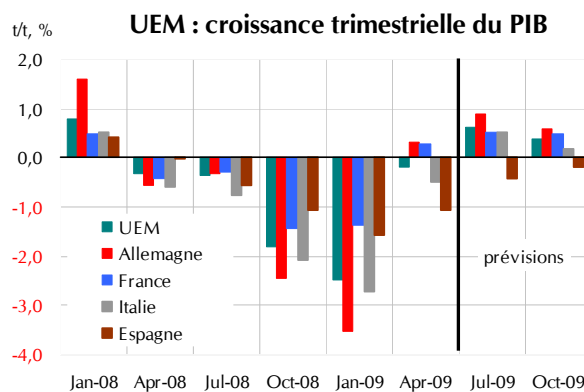
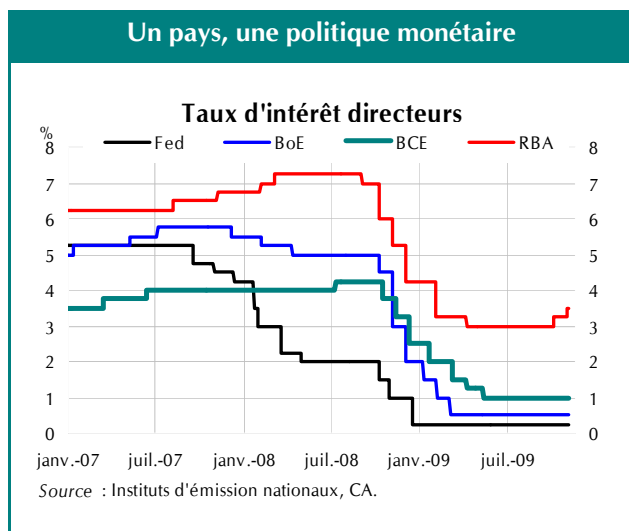


## L'actualité de la semaine

■ **Marchés :** Les marchés sont sélectifs et changeants. Ce qu'ils retiennent d'un chiffre ou d'une décision et l'interprétation qu'ils en font est instructive mais parfois déroutante. Lundi, le bon chiffre de l'ISM américain a été petitement salué par les marchés actions, mais le dollar a plus franchement accusé le coup. Mercredi, le *statu quo* sans surprise de la Fed et son nouveau communiqué (cf. page 2) ont laissé de marbre la Bourse américaine mais pas l'obligataire, avec une remontée du dix ans à 3,6 %, ni le change, la parité eurodollar passant, dans la journée, de 1,47 à 1,49. Jeudi, les marchés ont jonglé entre le *statu quo* attendu de la BCE, le compromis surprise de la Banque d'Angleterre, l'envolée des gains de productivité aux Etats-Unis et la baisse des ventes de détail en zone euro. Le résultat : une hausse généralisée des marchés actions tandis que l'eurodollar a fait du sur-place autour de 1,4850. Ce vendredi, un rapport sur l'emploi américain très en demi-teinte a, à chaud, jeté un froid sur les marchés actions, a (très) temporairement profité au dollar et ramené le taux à dix ans américain vers les 3,45 %. En fin de journée, l'eurodollar se dirigeait de nouveau vers les 1,49, le dix ans américain vers les 3,55 % et le Bund allemand vers les 3,35 %.

■ **Etats-Unis :** La semaine aura été riche de surprises, les bonnes égalant les mauvaises, dressant donc un panorama mitigé de l'état de santé de l'économie en octobre. La forte remontée de l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier (à 55,7) fait partie des signaux très encourageants (de type reprise en V), de même que la progression des ventes de voitures (cf. page 4). En revanche, le rapport sur l'emploi (190 000 destructions nettes et hausse du taux de chômage à 10,2 %) n'est pas rassurant sur l'état d'avancement de la reprise, sans pour autant la remettre en cause : les Etats-Unis savent faire de la croissance sans emplois, grâce à d'énormes gains de productivité. Mais, clairement, les conditions sont loin d'être réunies pour faire dévier la Fed de son *statu quo* sur les taux prolongés.

■ **UEM :** La semaine aura été en demi-teinte. Le commerce extérieur français a retrouvé des couleurs au troisième trimestre. En Allemagne, les commandes à l'industrie ont continué de se redresser en septembre tandis que les ventes de détail en zone euro ont chuté. **La semaine prochaine sera riche en données conjoncturelles, en particulier avec la publication des PIB en zone euro.** Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance au troisième trimestre dans la plupart des pays de la zone euro (à l'exception de l'Espagne), en ligne avec les enquêtes et les données dures. **Au total, nous anticipons un rebond de 0,6 % t/t du PIB de la zone euro au T3 (après -0,8% au deuxième trimestre),** mais il faudra attendre le 3 décembre pour avoir le détail des composantes (cf. page 5).

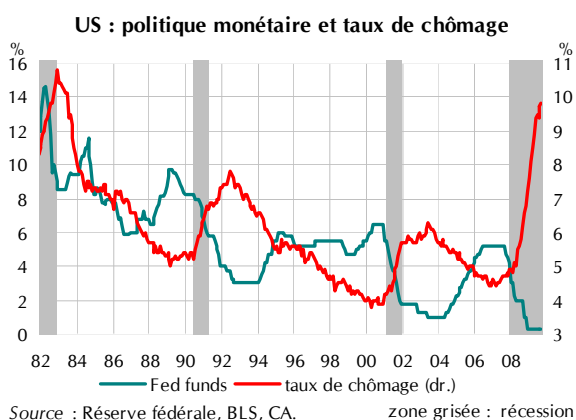


## Trois banques centrales, trois stratégies, trois modes de communication

- A l'issue du FOMC des 3-4 novembre, la Fed n'a rien changé à sa politique monétaire (rien de significatif) mais elle a donné des indications plus claires sur la direction prise pour le moment, à savoir les conditions explicites du *statu quo* prolongé sur les taux.
- La Banque d'Angleterre (BoE) a annoncé une extension de 25 Mds GBP de son programme de rachats de titres, une décision en forme de compromis qui pourrait bien être la dernière du genre.
- La BCE a maintenu le *statu quo* et donnera plus de détails en décembre sur sa stratégie de sortie.

