

Février 2009

## 1. Etats-Unis: vers une reprise laborieuse à partir de l'été

Depuis septembre, l'économie est franchement entrée en récession. Dans l'industrie, la chute de la production est brutale. L'emploi a aussi lourdement encaissé. Ces chiffres soulèvent la crainte que l'économie s'engage dans un cercle vicieux: forte contraction de la production > montée du chômage > chute de la consommation > nouvelle baisse de la production.

Plusieurs signaux sont cependant venus récemment contredire ce scénario (indice ISM, hausse des salaires, ventes au détail). Il nous semble cependant prématuré d'envisager une stabilisation de l'économie au 1<sup>er</sup> trimestre. Le PIB y devrait encore reculer sensiblement : un nouveau recul de la consommation, des investissements privés et des exportations est en effet probable.

Il nous semble cependant prématuré d'envisager une stabilisation de l'économie au 1<sup>er</sup> trimestre. Le PIB y devrait encore reculer de 5,3% en rythme annuel:

- La consommation sera encore mal orientée. Devant la chute sévère de la valeur de leur patrimoine (immobilier et financier), les ménages préféreront encore rehausser leur épargne: le taux d'épargne, qui a grimpé de 0,1% en janvier 2008 à 3,6% en décembre 2008, passera à 4,6% en décembre 2009. La multiplication des saisies d'immeubles et la montée du chômage pèseront aussi sur le moral des ménages.
- Les commandes à l'exportation évoluent défavorablement, comme d'ailleurs les commandes de biens d'investissement. Un nouveau recul significatif des exportations et des investissements peut donc être attendu.
- La chute des permis de bâtir annonce une poursuite du repli dans le secteur de la construction résidentielle.

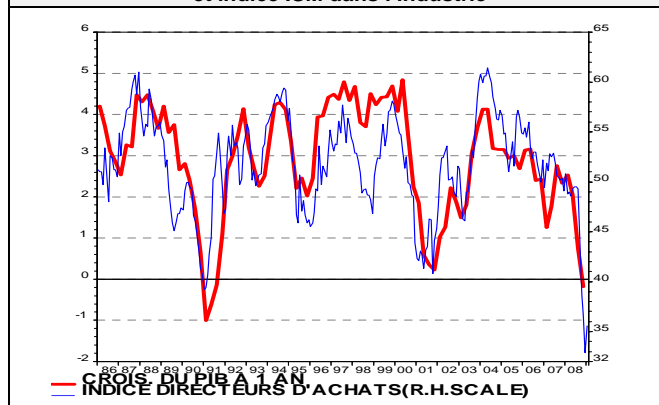
Le PIB se stabilisera au printemps avant de reprendre en douceur durant l'été sous l'effet du plan de relance de grande ampleur. Après une chute rapide, l'équilibre pourrait être atteint dans plusieurs domaines (construction de logement; stocks; ventes de voitures).

La reprise sera cependant laborieuse selon les normes américaines. Ainsi la machine des crédits ne se rétablira que lentement et aucun grand pays n'est en mesure de jouer le rôle de locomotive de l'économie mondiale.

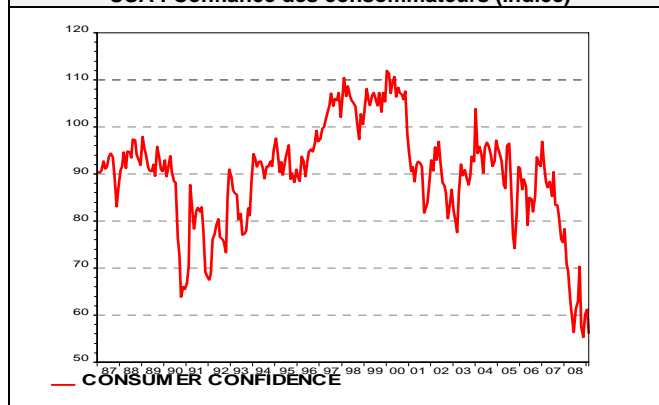
Nous tablons sur une progression du PIB s'élevant à 1,3% en 2008, à -1,7% en 2009 et à 2% en 2010, ce qui est franchement mauvais vu l'expansion démographique s'élevant à environ 1% par an.

