigueur de la demande intérieure explique également l'alourdissement de la facture des importations. Le déficit de la balance courante est à présent attendu à 6/6,5 % du PIB en 2008. Cela nourrit une dette externe brute passée de 59,8 mds USD en mars 2007 à 92,5 mds USD en mars 2008, soit 54,1% du PIB (attendu en fin d'année).

■ **En Roumanie**, la Commission européenne a conseillé au gouvernement roumain de poursuivre avec détermination l'assainissement de ses finances publiques tout en maintenant le cap des réformes économiques. Cette double approche est nécessaire pour corriger les déséquilibres croissants de cette économie et permettre à la Roumanie de poursuivre sa convergence rapide en direction du niveau de revenu moyen de l'UE. La Roumanie a enregistré un déficit budgétaire nominal de 2,5 % du PIB en 2007, le double de celui de 2005, et selon les prévisions de printemps de la Commission, il devrait se creuser pour atteindre 2,9 % du PIB en 2008 et 3,7 % en 2009 dans l'hypothèse habituelle de politiques inchangées. Cette situation reflète une politique budgétaire expansionniste, malgré des mesures budgétaires récentes, et l'absence de cadre prévisible à moyen terme. Cette politique est peu recommandable compte tenu de la croissance économique élevée qui a atteint 6,5 % en moyenne entre 2003 et 2007 et des signes de surchauffe de l'économie roumaine, notamment le niveau élevé du déficit extérieur (passé de 10,4 % du PIB en 2006 à 13,4 % du PIB en 2007), la recrudescence de l'inflation, la croissance soutenue des salaires dans le contexte d'un manque croissant de main-d'œuvre et la progression rapide de l'endettement des ménages.

Au plan politique, Sorin Oprescu candidat indépendant, mais soutenu par le Parti social-démocrate (PSD), a été élu à la mairie de Bucarest lors des élections municipales. Son élection pourrait servir de tremplin à l'opposition pour reconquérir le pouvoir au plan national au moment des élections législatives prévues cette année.

Prochains indicateurs à suivre – semaine du 23 au 27 juin 2008

Lundi			Mardi			Mercredi			Jeudi			Vendredi			
France	mai	juin	France	mai	juin	UEM	mars	avr	Royaume-Uni	07 T4	08 T1	Japon	avr	mai	
09:00 PMI - industrie	51,5	<u>51,3</u>	08:45 enquête dans l'industrie	102,0	<u>102,0</u>	11:00 nvelles commandes (m/m, %)	-1,4	<u>-0,7</u>	10:30 Investissement entrep., t/t rév.	1,8	<u>-1,6</u>	01:30 prix à la conso., national, a/a	0,9	<u>1,3</u>	
09:00 PMI - services	50,5	<u>50,6</u>	France	avr	mai	<hr/>			France	mai	juin	01:30 taux de chômage	4,0	<u>4,0</u>	
Allemagne	mai	juin	08:50 conso. produits manufact., m/m	-0,8	<u>1,0</u>	Etats-Unis	avr	mai	08:45 confiance des ménages	-41,0	<u>-42,0</u>	01:50 production industrielle, m/m	0,8	<u>1,8</u>	
10:00 indice Ifo	103,5	<u>103,0</u>	Royaume-Uni	<hr/>			Etats-Unis	avr	mai	UEM	avr	mai	Royaume-Uni	07 T4	08 T1
UEM	mai	juin	10:30 BBA UK Mortgage lending figures	<hr/>			16:30 commandes biens durables, m/m	-0,6	<u>0,2</u>	11:00 M3, a/a	10,6	<u>10,3</u>	10:30 PIB, chiffre final, t/t	0,6	<u>0,4</u>
10:00 PMI flash - industrie	50,5	<u>50,2</u>	<hr/>			18:00 ventes logements neufs, '000	526	<u>505</u>	<hr/>			Royaume-Uni	07 T4	08 T1	
10:00 PMI flash - services	50,6	<u>50,6</u>	Etats-Unis	mai	juin	Etats-Unis	mai	juin	Etats-Unis	07 T4	08 T1	10:30 prix logements (Nationwide) a/a	-4,2	<u>-6,3</u>	
<hr/>			18:00 confiance des consommateurs	57,2	<u>56,5</u>	20:15 réunion du FOMC	inch.	<u>inch.</u>	Etats-Unis	07 T4	08 T1	UEM	mai	juin	
<hr/>			<hr/>			<hr/>			16:30 PIB, chiffre final, t/t t.a.	0,6	<u>1,1</u>	11:00 sentiment économique	97,1	<u>96,5</u>	
<hr/>			<hr/>			<hr/>			Etats-Unis	avr	mai	<hr/>			
<hr/>			<hr/>			<hr/>			18:00 vtes logements anciens, mln t.a.	4,9	<u>4,9</u>	Etats-Unis	avr	mai	
<hr/>			<hr/>			<hr/>			<hr/>			16:30 consommation ménages, m/m	0,2	<u>0,6</u>	
<hr/>			<hr/>			<hr/>			<hr/>			Etats-Unis	mai	juin	
<hr/>			<hr/>			<hr/>			<hr/>			18:00 Conf. consommateurs (Michigan)	59,8	<u>57,0</u>	

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

Direction des études économiques de Crédit Agricole S.A.

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

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

Réalisation et Secrétariat de rédaction : V. Champion - Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

12

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.