### La Fed dicte ses conditions

Le FOMC des 3-4 novembre s'est soldé par un nouveau *statu quo* sur toute la ligne, sans surprise. La Fed a procédé aux changements d'usage dans son communiqué. Le premier paragraphe sur les conditions actuelles d'activité a ainsi une tonalité légèrement plus positive. Cependant, les contraintes qui pèsent sur la consommation des ménages en particulier continuent d'être *in extenso* soulignées (poursuite des destructions d'emplois, faible progression du revenu, dévalorisation du patrimoine immobilier, crédit restreint). Le paragraphe sur l'inflation est, lui, inchangé. La Fed continue de pointer l'effet désinflationniste des importantes ressources inemployées. Elle a apporté un changement mineur à la taille de son programme d'achat de titres de dettes des agences gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac, prenant acte de la faiblesse de l'offre et réduisant en conséquence ses achats de 25 milliards de dollars (les portant à 175 milliards). Elle compte en revanche toujours acheter un total de 1,25 trillion de dollars de titres garantis par les agences d'ici la fin du premier trimestre 2010 (sachant qu'elle a déjà acquis 62 % de cette somme, soit 774 milliards de dollars).

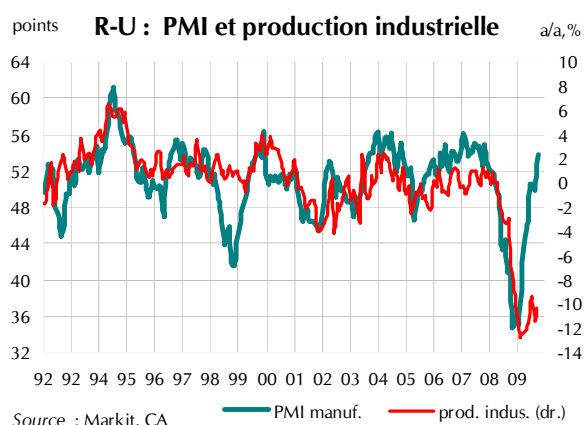


Sans surprise ne veut pas dire sans intérêt. La Fed n'a peut-être rien changé à sa politique monétaire mais elle a donné des indications plus claires sur la direction prise pour le moment. Elle a en effet défini explicitement les conditions économiques justifiant, dans sa formule consacrée, le maintien des *Fed funds* à un niveau exceptionnellement bas pendant une période de temps prolongée. Ces conditions sont : un bas taux d'utilisation des capacités (comprendre un niveau élevé du taux de chômage), une inflation sous-jacente

contenue et des anticipations d'inflation stables. On peut en déduire que, lorsque l'un ou l'autre de ces indicateurs se redressera significativement, les hausses de taux ne tarderont pas à suivre. Or, une telle échéance nous paraît bien lointaine, compte tenu, en particulier, du niveau et de l'orientation encore haussière du taux de chômage. Nous restons donc convaincus que la Fed ne va pas remonter ses taux de si tôt.

### BoE : une dernière extension pour la route ?

La décision de politique monétaire de la BoE était parmi les plus attendues cette semaine. La réunion s'est soldée par un maintien du taux directeur à 0,50 % et une surprenante hausse du programme de rachats de titres de « seulement » 25 Mds GBP. C'est moins que la prévision du consensus qui, quoique fortement partagée, s'attendait globalement à une hausse de 50 Mds GBP. Par conséquent, la décision a été accueillie plutôt favorablement par les marchés. Même si le détail des votes ne sera connu que dans deux semaines, le communiqué du Comité de Politique Monétaire laisse déjà entrevoir que la BoE semble partagée entre, d'un côté, la hausse des prix d'actifs et la reprise de l'économie mondiale dans son ensemble et, d'un autre côté, les mauvaises données sur la conjoncture au Royaume-Uni, comme la baisse du PIB au troisième trimestre.



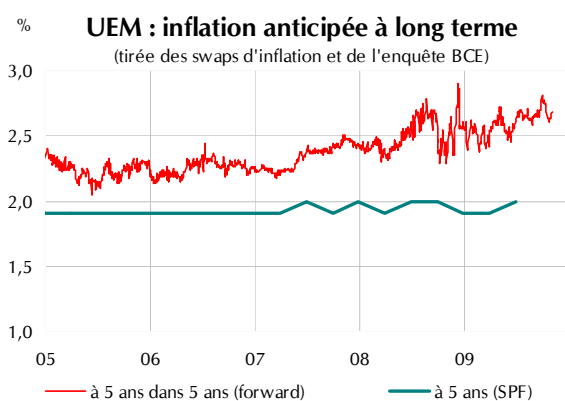
D'après la BoE, les perspectives à moyen terme sur la croissance et l'inflation continuent d'être déterminées par deux forces opposées, à savoir, d'une part, les effets positifs du stimulus monétaire et fiscal sur les prix des actifs et le taux de change favorable de la livre sterling, et d'autre part, la rareté du crédit conditionnée par le besoin d'ajustement des bilans par les banques et le processus de désendettement des ménages. Il semble

que ce sont justement les deux derniers facteurs qui ont pesé le plus dans la balance, la BoE anticipant une croissance molle de l'activité économique et une inflation à moyen terme plutôt en deçà de l'objectif de 2 %.