L'inflation sera légèrement négative en 2009 (-0,5%). Si le taux d'inflation sera en dessous de zéro, cela ne signifie cependant pas que l'économie plongera dans une véritable déflation. Le taux d'inflation repassera à 1,5% en 2010.

USA: récession inférieure à 2%? Croissance du PIB (à un an) et indice ISM dans l'industrie



USA : Confiance des consommateurs (indice)



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

|                                 | 2008  | 2009  | 2010 |
|---------------------------------|-------|-------|------|
| PIB                             | 1,3   | -1,7  | 2,0  |
| Consommation privée             | 0,3   | -0,9  | 2,0  |
| Investissements des entreprises | 1,8   | -10,7 | -0,9 |
| Construction résidentielle      | -20,8 | -15,9 | 1,2  |
| Exportations                    | 6,5   | -6,5  | 1,3  |
| Importations                    | -3,3  | -6,8  | 2,0  |
| Taux d'inflation                | 3,8   | -0,5  | 1,5  |
| Bal. opér. courantes (% PIB)    | -4,7  | -3,5  | -3,7 |
| Solde budgétaire (% PIB)        | -5,7  | -11,2 | -8,2 |
| Taux d'épargne des ménages      | 1,7   | 4,6   | 4,6  |

## 2. Zone euro: troisième croissance trimestrielle négative d'affilée

Selon une première estimation, le PIB a reculé de 1,5% au quatrième trimestre de 2008 par rapport au trimestre précédent, soit sa baisse la plus forte depuis le début de la publication de cette statistique en 1995. De plus, il s'agit du troisième trimestre consécutif, caractérisé par une croissance économique négative.

Le consommateur dépense moins, comme le montre la baisse du chiffre d'affaires des détaillants et le repli des ventes de voitures. Le marché immobilier connaît des moments difficiles. Durant les derniers mois de 2008, les prix des habitations ont reculé par rapport à l'année précédente. La récession n'est pas la seule à décourager les ménages à acheter une nouvelle habitation ou à conclure de nouveaux emprunts: le durcissement des conditions de crédit des banques a également un impact négatif sur l'évolution de l'octroi des crédits.

Le premier trimestre de 2009 ne promet pas d'être meilleur. L'indicateur du sentiment économique, qui donne un bon diagnostic quant à l'évolution du PIB, a quant à lui plongé en janvier pour atteindre son minimum historique.

Les chefs d'entreprise, en particulier ceux des secteurs de la construction et des services, se sont une fois encore montrés plus pessimistes en janvier.

