

Mai 2009

## 1. Etats-Unis: vers un meilleur 2<sup>ème</sup> trimestre

Comme on pouvait s'y attendre, la contraction du PIB a été importante au 1<sup>er</sup> trimestre. Elle confirme qu'après la tempête financière de septembre, le repli de l'activité a été rapide et accentué.

L'évolution de la consommation, de loin la principale composante du PIB, est relativement rassurante. Les ménages ont gardé leur sang-froid face à la série noire de mauvaises nouvelles: montée du chômage, saisies en série d'habitation, durcissement des conditions de crédit et dépréciation de leur patrimoine, provoquée par la chute des bourses et des prix immobiliers.

Le 2<sup>ème</sup> trimestre se présente plus favorablement. Une reprise technique, initiée par la fin du déstockage massif, pourrait même s'y amorcer, comme le suggère aussi l'évolution des commandes (selon l'ISM).

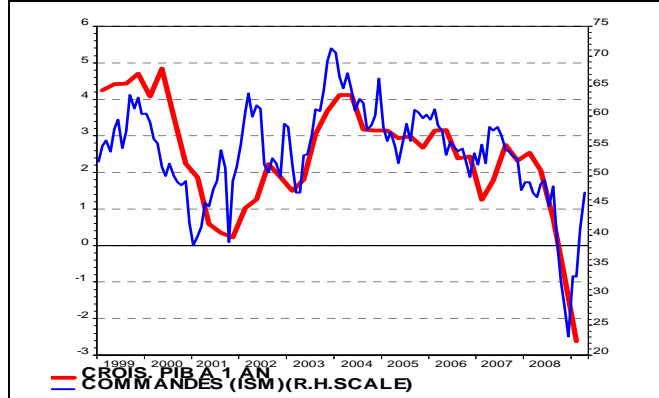
Il n'empêche que la reprise sera lente et modeste en regard des précédentes sorties de récession: les destructions d'emploi sont massives; la machine des crédits ne se rétablira que graduellement; la tendance des prix immobiliers demeurera baissière; aucun grand pays n'est en mesure de jouer le rôle de véritable locomotive de l'économie mondiale (la récession étant synchronisée); les grandes faillites vont se multiplier.

Nous tablons sur une progression du PIB s'élevant à -2,5% en 2009 et à +2% en 2010, ce qui est franchement mauvais vu l'expansion démographique s'élevant à environ 1% par an.

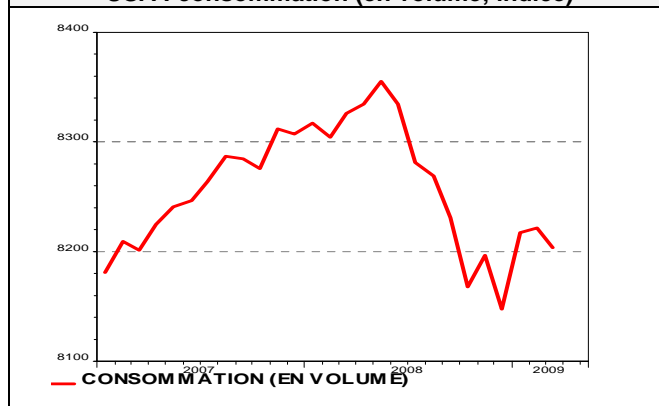
L'inflation est entrée en territoire négatif depuis décembre. Entre avril 2008 et avril 2009, les prix à la consommation ont baissé de 0,6%. Plusieurs éléments s'opposent à une vraie déflation: le redressement récent des prix pétroliers, la progression rapide des salaires et des prix alimentaires. Le taux d'inflation passera de 3,8% en 2008, à -0,8% en 2009 et à 1,3% en 2010.

La récession et les diverses opérations de sauvetage des banques pèseront sur les finances publiques comme d'ailleurs le plan de relance de l'économie. Le déficit budgétaire grimpera ainsi de 1,4% du PIB en 2007 à 4,8% en 2008 et à 13% en 2009.

USA: croissance du PIB (à un an) et commandes (ISM)



USA : consommation (en volume; indice)



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

	2008	2009	2010
PIB	1,1	-2,5	2,0
Consommation privée	0,2	-0,4	1,7
Investissements des entreprises	1,6	-21,1	-3,2
Construction résidentielle	-20,8	-21,0	+0,6
Exportations	6,2	-13,5	1,1
Importations	-3,5	-14,7	1,7
Taux d'inflation	3,8	-0,8	1,3
Bal. opér. courantes (% PIB)	-4,7	-3,4	-3,8
Solde budgétaire (% PIB)	-4,8	-13,0	-9,2
Taux d'épargne des ménages	1,8	4,7	4,6

## 2. Zone euro: après un premier trimestre exécrable, une amélioration est enfin en vue

Au cours des trois premiers mois de 2009, l'économie de la zone euro s'est contractée de 2,5% par rapport au quatrième trimestre de 2008. En comparaison avec le premier trimestre de 2008, le PIB a baissé de 4,6%.