**La décision de la BoE d'augmenter la taille de son programme de QE pourrait bien être la dernière du genre. Les données récentes suggèrent clairement que la reprise est imminente.** Nous anticipons ainsi une croissance légèrement positive au T4 2009, de l'ordre de +0,4 % t/t à ce stade. Plusieurs indicateurs ont réservé de bonnes surprises cette semaine, parmi lesquels la production industrielle, en hausse de 1,6% en septembre. L'enquête PMI du secteur manufacturier a également surpris positivement, repassant franchement en territoire d'expansion, grâce notamment aux composantes de la production et des nouvelles commandes qui ont enregistré leurs plus fortes hausses depuis novembre 2007 et janvier 2004 respectivement (cf. graphique supra).

### BCE : une réunion en forme de bande-annonce

Avec des enjeux différents, la réunion de la BCE du 5 novembre était également attendue dans le but de scruter tout changement dans sa communication et toute indication sur son calendrier de sortie des mesures non-conventionnelles. Sur le premier point, **le communiqué de la BCE est largement inchangé par rapport au mois précédent.** Tout juste le Conseil des gouverneurs note-t-il une poursuite de l'amélioration des données d'activité, en indiquant que les taux de croissance du PIB, quoique modérés, devraient redevenir positifs au deuxième semestre. Ceci suggère implicitement que **les prévisions du staff de la BCE seront révisées à la hausse en décembre** (la croissance était attendue à un maigre 0,2 % en 2010 dans les projections de septembre). Pour la première fois, ces prévisions porteront également sur 2011, et il est probable que l'inflation soit toujours attendue en dessous de sa cible de 2 %, confortant ainsi l'hypothèse d'un *statu quo* monétaire prolongé.

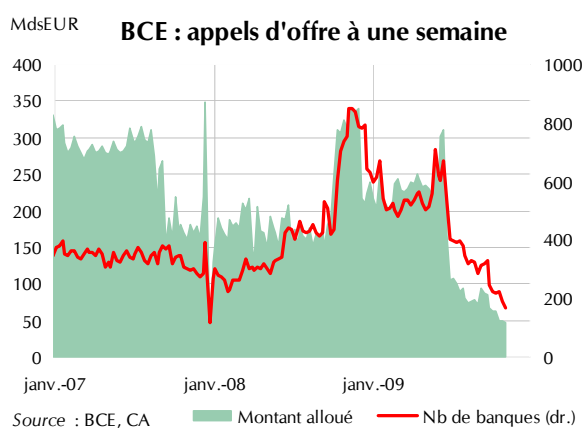


Source : Bloomberg, BCE, CA

Dans l'intervalle, la BCE s'attend toujours à une normalisation des taux d'inflation mensuels ainsi qu'une certaine volatilité au cours des prochains trimestres. Les différentes mesures des anticipations d'inflation restent bien ancrées dans l'ensemble. Trichet a notamment

indiqué que les anticipations issues de la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes (*Survey of Professional Forecasters*, à paraître le 12 novembre) restaient plus modérées que les mesures extraites des titres indexés sur l'inflation (cf. graphique supra).

**Le communiqué de la BCE continue par ailleurs de pointer les signes de stabilisation du côté du crédit.** La première phrase du paragraphe concerné (« les fluctuations des agrégats de monnaie et de crédit restent contenues ») a été supprimée. Bien que le taux de croissance annuel de M3 continue de décélérer et que celui des encours de crédit au secteur privé soit devenu négatif pour la première fois en trente ans, la BCE souligne que les flux de nouveaux crédits sont restés positifs en septembre, en particulier pour les prêts aux ménages qui semblent avoir passé leur point bas.



**En revanche, ceux qui s'attendaient à un programme détaillé de la stratégie de sortie de la BCE seront restés sur leur faim.** M. Trichet a refusé de donner des indications précises sur les conditions des prochaines opérations de refinancement. On ne saura que le 3 décembre si les appels d'offres à douze mois seront effectivement arrêtés en 2010 (ce que Weber avait suggéré la semaine passée, mais que Nowotny a remis en question ce vendredi), et si celui du 16 décembre sera conduit au taux refi de 1% ou avec un *spread*. Trichet a toutefois indiqué que les mesures de soutien à la liquidité « ne seront plus aussi nécessaires que par le passé », tout en soulignant que les marchés eux-mêmes n'anticipaient pas une poursuite des appels d'offres aux plus longues maturités. En attendant, la liquidité offerte aux banques lors des opérations de refinancement hebdomadaires et de long terme continue de diminuer, tout comme le nombre de banques qui participent aux appels d'offres de la BCE, signe que la situation du marché interbancaire européen s'améliore toujours graduellement (cf. graphique supra).