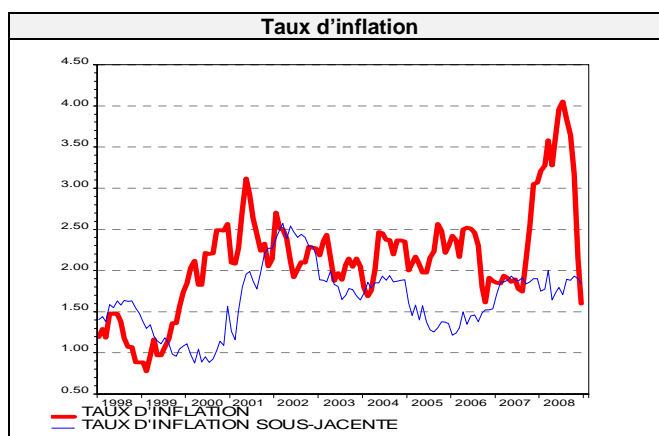
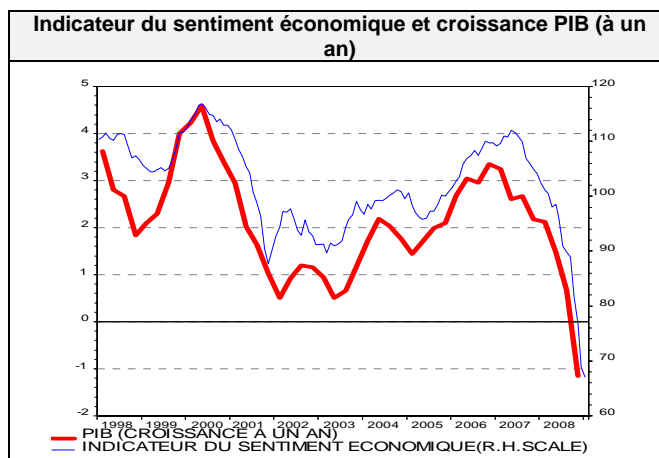
L'indice de confiance des consommateurs a baissé en janvier pour le quatrième mois consécutif, atteignant son niveau le plus bas depuis janvier 1985. Ce mouvement est imputable au pessimisme accru quant à l'évolution du marché du travail, qui est alimenté par les annonces quotidiennes de licenciements. Les statistiques donnent raison aux consommateurs. Entre mars et décembre 2008, le nombre de chômeurs n'a cessé d'augmenter. Le plongeon des prix de l'énergie a poussé l'inflation à la baisse (jusqu'à 1,1% en janvier), mais ceci ne semble pas inciter le consommateur à dépenser davantage.

Durant la première moitié de 2009, l'inflation restera extrêmement faible. Nous prévoyons cependant une remontée de l'inflation à partir de la deuxième moitié de 2009, à la suite d'un effet de base défavorable (en raison d'une forte diminution des prix de l'énergie dans la deuxième moitié de 2008 et de la hausse attendue de celle-ci dans la deuxième moitié de cette année).

La production industrielle continue à s'effriter. Les carnets de commandes moins bien garnis et la diminution des stocks expliquent cette baisse de la production. De ce fait, le taux d'utilisation des capacités de production diminue à la vitesse grand V. Si l'on y ajoute l'effondrement de la confiance des chefs d'entreprise et la crise financière, les investissements des entreprises sont sous pression, ce qui porte préjudice à l'évolution de l'emploi.

Actuellement, ce sont les dépenses publiques qui permettent de limiter les dégâts. Les plans de relance se succèdent dans différents pays de la zone euro. Leurs effets ne seront palpables que durant la deuxième moitié de l'année.

Après une croissance économique négative en 2009, nous nous attendons à partir de 2010 à des chiffres de croissance légèrement positifs.



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

### 3. Matières premières: remontée spectaculaire de l'indice Baltic Dry

Le prix du pétrole (Brent) a fluctué entre fin janvier et la 3<sup>ème</sup> semaine de février à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 39 et 47 dollars le baril.

La récession mondiale tempère la demande de brut, ce qui devrait encore faire baisser les prix. Cette diminution n'a cependant pas encore eu lieu, parce que l'OPEP a réagi énergiquement au recul de la demande en pompant moins de pétrole.

Profitant du bas niveau des prix du brut, les raffineries ont accru leurs stocks. Les stocks américains (hors réserve stratégique) ont grimpé depuis fin décembre. Entre-temps, la demande américaine de produits pétroliers est inférieure à celle de l'année dernière.

Nous ne prévoyons pas de flambée des prix du pétrole dans la première moitié de l'année.

La récession mondiale continuera à peser sur la demande de brut. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) s'attend à ce que la demande mondiale de brut diminue pour la deuxième année consécutive en 2009.

