

Décembre 2009

## 1. Etats-Unis: un nouveau wagon au train de la reprise

Aux USA, la reprise commence à faire tache d'huile. Cette dernière est partie d'une reprise technique de la production; la consommation s'est ensuite réveillée doucement; enfin il y a la bonne nouvelle du mois: le marché de l'emploi ne s'est plus dégradé en novembre, le chômage reculant même.

Le 4<sup>ème</sup> trimestre évolue favorablement comme le trimestre précédent.

Les USA semblent donc entrés dans un cercle vertueux. En effet au 4<sup>ème</sup> trimestre 2009 et au 1<sup>er</sup> trimestre 2010, la fin du déstockage poussera la production nettement vers le haut. Il en découlera que les USA connaîtront vraisemblablement une période de 3 trimestres consécutifs de croissance largement positive allant du 3<sup>ème</sup> trimestre 2009 au 1<sup>er</sup> trimestre 2010. Cela arrêtera l'ascension du chômage et réduira les défauts de paiement, ce qui fournira une base plus solide à l'expansion de la consommation et donc de l'ensemble de l'économie. Il en découlera la formation d'un cercle vertueux.

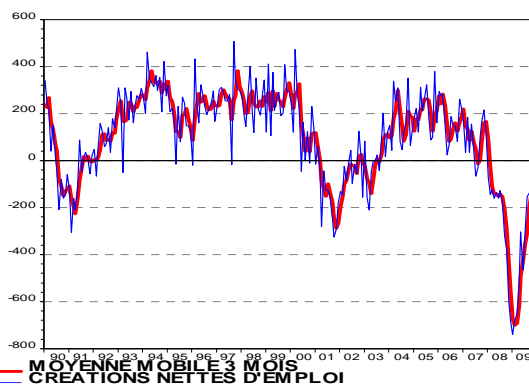
Le risque d'une replongée dans la récession (c.à.d. d'une reprise en forme de W) s'éloigne donc. Plusieurs éléments limitent cependant l'enthousiasme:

- L'énorme déficit budgétaire devra être réduit. Des mesures d'austérité seront probablement prises.
- Les ménages, durement secoués par la crise, en ont probablement tiré les leçons. Ils pourraient revoir leurs habitudes en se montrant désormais réservé face à l'usage du crédit et en continuant à renforcer leur épargne.
- Les saisies d'immeubles ne sont pas terminées. Plusieurs millions de ménages pourraient encore perdre leur logement.
- A moyen terme, la Fed reviendra à un mode de fonctionnement normal, abandonnant sa politique de taux d'intérêt proche de 0%.

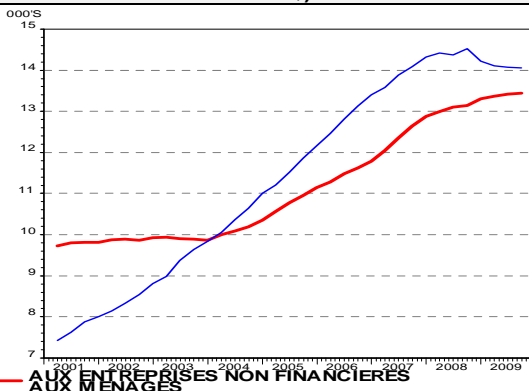
Les USA s'acheminent donc vers une reprise modérée, ce qui est décevant, car traditionnellement une récession est suivie par une forte reprise de l'économie, ce qui ne sera pas le cas. Les scénarios d'une reprise en forme de L, de U et de W sont cependant peu probables. Un V déformé (branche de droite moins verticale) nous semble le plus probable. Après une contraction de 2,5% en 2009, le PIB progressera de 2,6% en 2010, ce qui est loin d'être brillant.

En quelques mois, la déflation s'est effacée pour céder la place au retour de l'inflation (+1,9% en novembre). Ce retournement s'explique largement par un facteur technique. L'inflation restera largement sous contrôle. Le taux d'inflation passera de 3,8% en 2008, à -0,3% en 2009 et à 2,1% en 2010.

USA: premiers signes de stabilisation de l'emploi - créations nettes d'emplois (en 000 unités)



USA: endettement des ménages et des entreprises non financières (y compris dette obligatoire; encours en milliards de \$)



Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)

	2008	2009	2010
PIB	0,4	-2,5	2,6
Consommation privée	-0,3	-0,6	1,7
Investissements des entreprises	1,6	-18,1	-1,6
Construction résidentielle	-22,9	-20,3	4,3
Exportations	5,4	-10,4	6,1
Importations	-3,2	-14,4	5,1
Taux d'inflation	3,8	-0,3	2,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-4,9	-3,0	-3,5
Solde budgétaire (% PIB)	-4,7	-9,9	-8,9
Taux d'épargne des ménages	2,6	4,5	5,1

## 2. Zone euro: le consommateur déclare forfait

Au cours du troisième trimestre, le PIB de la zone euro a progressé de 0,4% par rapport au deuxième trimestre, grâce aux stocks, aux dépenses publiques et au commerce extérieur.