L'expansion négative est notamment imputable à la baisse continue des exportations et des investissements des entreprises et à une chute des stocks. Au premier trimestre, la consommation des particuliers n'est pas non plus parvenue à sauver les meubles: suite à la montée du chômage, les ménages hésitent à dépenser davantage et préfèrent épargner plus. Toutefois, l'inflation exceptionnellement faible stimule le pouvoir d'achat des consommateurs.

La récession semble avoir atteint le creux de la vague, car une série d'indicateurs se sont remarquablement redressés en avril.

L'indice de confiance des consommateurs s'est amélioré en avril, après sept mois consécutifs de baisse. La confiance des entreprises était mitigée : en avril, la confiance des entreprises dans l'industrie et dans le secteur tertiaire a augmenté, tandis qu'elle continuait à s'effriter dans le commerce de détail et dans le secteur de la construction. Cette situation est liée à l'évolution des carnets de commandes. Selon l'enquête mensuelle de la Commission Européenne, les commandes à l'exportation ont de nouveau fléchi en avril, mais dans une moindre mesure qu'au cours des mois précédents. Les commandes dans le secteur de la construction ont perdu davantage de terrain. Mais le total des commandes industrielles était en légère amélioration par rapport au mois de mars.

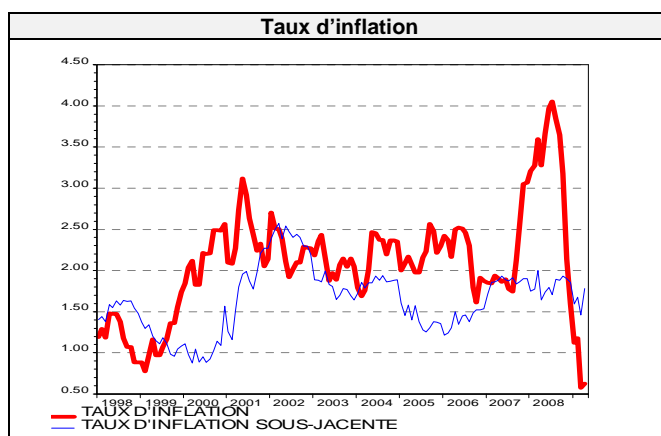
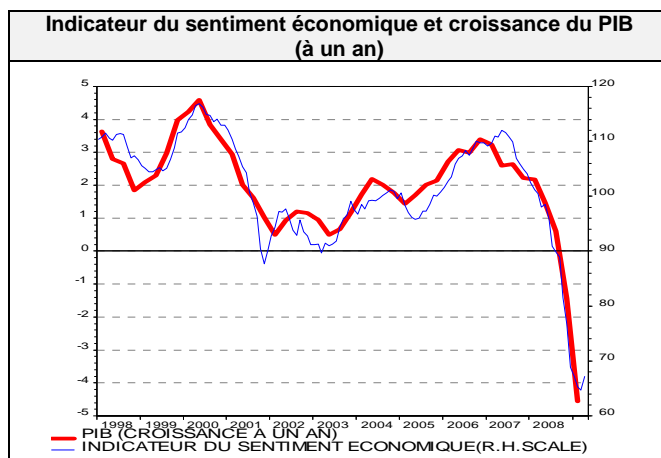
L'indicateur du sentiment économique, qui regroupe la confiance des consommateurs et des entreprises et qui donne une bonne indication de l'évolution du PIB, a atteint en avril son plus haut niveau depuis janvier 2009.

Les indices des directeurs des achats confirment que le rythme de baisse de l'activité s'est rapidement réduit dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services.

Il convient à présent d'attendre que l'amélioration du sentiment se marque dans les indicateurs économiques concrets. Le regain d'optimisme des consommateurs et certaines mesures gouvernementales (comme la prime à la casse) peuvent relancer la consommation des particuliers au cours des prochains mois. En outre, les entreprises commenceront à produire progressivement davantage, après la diminution draconienne de leurs stocks, certainement si les carnets de commandes ne se détériorent plus au cours des prochains mois.

