

Janvier 2010

## 1. Etats-Unis: reprise peu enthousiasmante mais durable

Le redémarrage de l'activité économique s'est encore renforcé à la fin de l'année dernière: la consommation, s'est redressée pour atteindre un rythme de croissance d'environ 2% au deuxième semestre. L'atténuation de la crise financière a entraîné un redressement de la consommation; ainsi dans le secteur des ventes de voitures, très sensibles au crédit, les ventes sont clairement à la hausse malgré la fin des primes à la casse. Les exportations ont aussi rebondi, spécialement vers l'Asie. Enfin l'effet de l'important déstockage est en train de s'atténuer et le marché immobilier résidentiel est en train de réduire ses excès passés et de se rééquilibrer.

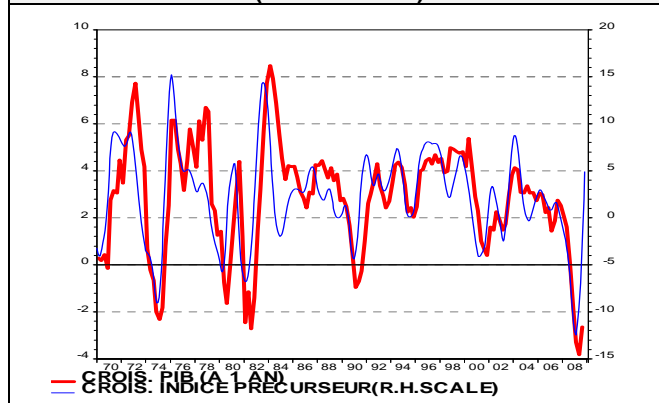
Cette relance de l'économie commence déjà à influencer positivement le marché du travail, ce qui devrait fournir une base plus solide à la progression de la consommation. Relevons que le programme de développement des travaux d'infrastructure, décidé dans le cadre du plan de relance, commence seulement à être mis en œuvre.

Il y a donc de plus en plus de signes que l'économie est engagée sur la voie d'une reprise durable (pas de replongée dans la récession). La reprise sera cependant modérée, ce qui est décevant, car traditionnellement une récession est suivie par une forte reprise de l'économie. Plusieurs éléments freineront en effet l'activité: il ne faut pas attendre trop du consommateur, car il a été durement secoué par la crise; la Fed ne laissera pas indéfiniment son taux directeur à un niveau proche de 0%; enfin le gouvernement devra s'attaquer à l'énorme déficit budgétaire.

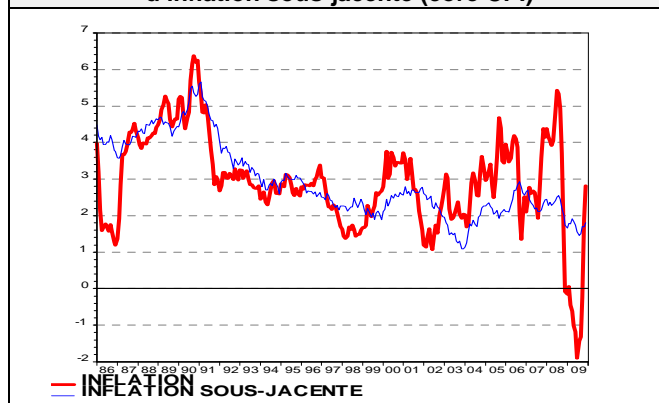
L'image, donnée par l'inflation, a complètement évolué durant les derniers mois: le taux d'inflation est passé de -2,1% en juillet 2009 à +2,8% en décembre 2009. En peu de temps, la déflation a donc fait la place à l'inflation.

Il ne faut cependant pas craindre une véritable reprise de l'inflation cette année: les entreprises hésiteront à relever leurs prix (vu l'importance des capacités de production inutilisées) et les travailleurs ont peur de perdre leur emploi ce qui limite leurs revendications salariales. En définitive, le taux d'inflation passera de 3,8% en 2008, à -0,3% en 2009 et à 2,2% en 2010.

USA: croissance du PIB (à un an) et indice précurseur (crois. à un an)



USA : taux d'inflation proprement dite et taux d'inflation sous-jacente (core CPI)



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

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

## 2. Zone euro: le chômage, un obstacle devant la route de la consommation

Pour la première fois depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2008, le PIB a renoué avec la croissance au troisième trimestre de l'année dernière (+0,4% précisément sur une base trimestrielle) et il a poursuivi sur sa lancée au trimestre suivant.