Si l'on en croit l'indicateur du sentiment économique, la reprise de l'économie se poursuivra au quatrième trimestre. Il se pourrait en outre que les exportations et la reconstitution des stocks demeurent, au cours de ce trimestre, les principaux moteurs de la croissance économique. Bien que le taux d'utilisation des capacités de production ait récemment augmenté, il demeure toujours très faible. Les entreprises ne relèveront dès lors le niveau de leurs investissements que très progressivement. En outre, la crise financière complique le financement des investissements.

L'octroi de crédit au secteur privé est toujours malaisé, alors que l'octroi de crédit aux entreprises affiche, depuis février 2009 déjà, une tendance à la baisse. Les prêts aux ménages s'améliorent quelque peu depuis juin 2009, mais ils étaient toujours légèrement inférieurs au niveau d'il y a 12 mois.

La confiance des entreprises a à nouveau progressé en novembre. Depuis l'été, tant les commandes à l'exportation que l'ensemble des commandes industrielles sont clairement à la hausse, tout comme les prévisions de production.

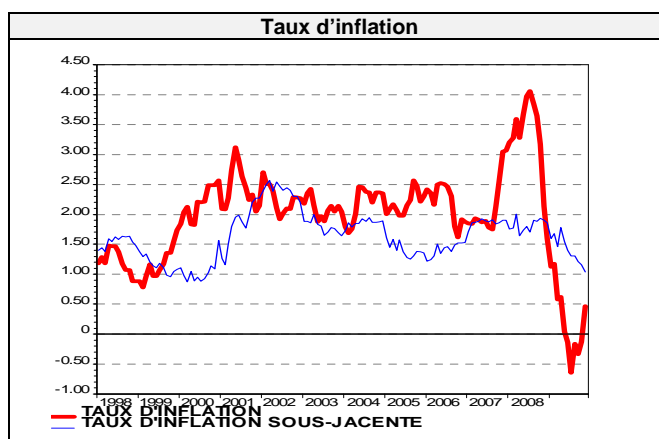
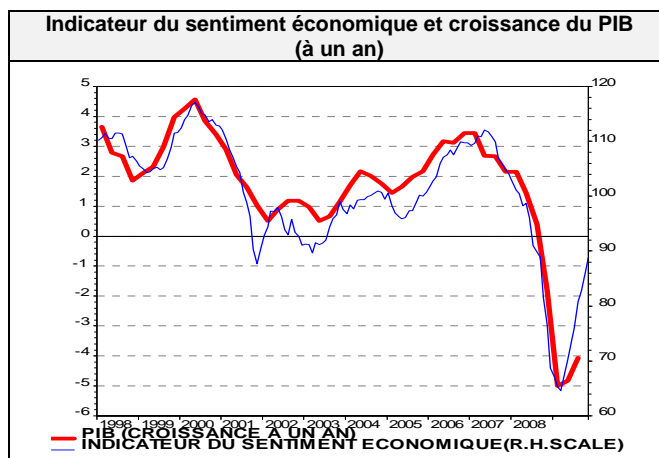
Les indices des responsables des achats suggèrent du reste une expansion des activités dans l'industrie manufacturière et dans le secteur tertiaire.

Il est probable qu'au cours de ce trimestre, la contribution de la consommation des ménages à la croissance économique sera à nouveau modeste, même si les consommateurs sont toujours plus optimistes à propos de l'avenir. Cette évolution de la confiance des ménages ne s'est cependant pas encore convertie en une hausse de la consommation.

L'enthousiasme des consommateurs à dépenser davantage est essentiellement bridé par la crainte du chômage, qui les pousse à épargner davantage. Etant donné que l'emploi réagit traditionnellement avec retard à la reprise conjoncturelle, le nombre de chômeurs continuera encore à progresser en 2010. Cet élément, conjugué aux augmentations salariales réduites et à la nécessité de comprimer de manière draconienne les déficits budgétaires au cours des prochaines années (avec, à la clé, le risque de hausses de la pression fiscale), limitera l'expansion de la consommation des ménages en 2010.