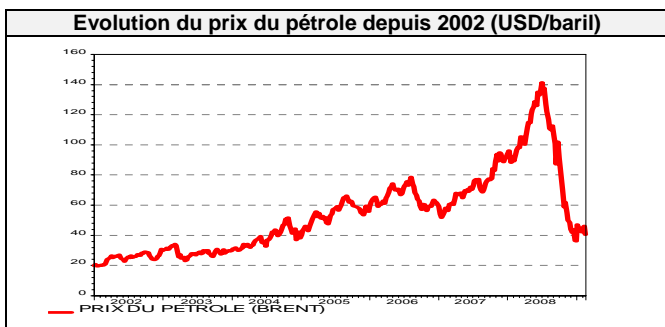
L'OPEP réduira peut-être à nouveau ses quotas de production après sa prochaine réunion qui aura lieu le 15 mars. Toutefois, il est peu probable que de nouvelles limitations de la production fassent rapidement grimper le prix de l'or noir.

La remontée spectaculaire de l'indice Baltic Dry suggère que les baisses de prix les plus importantes sont maintenant derrière nous. L'indice Baltic Dry reflète l'évolution des frais de transport maritime en vrac de matières sèches (comme du minerai de fer, du charbon et des céréales) et est considéré comme un indice précurseur de la demande de matières premières. La hausse de cet indice serait causée par les importations chinoises croissantes de minerai de fer en provenance du Brésil et de l'Australie.

Nous prévoyons une hausse graduelle des prix pétroliers qu'à partir du moment où la conjoncture mondiale donnera des signes d'une reprise timide, c.à.d. dans la deuxième moitié de l'année.

Vu la lente reprise de l'économie mondiale, la demande de brut n'augmentera elle aussi que petit à petit. Les diminutions de la production des pays de l'OPEP ont permis d'alimenter ces derniers mois leur capacité libre de production (selon l'AIE jusqu'à 4,4 millions de barils par jour). De ce fait, la production de pétrole devrait pouvoir suivre aisément l'augmentation attendue de la demande. De plus, les stocks pétroliers sont bien garnis.

A court terme, sur la base de la demande, de l'offre et des stocks, il n'y a aucune raison de craindre une flambée des prix semblable à celle que nous avons connue dans la première moitié de l'année 2008.



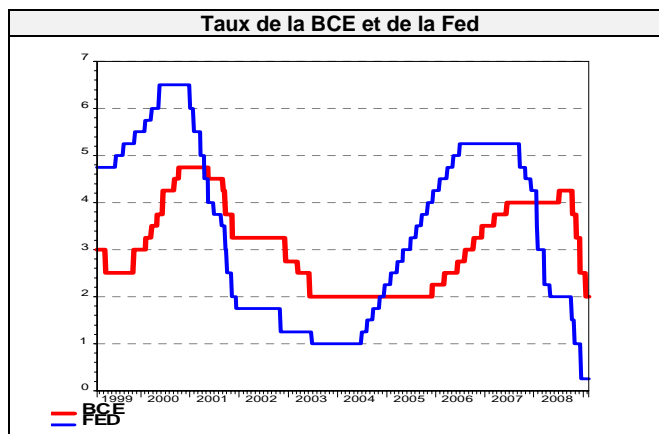
### 4. Taux à court terme

L'extrême tension, régnant sur les marchés financiers, s'est nettement réduite depuis mi-décembre. En fait les marchés sont revenus à la situation de crise prévalant avant le 15 septembre, c.à.d. avant la faillite de Lehman Brothers et le sauvetage spectaculaire de plusieurs grandes institutions américaines. Soulignons qu'avant le 15 septembre, c'était déjà la crise, les marchés sont donc loin d'avoir retrouvé un fonctionnement normal.

Si la phase la plus aiguë de la crise financière semble terminée, on n'est cependant pas encore sorti de l'auberge. De nouveaux soubresauts sont 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. La publication des statistiques les plus récentes ne devrait pas remettre en cause cette décision.