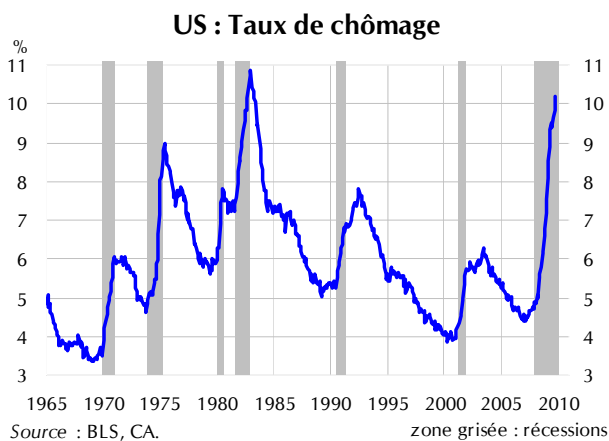
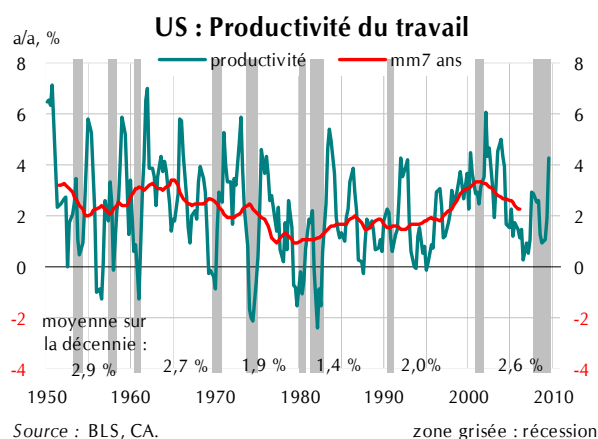
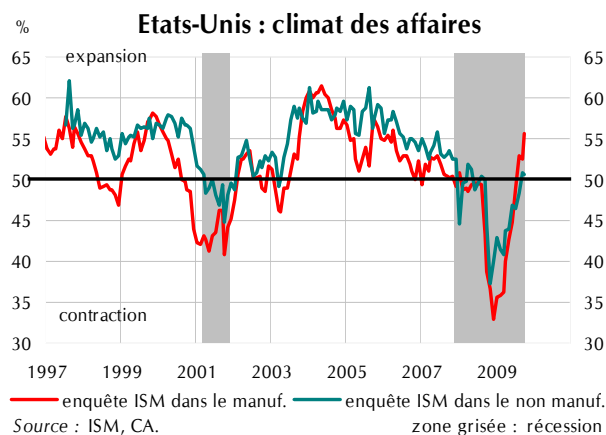
## États-Unis : croissance sans emplois

- L'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier a bondi à 55,7, mais celle auprès des secteurs non manufacturiers a légèrement reculé à 50,6.
- Les gains de productivité se sont envolés de 9,5 % au troisième trimestre (rythme annualisé).
- 190 000 emplois salariés non agricoles ont été détruits en octobre. Le taux de chômage grimpe à 10,2 %.

■ L'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier a poursuivi sa hausse en octobre, grimpant de 52,6 à 55,7, soit son plus haut niveau depuis avril 2006. Ce saut est principalement porté par la composante « production » (63,3) et le net redressement de la composante « emploi » (53,1). Cette dernière est pour la première fois en zone d'expansion depuis juillet 2008 et à son niveau le plus élevé depuis avril 2006. Autre signal encourageant pour la poursuite du rebond industriel : le moindre destockage et l'orientation positive des nouvelles commandes. Ce redressement du climat des affaires est significatif et tempère les résultats mitigés de l'enquête ISM auprès des secteurs non manufacturiers en octobre (50,6). Il confirme le rôle moteur joué par l'industrie dans la reprise en cours.

■ La productivité horaire apparente du travail dans le secteur marchand non agricole réalise au troisième trimestre une nouvelle performance exceptionnelle, en bondissant de 9,5 % (rythme annualisé), après déjà un gain de 6,9 % au trimestre précédent. Générer de la croissance par des gains de productivité en début de reprise est normal : ce qui frappe, c'est leur ampleur. S'ils sont mauvais pour l'emploi d'aujourd'hui, de tels gains de productivité sont néanmoins bons pour le redressement des profits des entreprises et donc pour l'emploi de demain. Dans la mesure où les gains réalisés sont déjà très importants, il va être de plus en plus difficile de produire plus avec moins de main d'œuvre. Cependant, plus longtemps les entreprises maintiendront leurs efforts, plus longtemps l'emploi mettra à repartir. Le seul avantage est qu'il en sera de même pour l'inflation.

■ Le rapport sur l'emploi pour le mois d'octobre est pour le moins en demi-teinte. L'économie a détruit 190 000 emplois salariés non agricoles (portant à 7,3 millions le total détruit depuis décembre 2007). Mais, pour la première fois depuis août 2008, le chiffre passe en dessous de la barre des 200 000, confortant la tendance au ralentissement des destructions nettes. Et celles des deux mois précédents ont été revues significativement à la baisse. En revanche, la durée du travail ne bouge pas de son point bas. Et surtout, le taux de chômage grimpe à 10,2 %, première fois depuis juin 1983 que les États-Unis ont un taux de chômage à deux chiffres. Le chiffre de 589 000 destructions nettes d'emplois de l'enquête auprès des ménages (qui entre dans le calcul du chômage) renvoie un message bien plus négatif que les 190 000 de l'enquête auprès des entreprises. Ce rapport sur l'emploi n'est pas rassurant sur l'état d'avancement de la reprise mais il ne la remet pas en cause : les États-Unis savent faire de la croissance sans emplois.



## UEM : le commerce extérieur se réveille, les ventes de détail somnolent

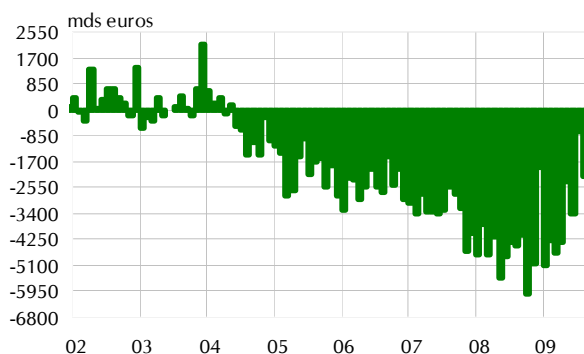
- Le commerce extérieur français retrouve des couleurs au troisième trimestre.
- En Allemagne, les commandes à l'industrie ont continué de se redresser.
- Les ventes de détail chutent en zone euro en septembre.