Suite à la montée des prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro est passée de -0,13% en octobre à 0,47% en novembre, soit le premier taux d'inflation positif depuis mai 2009. L'inflation sous-jacente, hors prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, est quant à elle passée de 1,16% en octobre à 1,04% en novembre.

Nous nous attendons à une poursuite de la remontée de l'inflation au cours des prochains mois, sous l'effet de l'augmentation des cours des matières premières.



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2008	2009	2010
PIB	0,5	-3,9	1,5
Consommation privée	0,3	-1,0	0,7
Investissements	-0,5	-9,9	1,3
Exportations	0,8	-13,8	3,8
Importations	0,8	-11,6	3,7
Taux d'inflation	3,3	0,2	1,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-1,5	-0,7	-0,6

### 3. Matières premières: brutale correction à la baisse des prix pétroliers

Après la hausse soutenue observée durant les trois premières semaines d'octobre, le cours du pétrole (Brent) a oscillé, jusqu'au début de décembre, dans une marge étroite juste en dessous des 80 dollars le baril. Depuis lors, il s'est cependant replié, car l'incertitude croissante (Dubai, la baisse de la notation de la Grèce, ...) a fait hésiter les spéculateurs.

Fondamentalement, la poursuite de la hausse des cours du pétrole ne se justifie pas. Ce constat peut être étayé par différents arguments.

Même si l'hiver est à nos portes et même si l'économie amorce son redressement, le niveau des stocks américains de pétrole brut et de produits raffinés est toujours supérieur au niveau de l'année précédente. Les stocks de pétrole stratégiques américains se situent en outre à un niveau record. De plus, la saison des ouragans dans le Golfe du Mexique est terminée, de sorte qu'il n'y a pas lieu de craindre, au cours de ces prochains mois, une interruption accidentelle de la production pétrolière dans cette région importante.

Les Etats-Unis ne sont du reste pas les seuls à disposer de vastes stocks de pétrole. L'Agence internationale de l'Energie (AIE) estime en effet que c'est aussi le cas des pays de l'OCDE.

Au niveau mondial, l'offre en pétrole brut est largement suffisante pour répondre à la demande, de sorte que les stocks de pétrole ne baisseront pas.

En dépit de la reprise économique mondiale, la demande mondiale en pétrole n'augmentera que modérément en 2010.

L'OPEP dispose à l'heure actuelle de capacités libres bien supérieures à celles des années antérieures, ce qui devrait permettre au cartel de pomper rapidement des quantités supérieures de pétrole, si la demande devait augmenter plus rapidement que prévu. L'OPEP n'a plus revu ses quotas de production depuis janvier 2009 et il est plus que probable qu'elle ne changera pas de cap lors de sa prochaine réunion, prévue le 22 décembre. Dans la pratique, l'OPEP ne respecte pas ses restrictions de production et, depuis avril 2009, elle pompe progressivement des quantités sans cesse supérieures de brut (au-delà de ses quotas de production).

A court terme, les cours de l'or noir pourraient fluctuer sensiblement. D'une part, l'incertitude croissante sur les marchés financiers et les énormes stocks de pétrole pourraient exercer une pression à la baisse sur les cours. D'autre part, une éventuelle offensive hivernale dans l'hémisphère nord pourrait accroître temporairement la demande physique en pétrole, ce qui pourrait induire une nouvelle hausse des cours du pétrole. Cette demande diminue d'ordinaire à compter du printemps, ce qui rend probable une correction à la baisse des cours durant le premier semestre de 2010.

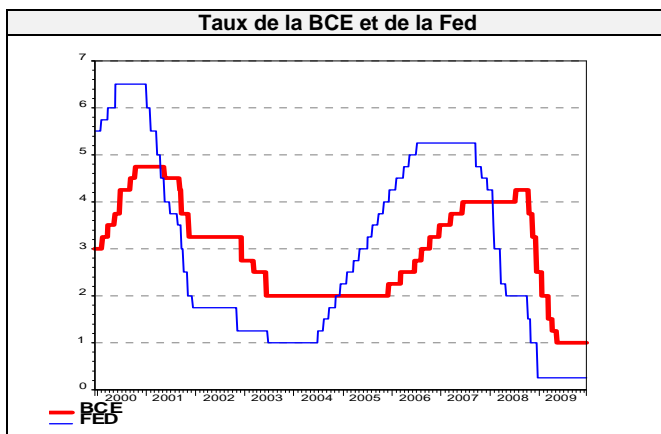
Cela n'empêche cependant pas que les cours moyens du pétrole seront, en 2010, supérieurs à ceux de 2009, en raison du redressement de la conjoncture mondiale et des prévisions de croissance économique encore plus soutenus pour 2011 (et, partant, d'une hausse de la demande en pétrole).