Le taux des Fed funds étant à son plancher, on peut craindre que la Fed devienne impuissante. Elle ne restera cependant pas inactive. Elle achètera massivement des obligations gouvernementales et privées. Cela devrait pousser le coût des crédits pour les ménages et pour les entreprises vers le bas. Afin d'éviter la formation d'une nouvelle bulle, la Fed relèvera ses taux en douceur à partir du début de l'année prochaine.



Après avoir ramené son taux Repo de 4,25% fin septembre à 2% en janvier, la **BCE** a marqué une pause en février. Elle a cependant suggéré que le mouvement de baisse n'est pas terminé et qu'elle réduira son taux Repo en mars.

La pause, marquée en février, peut étonner. Elle signifie qu'elle ne veut pas aller trop vite. Elle signifie aussi qu'elle est réticente à adopter une politique de style Fed (taux 0%; achat d'obligations; ...) et que le mouvement de baisse pourrait approcher de son terme. La BCE a peur de créer une nouvelle bulle en injectant trop de capitaux.

Le mouvement de baisse n'est cependant pas terminé. L'évolution de l'économie en fin d'année 2008 a été franchement mauvaise. La chute de l'inflation est d'ailleurs impressionnante, s'établissant à 1,1% en janvier. Enfin l'encours des crédits a nettement baissé.

Vers une forte baisse alors du taux Repo? C'est loin d'être certain, car dans le passé, elle a déçu plusieurs fois les espoirs de baisse des taux.

## 5. Taux à long terme

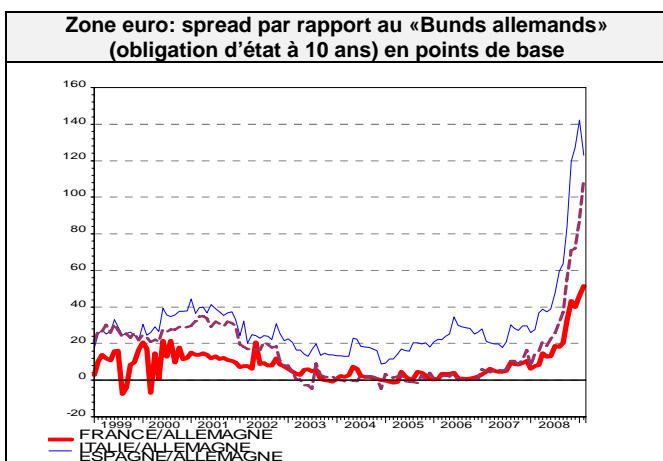
Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans est nettement reparti à la hausse, grimant d'un minimum de 2,21% atteint le 17 décembre à 3,08% actuellement. Soulignons que depuis le début de la crise financière, les marchés sont très volatils.

A l'origine de la hausse récente des taux, il y a plusieurs facteurs:

- La Fed avait suggéré qu'elle allait acheter des obligations du Trésor américain. A ce jour, elle n'a encore rien fait, ce qui a déçu le marché obligataire. Mais après tout, était-il indiqué d'acheter massivement des obligations à 10 ans à un taux proche de 2%? La Fed risquerait alors une perte énorme.
- Des taux trop bas peuvent aussi détourner les investisseurs étrangers (risque de pertes futures). Or ceux-ci sont vitaux.
- Le marché est inondé d'émissions souveraines afin de financer le sauvetage des banques et le plan de relance de l'économie.

En ce qui concerne l'avenir, bien qu'encore volatils, les taux obligataires resteront à un niveau mesuré pendant un certain temps. En effet la Fed n'a pas intérêt à ce que les taux obligataires montent trop fort: cela représenterait un nouvel handicap pour l'économie. De plus une inflation inexistante et un taux directeur proche de 0 devraient limiter les pressions haussières sur les taux.

A moyen terme, le taux des IRS à 10 ans pourrait se tendre modérément.