■ **Les exportations françaises en valeur se sont redressées en septembre (+2,2 % m/m).** Les ventes de matériels de transport ont rebondi, portées notamment par l'industrie automobile (véhicules et équipements). Les exportations de « biens intermédiaires » (métaux, chimie, plastiques...) se sont également raffermies, effaçant leur retrait du mois d'août. Les importations en valeur ont été contenues (+0,7 % m/m) par un amenuisement des achats énergétiques. **Au total, le déficit commercial a diminué de moitié sur le troisième trimestre (4,6 Mds € au T3, contre 10,1 Mds € au T2), grâce au rebond industriel constaté chez nos principaux partenaires commerciaux ces derniers mois.** L'amélioration conjoncturelle suggérant un redressement concomitant des exportations et des importations, nous prévoyons pour 2010 une contribution nulle du commerce extérieur à la croissance française.

■ **L'industrie allemande a continué de se redresser.** En septembre, les commandes à l'industrie ont progressé de 0,9 % m/m (après 2,1% en août), soit le septième mois consécutif de hausse. Sur l'ensemble du troisième trimestre 2009, les commandes ont progressé de 9 % par rapport au trimestre précédent. Cette hausse résulte essentiellement de la progression des commandes étrangères (3,7 % m/m). En revanche, les commandes issues de la demande intérieure continuent de reculer (-2,3 %). **Au total, ces résultats suggèrent que la production industrielle aurait enregistré une hausse de 2,9 % au troisième trimestre 2009,** soit en ligne avec notre prévision de croissance du PIB de 0,9 % (chiffre qui sera publié vendredi 13 novembre).

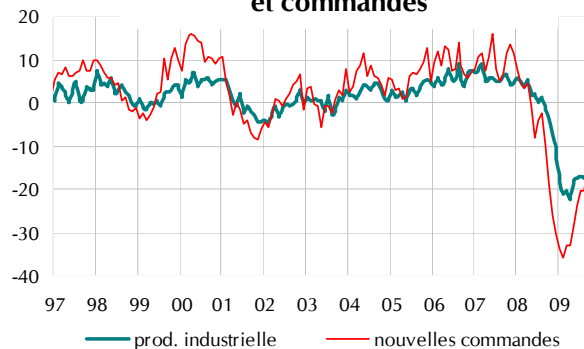
■ **Les ventes de détail (hors automobile) pour la zone euro ont surpris à la baisse au mois de septembre (-0,7 % m/m, contre +0,2 % consensus Bloomberg).** Après avoir reculé sur les deux premiers mois du T3, le commerce de détail en septembre a enregistré son plus fort recul depuis octobre 2008. Ces résultats suggèrent que la consommation des ménages est restée faible au T3. Elle devrait rester morose au T4, du fait de l'envolée du taux de chômage qui pèse sur le moral des ménages. En revanche, les programmes de prime à la casse devraient continuer de soutenir la consommation d'automobiles. Au mois d'octobre, les nouvelles immatriculations d'automobiles ont d'ailleurs nettement augmenté en Italie, Espagne et en France. **Au total, les achats d'automobiles pourraient permettre une certaine résilience de la consommation totale des ménages.**

### France : solde du commerce extérieur



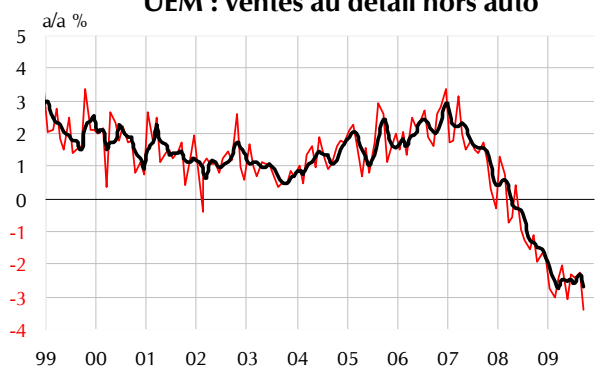
Source : Douanes, CA.