Cela justifie l'espoir d'une conjoncture moins sombre au cours des prochains trimestres.

L'inflation reste quasi inexistante, suite à l'évolution des prix de l'énergie. L'inflation s'établissait à 0,58% en mars et à 0,62% en avril. Nous n'attendons cependant pas de virage dans la déflation (c.-à-d. une longue période de baisses générales des prix). L'inflation sous-jacente (1,78% en avril) et l'inflation hors énergie (1,69% en avril) restent d'ailleurs largement positives. Une inflation négative éventuelle ne sera que temporaire. L'effondrement des prix du baril, que nous avons connu au deuxième semestre de 2008, produira un effet de base défavorable au cours du second semestre de 2009. En outre, les prix du pétrole sont de nouveau en train d'augmenter. C'est la raison pour laquelle nous tablons sur une reprise de l'inflation au cours du second semestre de l'année.



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2008	2009	2010
PIB	0,7	-4,0	1,3
Consommation privée	0,4	-0,3	1,0
Investissements	-0,1	-9,6	1,0
Exportations	1,1	-13,6	1,8
Importations	1,2	-9,0	2,5
Taux d'inflation	3,3	0,7	1,3
Bal. opér. courantes (% PIB)	-1,0	-0,8	-0,6

### 3. Matières premières: l'anticipation de la fin de la récession fait monter les prix

Sous l'impulsion du regain d'optimisme à l'égard de l'économie et de l'affaiblissement du dollar, les prix du pétrole ont augmenté en mai pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis le début de cette année. En outre, les limitations de production des pays de l'OPEP entre août 2008 et avril 2009, portent leurs fruits car elles permettent de mieux faire coïncider l'offre mondiale de pétrole brut et la demande. L'OPEP est ainsi parvenue à fixer un prix plancher au pétrole.

Néanmoins le risque existe que les prix du pétrole augmentent à court terme plus fortement que ne le justifient les facteurs fondamentaux.

Il n'y pas de pénurie de brut pour l'instant. Les stocks américains de pétrole (à l'exclusion des réserves stratégiques) se trouvent, malgré leur recul en mai, encore à un niveau très élevé. De plus, les réserves stratégiques américaines de pétrole n'ont encore jamais été aussi importantes que maintenant. A l'approche des mois d'été, les marchés financiers suivront de près l'évolution des stocks d'essence du pays de l'oncle Sam. Et à la mi-mai, ils n'étaient qu'un peu inférieurs à il y a un an.

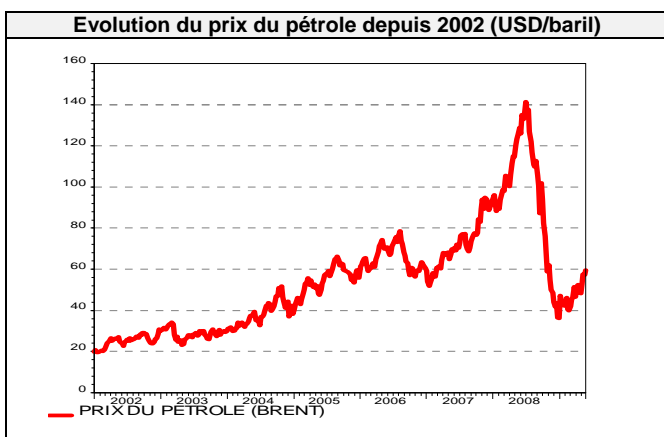
Entre-temps, la demande américaine de produits pétroliers continue à baisser.

Selon les statistiques de Bloomberg, l'offre de pétrole brut demeure plus importante que la demande au niveau mondial. En mars 2009, les stocks pétroliers des pays de l'OCDE étaient, selon l'Agence internationale de l'énergie, encore supérieurs de 6,7% par rapport au mars 2008.

Il n'est donc pas question d'une pénurie de pétrole à l'échelle mondiale. En outre, tant l'OPEP que l'Agence internationale de l'énergie tablent cette année sur une diminution de la demande mondiale de pétrole brut.

D'ailleurs, à la suite de leurs précédentes limitations de production, les pays de l'OPEP disposent d'une plus grande capacité libre, de sorte qu'en cas de besoin, ils pourront extraire davantage de pétrole.

Sur la base de ces éléments, nous prévoyons, après une correction à la baisse au troisième trimestre, une hausse relativement limitée des prix du pétrole pour l'année prochaine. Une réplique de l'augmentation vertigineuse du premier semestre de 2008 est peu probable, même si les spéculateurs pourraient propulser (temporairement ?) les prix du pétrole à un niveau plus élevé que ne le prévoit notre scénario.