Le taux des IRS à 10 ans dans la **zone euro** avait été nettement moins volatil qu'aux USA. Cela lui a permis de rester à l'écart du mouvement de hausse noté aux USA: depuis le 17 décembre, le taux des IRS a grimpé de 87 pb aux USA et est descendu de -21 pb dans la zone euro.

Il est vrai que dans la zone, les facteurs, qui ont fait monter les taux Outre-Atlantique, sont absents:

- les besoins financiers des Etats n'ont pas la même ampleur qu'aux USA (plans de sauvetage des banques et de relance de l'économie moins imposants).
- De plus la zone est moins dépendante des investisseurs étrangers vu l'équilibre de sa balance des opérations courantes.
- Enfin il n'y a pas, comme aux USA, les perturbations provoquées par les attentes d'une intervention ou non de la banque centrale sur le marché obligataire.

## 6. Marchés des changes: le dollar profite de son statut de valeur refuge

Depuis début janvier, l'euro a perdu beaucoup de terrain par rapport au dollar américain. Pour diverses raisons, les investisseurs se sont tournés vers le dollar américain et le yen. Le rating de deux pays de la zone euro (l'Espagne et la Grèce) a été revu à la baisse et les spreads entre les taux à long terme dans la zone euro ont augmenté, de sorte que certains milieux financiers remettent en question (à tort) la survie de l'euro. Les problèmes financiers et économiques se succèdent en Europe de l'est. Il s'agit d'une mauvaise nouvelle pour les banques de la zone euro, qui ont consenti davantage de crédits en Europe de l'est que leurs homologues britanniques, américaines et japonaises.

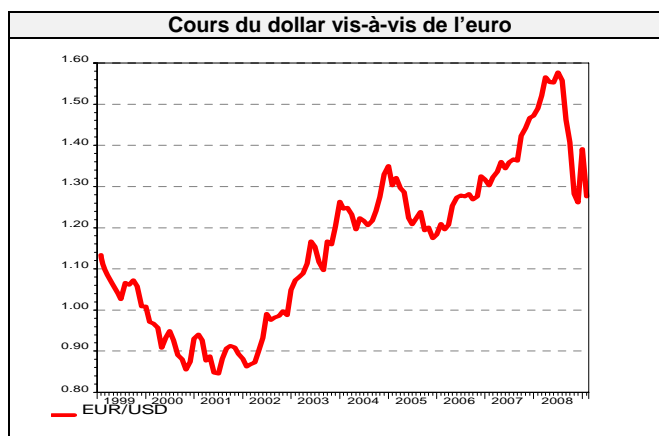
A brève échéance, l'évolution des taux à court terme jouera en faveur du dollar. La Réserve fédérale n'a en effet plus de marge pour abaisser davantage son taux de base. La BCE dispose par contre d'une marge de manœuvre suffisante afin d'assouplir sa politique monétaire. Selon notre scénario de taux, elle le fera durant les prochains mois. Les problèmes économiques et financiers en l'Europe de l'Est continueront également à peser sur le cours de l'euro.

Nous pensons que le dollar continuera à s'apprécier par rapport à l'euro dans la première moitié de l'année.

Sur le plan économique, nous tablons sur une reprise graduelle de la conjoncture à partir du 3<sup>ème</sup> trimestre, tant aux Etats-Unis que dans la zone euro. De ce fait, l'intérêt des spéculateurs pour des investissements présentant davantage de risque augmentera, ce qui réduira l'attrait du dollar en tant qu'instrument de placement.

De plus en 2009 et 2010, le déficit jumeau (déficit budgétaire et déficit du compte courant) sera clairement moins important dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.

Ces éléments devraient soutenir le cours de la monnaie unique. Nous nous attendons dès lors à ce que l'euro augmente en valeur par rapport au dollar dans la deuxième moitié de l'année.



Achévé de rédiger le 20 février 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.