### Allemagne : production industrielle et commandes



Source : Destatis, CA

### UEM : ventes au détail hors auto



Source : Eurostat, CA

— sur un an % — lissé sur 3 mois

## Central Bank Watch

		Actuel 6 nov	Dernier mouvement	Prochain mouvement en 2009
<b>Amérique</b>				
États-Unis	Federal Funds	0-0,25	-75 pdb 16 déc 08	<b>Statu quo jusqu'à fin 2010 (prochain FOMC, les 15-16 décembre)</b> Maintenant que les <i>Fed funds</i> sont à zéro (ou presque, la cible oscillant dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25%), et qu'ils resteront à un niveau "exceptionnellement bas une période de temps prolongée" selon les dires mêmes de la Banque centrale, la Fed se consacre au déploiement de tout l'arsenal du <i>quantitative easing</i> , à savoir gonflement de la taille de son bilan en sus des changements dans sa composition. La Fed préfère parler de <i>credit easing</i> dans le sens où elle joue sur le <i>mix</i> de prêts et de titres à l'actif de son bilan et sur l'impact de cette composition sur les conditions de crédit. Concrètement, la Fed cherche à faire baisser les taux sur toute la courbe, à offrir de la liquidité et du financement là où ils font défaut et à ancrer les anticipations d'inflation. L'objectif ultime est d'éviter, à tout prix, l'enclenchement d'une spirale déflationniste.
<b>Europe</b>				
UEM	Taux refi	1,00	-25 pdb 13 mai 09	<b>Statu quo en 2010</b> Le 5 novembre, la BCE a maintenu le taux refi à 1% en répétant que ce niveau était jugé "approprié". La BCE devrait privilégier le <i>statu quo</i> sur les taux en 2010 dans notre scénario central. L'excès de liquidité se réduit graduellement et les taux courts (Eonia, Euribor) pourraient remonter légèrement avant la fin de l'année, mais le résultat de l'opération de refinancement à 12 mois du 16 décembre sera déterminante. La BCE devrait donner les conditions de cet appel d'offres lors de sa réunion du 3 décembre, mais aussi un calendrier plus précis de sa stratégie de sortie des mesures de soutien à la liquidité. Le programme de rachats de <i>covered bonds</i> suit son cours (21,5 Mds d'euros acquis à ce jour). Les hausses de taux ne devraient selon nous débiter que début 2011.
Royaume-Uni	Taux de base	0,50	-50 pdb 5 mars 09	<b>Statu quo en 2010</b> La BoE a abaissé son taux directeur de 50 pdb à 0,5% lors de sa réunion du 5 mars. Nous pensons qu'il a atteint son plancher et qu'il devrait se maintenir à ce niveau en 2010. La BoE se concentre désormais sur sa politique de <i>quantitative easing</i> . Le 6 août, elle a ainsi annoncé une extension de son programme d'achats de titres ( <i>Asset Purchase Facility</i> ) de 125 à 175Mds de livres puis à nouveau le 5 novembre, de 175 à 200 Mds. La BoE continue d'évaluer l'impact de son programme sur l'activité, la monnaie et le crédit. Après la mauvaise nouvelle sur le PIB au T3 (-0,4% t/t), elle note une amélioration des indicateurs économiques au T4 et devrait donc privilégier le <i>statu quo</i> en 2010.
<b>Asie-Pacifique</b>				
Japon	Taux directeur	0,10	-20 pdb 19 déc 08	<b>Statu quo prolongé</b> La décision de la BoJ, le 19 décembre 2008, d'abaisser le taux directeur de 20 pdb à 0,1% a marqué la fin du cycle d'assouplissement monétaire au Japon. La BoJ n'a pas souhaité renouer avec une politique de taux zéro (ZIRP) devant les effets pernicieux de la trappe à liquidité. La BoJ oeuvre néanmoins toujours pour amortir le choc cyclique et favoriser un retour à la normale sur les marchés de crédits. Elle déploie à cet effet tout un arsenal de mesures non conventionnelles qui vont de l'approvisionnement en liquidité contre une gamme élargie de collatéraux (y compris des obligations publiques étrangères) aux achats fermes de titres privés (billets de trésorerie, obligations émises par les grands <i>corporate</i> japonais et actions détenues par les banques). C'est donc du <i>quantitative easing</i> mais sans ZIRP, et ce pour longtemps.

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

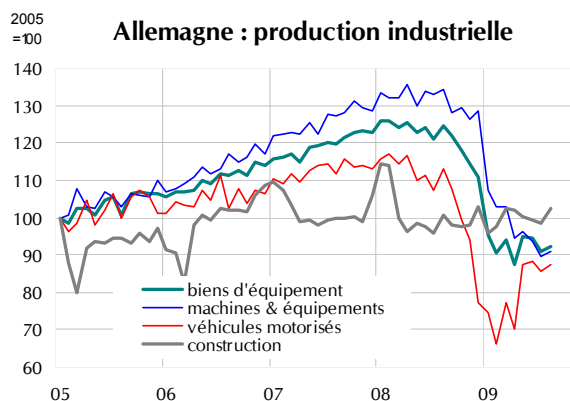
## Semaine du 9 au 13 novembre 2009

## Lundi 9

## Allemagne - production industrielle (cvs)

	juil	août	sept
prod. industrielle (m/m, %)	-1,1	1,7	<u>2,0</u>
(a/a, %)	-17,0	-17,4	-13,7

Le nouveau rebond des commandes à l'industrie (accompagné d'une révision à la hausse des chiffres passés), ainsi que la forte hausse des composantes « production » et « nouvelles commandes » des indices PMI sur les deux derniers mois suggèrent une hausse marquée de la production industrielle en septembre, de l'ordre de 2 % m/m (consensus : 1 % m/m). Le secteur de la construction pourrait subir un léger contrecoup après le rebond de 4,2 % m/m en août, mais la tendance reste à l'amélioration dans les autres secteurs, en particulier les biens d'équipement. **Si cette prévision s'avère correcte, la production affichera une hausse de près de 3 % t/t au troisième trimestre, renforçant notre anticipation d'une croissance du PIB de 0,9 % t/t au T3.**



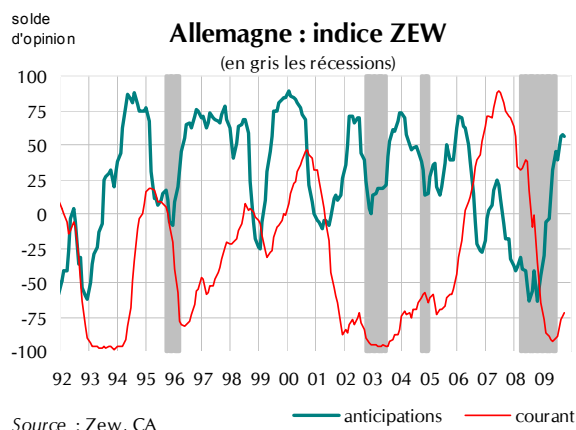
Source : Bundesbank, CA

## Mardi 10

## Allemagne- enquête ZEW

	sept	oct	nov
anticipations	57,7	56,0	<u>55,0</u>
affaires en cours	-74,0	-72,2	<u>-65,0</u>