### 4. Taux à court terme

La Fed n'est pas pressée de relever son taux directeur. Cela pourrait étonner, car il y a un large consensus que l'économie est sortie de la récession. De plus l'inflation est loin d'être morte. Après une crise violente, la Fed attend qu'elle soit certaine que la reprise soit bien engagée et que les banques accordent plus facilement des crédits avant de resserrer ses taux. D'ailleurs, avant de relever son taux directeur, elle se trouve devant la tâche délicate de réduire les énormes injections de liquidité.

En fait la Fed mettra vraisemblablement fin à sa politique hyper-stimulante en 2 étapes:

- Réduire d'abord les injections massives de liquidité (y compris les achats de titres obligataires), ce qu'elle a commencé à faire en annonçant la fin d'une série de programmes, mis au point lors de l'éclatement de la crise financière.
- Relever ensuite son taux directeur vers un niveau plus normal.



A l'issue de sa réunion de début décembre, la BCE a estimé que toutes les mesures exceptionnelles de soutien massif au système financier ne sont plus nécessaires. Elle a ainsi pris les premières décisions en supprimant les prêts de fonds à plus long terme aux banques. Les énormes tensions, notées sur les taux à court terme, ont en effet disparu et la reprise de l'économie s'est amorcée plus vite que prévue. Elle a cependant réaffirmé clairement qu'elle ne relèvera pas son taux directeur durant les prochains mois et qu'elle ne touchera pas au taux EONIA. Il est vrai que l'inflation est loin de poser un problème.

Dans sa stratégie de sortie de crise, elle procédera vraisemblablement en 3 étapes:

- Elle mettra d'abord fin en douceur aux mesures d'urgence, ce qui se traduira par un apport moins ample de liquidité aux banques.
- Ensuite elle poussera l'EONIA et l'euribor au dessus du taux directeur. Cela ne devrait pas se produire dans l'immédiat.

Enfin lorsqu'elle sera certaine que l'économie est sortie du tunnel, elle rehaussera son taux directeur.

## 5. Taux à long terme

Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans continue à fluctuer assez largement. Au cours des derniers mois, ce taux semble réagir modérément à l'amélioration de plus en plus nette des perspectives conjoncturelles, à la disparition de la déflation et à la fin en octobre 2009 du programme de la Fed d'achat d'obligations du Trésor.

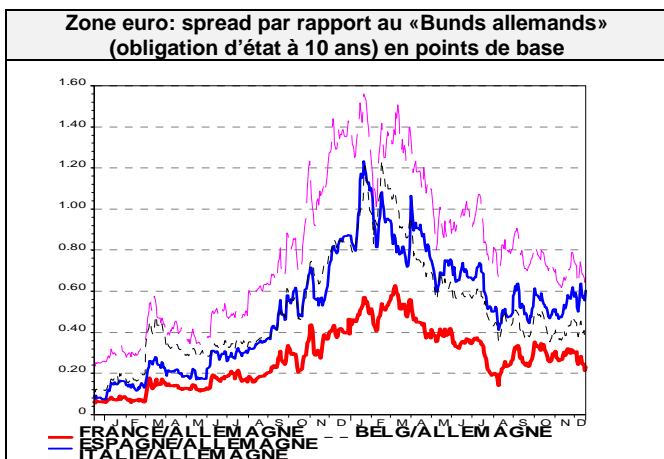
En fait le marché est rassuré par l'attitude de la Fed qui suggère qu'elle sera encore très accommodante pour une longue période, ce qui débouchera sur le maintien d'une courbe des taux très ascendante. Dans ce contexte, de nombreux investisseurs emprunteront à court terme pour acheter des obligations du Trésor, ce qui permettra au taux des IRS à 10 ans de rester à un niveau fort bas.

Durant les 12 prochains mois, une tendance haussière peut être attendue. La Fed réduira d'abord en douceur les énormes excédents de liquidités et procédera ensuite à un relèvement de son taux directeur à la fin de l'été prochain. Il n'empêche que malgré le relèvement attendu à la fin de l'été, les taux de la banque centrale resteront encore fort bas et la courbe des taux sera très ascendante, ce qui limitera la montée des taux obligataires. Enfin la reprise de l'économie sera nettement moins vigoureuse par rapport aux précédentes sorties de récession.