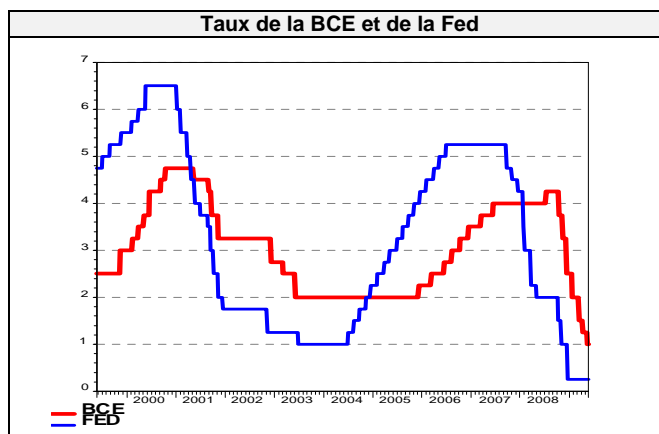


### 4. Taux à court terme

Durant les dernières semaines, le pessimisme très noir s'est nettement atténué. La confiance envers le secteur bancaire, qui était au plus bas, s'est redressée. Il n'empêche que la **crise financière** n'est pas terminée; elle a probablement quitté sa phase la plus aiguë. De nouveaux soubresauts sont cependant possibles. Une grande vague de faillites pourrait toucher les entreprises non financières.

Après avoir abaissé son taux directeur à 0% / 0,25% à mi-décembre, la **Fed** a déclaré qu'elle gardera ce taux à un niveau exceptionnellement bas pour un certain temps. Des perspectives conjoncturelles devenues récemment moins sombres et l'atténuation de la crise financière n'inciteront pas la Fed à réviser sa stratégie. Il serait en effet largement prématuré qu'elle relève ses taux maintenant. La Fed pourrait cependant hésiter à amplifier démesurément son programme d'achat d'obligations, vu la méfiance des marchés (comme en témoignent la montée des taux obligataires et la chute du dollar).

La Fed relèvera ses taux quand l'économie aura résolument emprunté la voie du redressement.



La **BCE** a ramené son taux Repo à 1% (venant de 1,25%). Cette baisse pourrait être la dernière. La BCE n'a cependant pas exclu de nouvelles réductions, mais pas dans l'immédiat. En cas de nouvelles détériorations de la conjoncture, une telle baisse est possible.

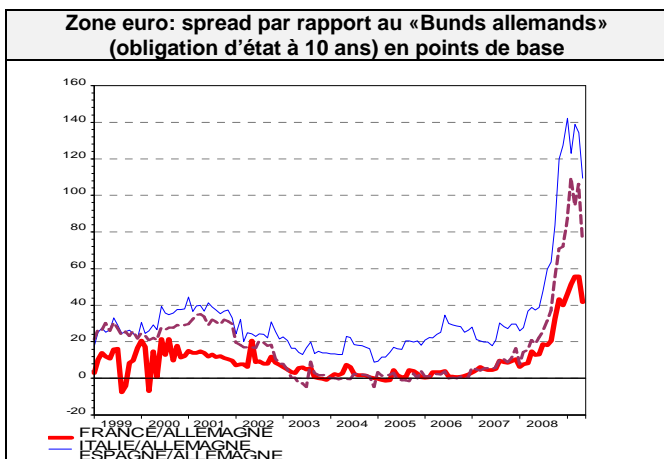
Afin de stimuler l'utilisation du crédit, la BCE n'utilisera plus l'arme des taux directeurs, mais empruntera la voie des mesures non conventionnelles comme l'avait fait la Fed, en achetant notamment des obligations afin de pousser les taux des emprunts vers le bas. Le recours à de telles mesures porte cependant sur un montant limité. Elle hésite donc à acheter massivement des obligations publiques.

Vu les perspectives peu brillantes de la conjoncture pour 2010 et une inflation qui restera largement en dessous de l'objectif de 2%, la BCE ne relèvera pas ses taux durant les 12 prochains mois.

## 5. Taux à long terme

Depuis le minimum de 2,21% atteint le 17 décembre, le taux **américain** des IRS à 10 ans est remonté à 3,69% actuellement. Depuis ce minimum, les perspectives de l'économie sont devenues moins noires foncées. Les craintes de la réalisation de scénarios de dépression à la 1930 ou de crise à la japonaise se sont éloignées. De plus la phase la plus aiguë de la crise financière semble terminée. Les investisseurs retournent vers des produits offrant des rendements plus élevés mais plus risqués, profitant d'ailleurs de spread à des niveaux très élevés. Le marché est aussi impressionné par les vagues d'énormes émissions de la part du Trésor, qui se succèdent rapidement.