L'indice ZEW de confiance des investisseurs allemands pourrait rester quasiment stable en novembre en ligne avec le consensus (55), porté par des forces contraires. Le recul de l'indice DAX de l'ordre de 7 % depuis son point haut de mi-octobre reflète le regain d'aversion pour le risque observé sur les marchés. Ce mouvement pourrait annuler l'effet positif des bons chiffres macroéconomiques publiés par ailleurs, ainsi que l'annonce par le nouveau gouvernement allemand d'un programme de baisses d'impôts (pour 7 Mds EUR en 2010, puis 24 Mds EUR à partir de 2011) qui vient s'ajouter aux mesures déjà mises en place par la coalition précédente. L'indice ZEW étant généralement très volatile, une sur-réaction à l'une de ces nouvelles n'est pas exclue. Le jugement sur les conditions courantes devrait quand à lui continuer de s'améliorer.



Source : Zew, CA

## Vendredi 13

## UEM - comptes nationaux

	09 T1	09 T2	09 T3
PIB (t/t, %)	-2,5	-0,8	<u>0,6</u>
(a/a, %)	-4,9	-4,8	<u>-3,8</u>

## Allemagne - comptes trimestriels

	09 T1	09 T2	09 T3
PIB (t/t, %)	-3,5	0,3	<u>0,9</u>
(a/a, %)	-6,7	-5,9	<u>-4,8</u>

## France - comptes trimestriels

	09 T1	09 T2	09 T3
PIB (t/t, %)	-1,4	0,3	<u>0,5</u>
(a/a, %)	-3,5	-2,8	<u>-2,1</u>

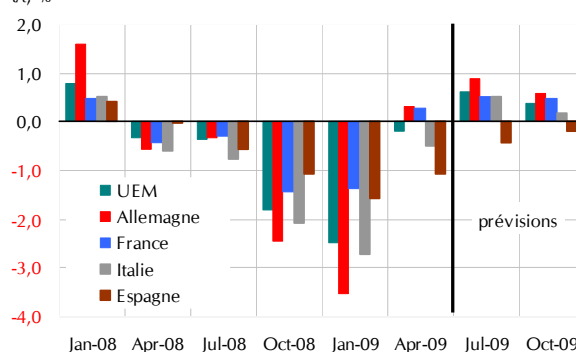
## Italie - comptes trimestriels

	09 T1	09 T2	09 T3
PIB (t/t, %)	-2,7	-0,5	<u>0,5</u>
(a/a, %)	-6,0	-6,0	<u>-4,7</u>

## Espagne - comptes trimestriels

	09 T1	09 T2	09 T3
PIB (t/t, %)	-1,6	-1,1	<u>-0,4</u>
(a/a, %)	-3,2	-4,2	<u>-4,1</u>

## UEM : croissance trimestrielle du PIB



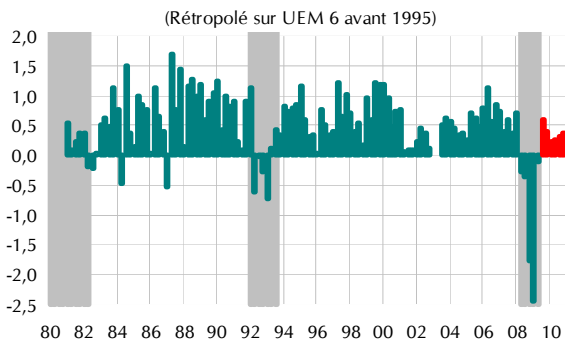
Source : Eurostat, CA

Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance au troisième trimestre dans la plupart des pays de la zone euro, en ligne avec les enquêtes et les données dures disponibles. Si le fort recul des vents de détail en septembre (-0,7 % m/m) confirme

que la consommation privée pèsera sur le chiffre du PIB, cet effet devrait être largement compensé par une contribution positive des exportations nettes et des stocks, à hauteur de 0,7 point de pourcentage au total. **Nous anticipons un rebond de 0,6 % t/t du PIB de la zone euro au T3**, mais il faudra attendre le 3 décembre pour avoir le détail des composantes de la croissance.

C'est l'Allemagne qui afficherait le taux de croissance le plus élevé (0,9 % t/t, après +0,3 % au T2), mais la France et l'Italie ne devraient pas être en reste (+0,5 % t/t, et un risque haussier suggéré par nos indicateurs avancés). Seule l'Espagne resterait en récession avec une nouvelle contraction du PIB de l'ordre de 0,4 % t/t. Dans l'ensemble, le rebond de l'activité étant largement imputable à des facteurs temporaires (primes à la casse et stocks), **un ralentissement des rythmes de croissance est à prévoir dès la fin de cette année**. La situation du marché du travail ne devrait pas s'améliorer avant la fin 2010. **Ce rebond cyclique ne doit cependant pas être sous-estimé** dans la mesure où des effets d'entraînement sont déjà visibles dans l'industrie (hors secteur automobile) et les services mais aussi, plus fondamentalement, parce que le stimulus fiscal et monétaire va continuer de produire ses effets tout au long de l'année prochaine. **Nous prévoyons à ce stade une croissance de 1,3 % en 2010** (après -3,8 % en 2009), **et de 1,6 % en 2011**.