C'est ainsi qu'en novembre, la production industrielle a plus que compensé son recul d'octobre. Les indices des directeurs des achats, qui avaient atteint leur niveau le plus bas en février 2009, ont depuis lors grimpé, annonçant une expansion soutenue de l'activité.

Ces derniers mois, la confiance des consommateurs et celle des chefs d'entreprises n'ont pas cessé de remonter la pente, ce qui a permis à l'indicateur du sentiment économique, qui donne une bonne image de l'évolution économique, d'atteindre en décembre son niveau le plus élevé depuis juin 2008.

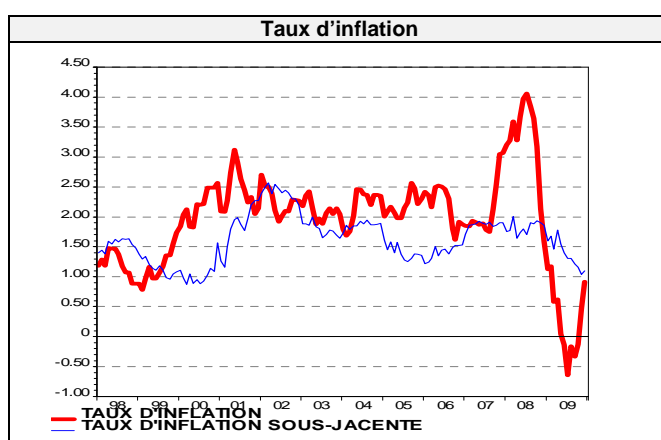
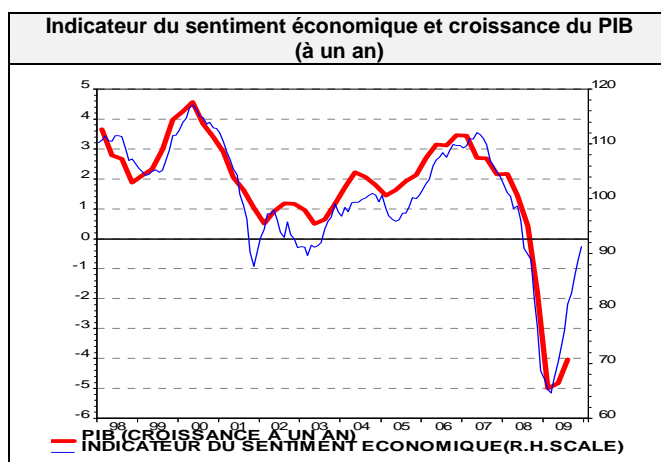
Toutefois la reprise économique ne sera pas toujours évidente. Malgré leur optimisme croissant, les consommateurs ne jettent pas l'argent par les fenêtres. Les ventes au détail ont dégringolé en novembre. Heureusement, les ventes de voitures (qui, dans un certain nombre de pays de la zone euro, sont encore stimulées par des primes à la casse) ont pu limiter quelque peu les dégâts.

Le comportement hésitant des consommateurs peut s'expliquer par la montée du chômage et l'importance du déficit budgétaire.

Au cours des prochains mois, la production industrielle et les exportations accéléreront à un rythme accru. Selon l'enquête mensuelle de la Commission Européenne, pour le sixième mois consécutif, les entreprises ont décroché en décembre, plus de commandes à l'exportation et plus de commandes totales. De plus, les entreprises vont devoir reconstituer leurs stocks pour pouvoir répondre à l'augmentation de la demande.

En 2010, l'augmentation de la production et l'amélioration des perspectives conjoncturelles inciteront les entreprises à reprendre leurs investissements. Mais ici aussi, le rythme de la croissance sera mesuré, étant donné le taux d'utilisation encore extrêmement bas des capacités de production.

L'inflation est passée de 0,47% en novembre à 0,92% en décembre. Cette année, l'inflation moyenne devrait augmenter, sous l'impulsion de la hausse des prix des matières premières (principalement de l'énergie) et des perspectives de dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Toutefois, certains facteurs vont aussi tempérer la pression sur les prix: notamment le volume des capacités de production non utilisées et l'évolution salariale extrêmement modérée.