En ce qui concerne l'avenir, les taux obligataires resteront très volatils. D'un côté les investisseurs (dont les banques centrales d'Asie) pourraient se méfier du dollar et ainsi hésiter à acheter des obligations américaines à moins que les taux remontent encore. Cela exercera une pression haussière sur les taux. D'un autre côté, plusieurs éléments freineront voire s'opposeront à une hausse des taux: la reprise de l'économie sera lente et peu enthousiasmante. De plus la Fed n'a pas intérêt à ce que les taux obligataires montent trop fort. Enfin l'inflation ne pose aucun problème.



**Dans la zone euro**, le taux des IRS à 10 ans est plus calme: il fluctue depuis mi-février entre 3,25% et 3,71%. Il a peu réagi à la chute de l'inflation et à l'amélioration des perspectives conjoncturelles. Il est resté largement insensible à l'atténuation de la crise financière et à l'afflux d'émissions destinées à financer les déficits budgétaires.

Mais après tout,

- Les taux européens n'avaient pas dégringolé aussi fort qu'aux USA.
- Les perspectives conjoncturelles, bien qu'en amélioration, ne sont guère réjouissantes.
- La BCE n'a pas essayé de pousser les taux vers le bas en rabaisant plus radicalement ses taux directeurs ou en achetant agressivement des obligations émises par les différents Etats (elle n'a décidé d'acheter que quelques 'covered bonds'). La politique plus prudente de la BCE par rapport à la Fed rassure le marché obligataire et le marché des changes.

Durant les prochains mois, le taux des IRS devrait fluctuer. A moyen terme, nous tablons sur un léger raidissement des taux, quand la crise financière s'éloignera.

## 6. Marchés des changes: l'euro digère sans problème la baisse des taux de la BCE

L'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar durant les semaines écoulées et a atteint à nouveau le seuil de 1,40 EUR/USD. Depuis la fin avril, l'euro se trouve de nouveau au-delà du seuil de 1,30 EUR/USD.

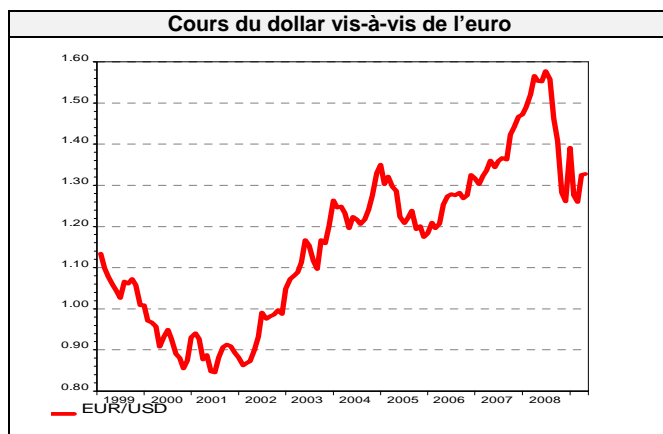
A court terme, nous prévoyons que l'euro restera capricieux par rapport au dollar américain, selon que les indicateurs économiques américains et européens se situeront au-dessus ou au-dessous des prévisions des marchés financiers.

L'assouplissement monétaire quantitatif de la BCE (achat d'obligations) n'exercera probablement pas de pression à la baisse sur le cours de l'euro, car tant la Federal Reserve américaine que la Bank of England et la Bank of Japan utilisent cet instrument depuis déjà un certain temps. En outre, le programme d'achat de la BCE est modeste (60 milliards d'euros) comparé à celui des autres banques centrales.

A long terme, nous voyons une appréciation progressive de l'euro par rapport au dollar américain. La raison majeure résidera dans la disposition croissante des investisseurs à prendre plus de risques, maintenant que les perspectives économiques s'améliorent.

A mesure que la conjoncture mondiale sortira de l'ornière, les marchés financiers se préoccupent davantage du développement des finances publiques et de la balance des comptes courants avec l'étranger. Etant donné que dans ce domaine, la situation est moins mauvaise dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, le cours de l'euro s'en trouvera soutenu.

Enfin, le différentiel de taux d'intérêt à court terme entre les Etats-Unis et la zone euro et la moindre préférence éventuelle de la Chine pour des placements en dollars, continueront à jouer en défaveur du dollar.



Achevé de rédiger le 27 mai 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.