**UEM : croissance trimestrielle**



Source : Eurostat, CA en gris, les récessions (CEPR),

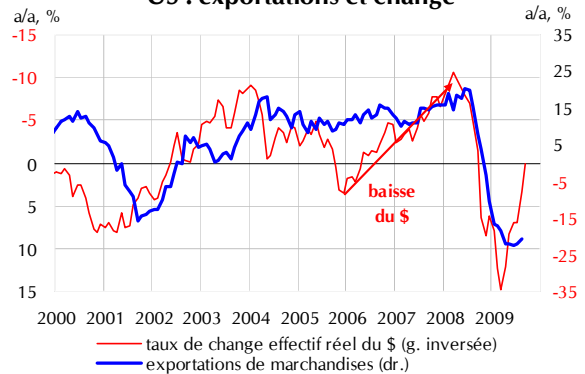
**US - Commerce extérieur (mds \$)**

	juil	août	sept
balance (base bal. des paiem.)	-31,9	-30,7	<u>-31,4</u>

Un élargissement du déficit commercial (de 30,7 à 31,4 milliards de dollars) est attendu en septembre, en ligne avec l'hypothèse faite par le *Bureau of Economic Analysis* pour sa première estimation de la croissance au troisième trimestre. Ce creusement viendrait d'une augmentation des importations plus forte que celle des exportations, cette progression des importations étant elle-même en partie alimentée par la hausse du prix du pétrole et aussi des quantités importées. L'augmentation des exportations serait de son côté partiellement soutenue par celle des livraisons d'avions civils annoncée par Boeing. Plus

fondamentalement, les exportations sont tirées par le redressement de la croissance chez les partenaires commerciaux des Etats-Unis et la dépréciation du dollar.

**US : exportations et change**



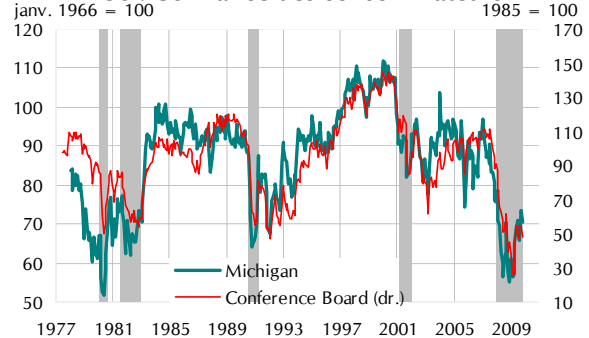
Source : Census Bureau, CA.

**Indice de confiance de l'Université du Michigan**

	sept	oct	nov
préliminaire	70,2	69,4	<u>71,0</u>
final	73,5	70,6	..
situation actuelle	73,4	73,7	..
attentes du consommateur	73,5	68,6	..

Malgré la hausse du taux de chômage, nous anticipons une augmentation de l'indice préliminaire de confiance de l'Université du Michigan, à 71,0 en novembre (contre 70,6), soutenue par le ralentissement du rythme des destructions nettes d'emplois. Toutefois, la hausse récente des prix du pétrole et la volatilité des marchés actions sont de nature à peser sur le moral des ménages. Les ménages ne sont plus aussi déprimés qu'au début de l'année. Mais il reste encore un long chemin à parcourir avant que leur confiance ne rejoigne son niveau de long terme. Pendant ce temps, leur comportement dépensier s'en trouvera significativement contraint.

**US : Confiance des consommateurs**



Source : Conference Board, Université du Michigan, CA. zone grisée : récession

## Indicateurs à suivre – semaine du 9 au 13 novembre 2009

Lundi 9 novembre 2009					
<b>Allemagne</b>		<b>août</b>	<b>sept</b>		
08:00	balance commerciale (mds d'euros)	10,3	11,5		
12:00	production industrielle, m/m	1,7	2,0		
Mardi 10 novembre 2009					
<b>France</b>		<b>août</b>	<b>sept</b>		
08:50	production manufacturière, m/m	1,9	0,8		
<b>Allemagne</b>		<b>oct</b>	<b>nov</b>		
11:00	indice ZEW	56,0	55,0		
<b>Italie</b>		<b>août</b>	<b>sept</b>		
11:00	production industrielle, m/m	7,0	-2,5		
Mercredi 11 novembre 2009					
			<b>Etats-Unis</b>		
			Veterans Day		
Jeudi 12 novembre 2009					
<b>UEM</b>		<b>août</b>	<b>sept</b>	<b>Etats-Unis</b>	
12:00	production industrielle, m/m	1,1	0,4	20:00	solde budgétaire fédéral, mds \$
				sept	oct
				-46,6	-150,0
Vendredi 13 novembre 2009					
<b>Allemagne</b>		<b>09 T2</b>	<b>09 T3</b>	<b>Etats-Unis</b>	
08:00	comptes nationaux, PIB t/t	0,3	0,9	14:30	balance commerciale, mds \$
<b>France</b>		<b>09 T2</b>	<b>09 T3</b>	<b>Etats-Unis</b>	
08:45	PIB, chiffre provisoire, t/t	0,3	0,5	14:30	prix des importations, m/m
<b>Italie</b>		<b>09 T2</b>	<b>09 T3</b>	<b>Etats-Unis</b>	
10:00	PIB, chiffre préliminaire, t/t	-0,5	0,5	16:00	enquête de confiance Univ. du Michigan
<b>UEM</b>		<b>T209</b>	<b>T309</b>		
11:00	flash estimate, PIB, t/t	-0,2	0,6		

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

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

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

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

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

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