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	0,4	-0,9	0,8
Investissements	-0,7	-10,6	1,1
Exportations	0,8	-13,5	4,0
Importations	0,9	-11,4	4,0
Taux d'inflation	3,3	0,3	1,3
Bal. opér. courantes (% PIB)	-1,5	-0,7	-0,6

### 3. Matières premières: le prix de l'or noir recule après la fin de l'offensive hivernale

L'année dernière, les prix des matières premières ont grimpé, l'indice CRB progressant de 34,6% ce qui a compensé ainsi largement sa chute (de 24%) de 2008.

Le prix du pétrole n'a pas échappé à la hausse observée sur les marchés des matières premières. Soulignons toutefois que le bond des prix du pétrole que l'on a connu jusque début janvier n'avait rien à voir avec une éventuelle pénurie de pétrole brut. Au niveau mondial, l'offre peut suivre sans problème la demande d'or noir, et les stocks pétroliers restent à niveau.

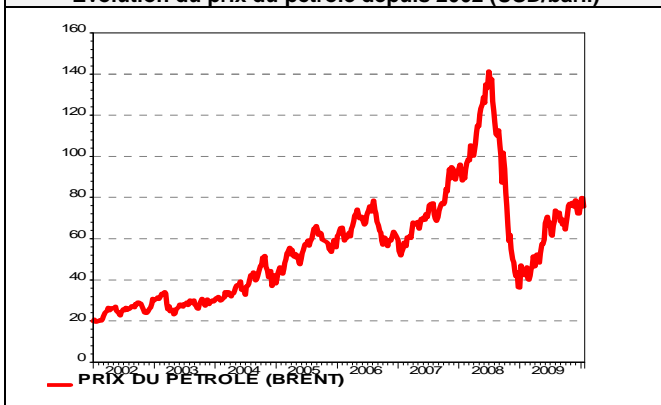
Selon les statistiques hebdomadaires du Ministère américain de l'Energie, les Américains continuent à disposer de stocks de pétrole brut et de produits pétroliers qui sont bien plus importants que début 2009.

Au terme de sa réunion du 22 décembre, l'OPEP n'a pas modifié ses quotas de production, et elle reverra à nouveau sa politique en mars.

Provisoirement, la demande élevée de combustibles pendant l'hiver va soutenir les prix pétroliers. Habituellement, cette demande commence à diminuer à partir du printemps, ce qui devrait normalement entraîner à nouveau les prix à la baisse à partir du deuxième trimestre. Néanmoins il n'est pas certain que ce scénario va se concrétiser. Les marchés financiers vont continuer à anticiper une amélioration de la conjoncture mondiale, ce qui réduit les chances de voir les prix du brut chuter durablement.

D'autre part, on ne s'attend pas non plus à une augmentation exagérée des prix de l'or noir durant l'année à venir. En effet, la demande globale de pétrole brut ne devrait pas augmenter de façon spectaculaire, parce que la croissance de l'économie mondiale restera modérée et que les prix pétroliers - déjà élevés actuellement - vont inciter à une consommation plus parcimonieuse. Pour cette année, l'Agence Internationale de l'Energie s'attend à ce que la demande mondiale de pétrole brut augmente de 1,7% (après avoir connu une chute de 1,5% en 2009). De son côté, l'OPEP estime qu'en 2010, cette demande ne devrait augmenter que de 1%. De plus, l'OPEP dispose de capacités de production non utilisées suffisantes pour extraire plus d'or noir, au cas où la demande de pétrole augmenterait plus que prévu.

Evolution du prix du pétrole depuis 2002 (USD/baril)



### 4. Taux à court terme : vers une réduction graduelle des énormes liquidités

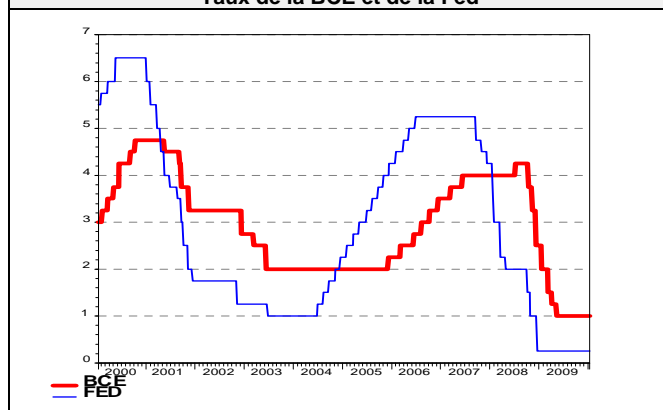
Par suite de l'action énergique des banques centrales, la **crise de liquidité** est apparemment terminée comme le montre l'évolution des spread de taux à court terme, qui se sont rapprochés d'une valeur normale et cela des deux côtés de l'Atlantique (voir graphiques 4 et 5).