Dans la **zone euro**, le taux des IRS à 10 ans est nettement moins volatil que son correspondant américain. Il fluctue depuis mi-mars dans une fourchette étroite (3,38% / 3,85%). Pourtant les perspectives conjoncturelles se sont sensiblement améliorées depuis le printemps. Il n'a aussi quasi pas réagi à la forte détérioration des finances publiques, qui a entraîné un envol des besoins financiers de la plupart des Etats européens. Il est aussi resté largement indifférent à l'annonce par la BCE qu'elle commencera à démanteler les différents programmes d'apport massif de liquidité (en commençant par les programmes accordant des fonds à plus long terme aux banques).

Durant les 12 prochains mois, le taux des IRS sera l'objet d'une légère tendance haussière, suivant en partie l'appréciation des taux américains. Deux autres éléments contribueront à ce mouvement: 1° la montée des déficits budgétaires; 2° la politique, qui deviendra moins hyper-généreuse de la BCE, spécialement en ce qui concerne l'apport de fonds à plus long terme.

Des tensions sont récemment apparues sur les obligations espagnoles ainsi que surtout sur les obligations grecques et irlandaises. La détérioration de la situation financière en Grèce et le risque d'un nouvel abaissement du rating de l'Espagne n'ont pas contaminé l'ensemble des spread.



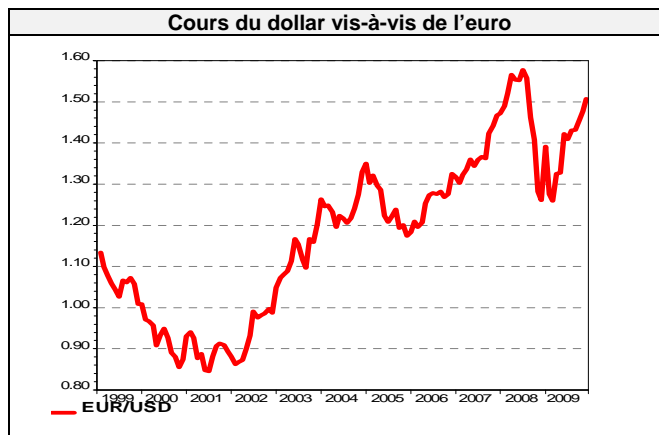
## 6. Marchés des changes: l'appréciation de l'euro n'est pas stoppée par les déboires de Dubaï, mais par les chiffres du chômage aux Etats-Unis

L'annonce, que la Dubai World Company désire négocier un sursis de paiement avec ses créanciers, n'a eu qu'un impact modéré et très temporaire sur le cours de l'euro par rapport au dollar. En revanche, les chiffres meilleurs qu'escomptés du marché du travail américain, la réduction de la production et des commandes industrielles en Allemagne, la révision à la baisse de la notation de la dette grecque et la pression qui se renforce sur la notation de la dette espagnole ont fait fléchir l'euro.

A court terme, le goût du risque continuera à déterminer l'orientation du cours de l'euro. La bonne tenue des données macro-économiques (tant aux Etats-Unis qu'en Europe) pourrait aiguïser l'appétit pour les risques et pousser à nouveau l'euro à la hausse. En revanche, un éventuel retour des incertitudes (Dubaï, une réduction de la notation d'un autre pays de la zone euro) ou une correction à la baisse des cours sur les marchés des matières premières joueraient en faveur du dollar. Nous nous attendons dès lors à ce que l'euro fluctue fortement au cours des prochaines semaines par rapport au billet vert.

Nous n'excluons même pas que l'euro grimpera vers la barre de 1,50 dollar au cours des premiers mois de 2010. Toutefois, par la suite, le dollar regagnera probablement progressivement du terrain face à l'euro. Il est probable que la BCE relèvera son taux directeur dans la foulée de la Federal Reserve, limitant de ce fait les fluctuations entre les différentiels de taux à court terme entre la zone euro et les Etats-Unis. D'autres facteurs pourraient aussi soutenir le cours du dollar. La croissance de l'économie américaine sera plus vigoureuse que celle de la zone euro. En outre, les taux américains à long terme augmenteront plus rapidement que les taux en Europe, ce qui devrait renforcer l'attrait pour les placements en dollars.

Toutefois, l'appréciation du dollar l'année prochaine sera progressive, en raison du niveau abyssal des déficits budgétaires et de la balance des opérations courantes aux Etats-Unis.



Achevé de rédiger le 18 décembre 2009.

**Rédaction:** Jacques De Pover, Stefan Farkas.

Editeur responsable: Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Leuven.

**Directeur de la Publication:** Pascal Poupelle – Directeur de la publication – 1 passerelle des Reflets – La Défense 2 – TSA 92002 – 92919 LA DEFENSE Cedex

La reproduction d'éléments de cette publication est autorisée avec mention de la source. Les informations qui y figurent sont données à titre purement documentaire et ne peuvent engager notre responsabilité.