Toutefois les banques parquent d'énormes montants de liquidité tant à la Fed qu'à la BCE afin de se constituer des réserves de liquidité, ce qui signifie qu'elles restent prudentes. La liquidité est en fait puissamment soutenue par les banques centrales.

Alors que les signes de reprise de l'économie se multiplient et que l'inflation a franchement dépassé la barre des 0% qui sépare déflation et inflation, on peut se demander si la **Fed** pourrait mettre fin à sa politique d'injection massive de liquidité et relever son taux directeur qui s'élève actuellement à un niveau très modeste.

Sur base du passé, elle ne sera pas pressée et elle agira très graduellement. De plus la machine des crédits, rouage essentiel de l'économie qu'elle scrute attentivement, est en mauvais état malgré des signes d'amélioration. Enfin elle est consciente que la réduction de l'important déficit des finances publiques pourrait peser sur l'économie en 2011. Avant de relever son taux directeur, elle se trouve devant la tâche délicate de réduire les énormes injections de liquidité. Elle a déjà commencé à réduire voire à supprimer certains de ses programmes d'injections de liquidité. Ensuite elle relèvera son taux directeur vers un niveau plus normal.

Taux de la BCE et de la Fed



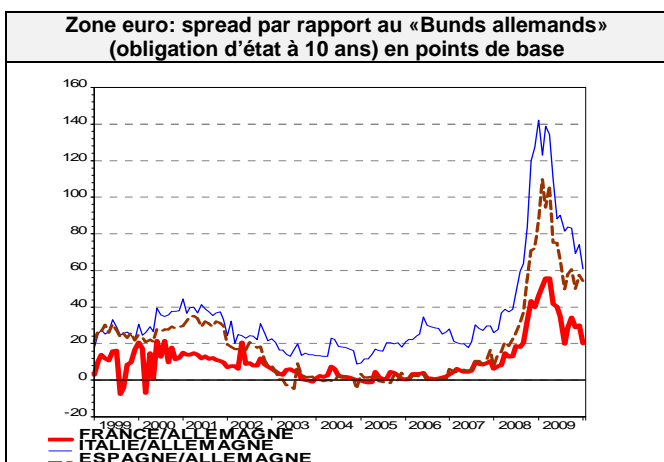
Lors de sa réunion de début décembre, la **BCE** a estimé que toutes les mesures exceptionnelles de soutien massif au système financier ne sont plus nécessaires. Elle a ainsi pris les premières décisions en ce sens.

Un relèvement du taux directeur n'est cependant pas à l'ordre du jour. Dans sa stratégie de sortie de crise, elle agira prudemment afin d'éviter une nouvelle poussée de fièvre du système financier et une replongée dans la récession. C'est pourquoi elle réduira d'abord ses apports massifs de liquidité aux banques. Ensuite elle poussera les taux interbancaires (l'EONIA et l'eurobor) au dessus du taux directeur. Enfin lorsqu'elle sera certaine que l'économie est sortie du tunnel, elle relèvera son taux directeur (taux Repo).

## 5. Taux à long terme : petites tensions aux USA; calme dans la zone euro

Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans a bondi passant de 3,27% le 30 novembre à 3,72% le 26 janvier. Les indicateurs, relatifs à l'activité économique, continuent à surprendre positivement et l'inflation est réapparue, ce qui a pu inciter les investisseurs à la prudence. Cette hausse aurait pu être même plus ample, mais les marchés sont rassurés par les propos de la Fed qui suggèrent qu'elle maintiendra encore pendant un certain temps les taux à court terme à un niveau très bas.

Durant les 12 prochains mois, une hausse modérée des taux obligataires peut être attendue. En effet le marché obligataire pourrait anticiper le rehaussement du taux directeur. La méfiance des investisseurs internationaux (dont les banques centrales d'Asie) envers les USA pourrait aussi affecter les taux. Enfin le financement de l'important déficit budgétaire pourrait entrer en concurrence avec la reprise de la demande pour des crédits d'investissements et pour des prêts hypothécaires, reprise qui pourrait intervenir durant la 2<sup>ème</sup> partie de l'année.



Le taux des IRS **européens** à 10 ans n'a pas vraiment suivi la montée de son correspondant américain. Les signes de reprises de l'économie européenne sont moins nombreux qu'aux USA. De plus la réapparition de l'inflation y a été moins forte.

Le taux européen est peu volatil. Il fluctue depuis mi-mars dans une fourchette étroite (3,38% / 3,85%).

Durant les 12 prochains mois, ce taux 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. Cette tendance à la hausse des taux sera cependant tempérée par la faiblesse de l'inflation, par la montée persistante du chômage et par la force de l'euro, qui réduit la marge de manœuvre de la BCE.

Les **spread** entre les taux obligataires allemands d'un côté et les taux grecs d'un autre côté ont récemment grimpé. L'envolée de la dette publique grecque, qui est entrée dans un mécanisme de boule de neige, sera difficile à arrêter. Le spread espagnol a été aussi affecté dans une certaine mesure (augmentation de 20 pb environ). Ces tensions se sont propagées aux spreads de l'Italie et faiblement à celui de la Belgique.

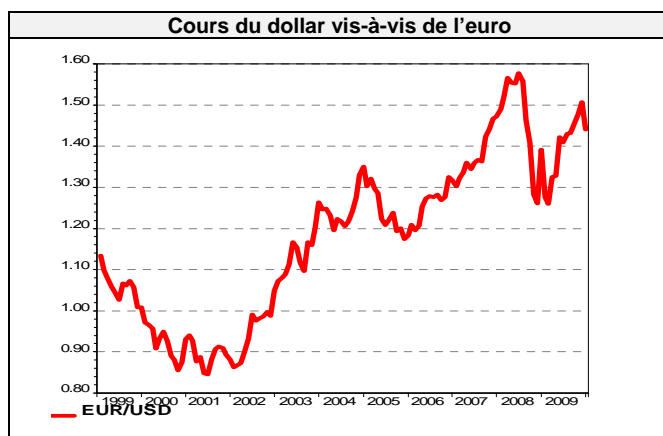
## 6. Marchés des changes: dans la tourmente grecque

Depuis début décembre, l'euro a perdu beaucoup de terrain par rapport au dollar américain, en raison de l'optimisme croissant à l'égard de la conjoncture américaine et de la dégradation de la notation de la Grèce.

A court terme, le cours de l'euro pourrait osciller fortement par rapport à celui du dollar. La reprise de l'économie mondiale ravive l'appétit pour les placements plus risqués, comme les matières premières. Ces derniers mois, la méfiance vis-à-vis du dollar a augmenté (voir les multiples déclarations chinoises et russes concernant le rôle dominant du dollar, ainsi que les achats d'or effectués par les banques centrales). Le dollar attire de moins en moins en tant que devise-refuge. Tous ces éléments jouent en faveur de l'euro. Mais un éventuel retour de l'incertitude (comme le scepticisme croissant à l'égard des finances publiques grecques, une nouvelle détérioration de la qualité du crédit d'un autre Etat membre de la zone euro, des indicateurs économiques décevants, ...) pourrait à nouveau faire apprécier le dollar par rapport à l'euro.

L'influence des banques centrales sur l'évolution des cours de change sera décisive. Les marchés financiers anticiperont et tiendront compte d'une politique monétaire moins souple ; ils ajusteront leurs perspectives en la matière en fonction des indicateurs macro-économiques publiés.

Selon notre scénario, la BCE emboîtera le pas à la Fed en ce qui concerne le relèvement du taux directeur: les écarts entre les taux à court terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ne devraient pas varier beaucoup et n'auront donc que peu d'influence sur les cours de change. Mais d'autres facteurs feront en sorte que le dollar s'appréciera de façon durable par rapport à l'euro, à partir de l'été prochain. Principal élément en faveur du dollar: le fait que l'économie américaine connaîtra cette année une expansion beaucoup plus soutenue que celle de la zone euro. Toutefois, l'appréciation du dollar au cours de l'année à venir n'interviendra que progressivement, car les Etats-Unis doivent continuer à faire face à leurs énormes déficits budgétaires et à celui de leur balance commerciale.



Achévé de rédiger le 26 janvier 2010.

**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.