

Mars 2009

## 1. Etats-Unis: le consommateur fait de la résistance

Plusieurs données publiées récemment atténuent quelque peu le pessimisme. L'indice ISM, considéré comme un indice-clé, s'est redressé en janvier et en février. Plus étonnante est l'évolution de la consommation qui déjoue les prévisions très sombres des économistes.

Les économistes étaient très pessimistes quant à l'évolution des dépenses des ménages, vu la déconfiture des bourses, la chute des prix immobiliers (-27,1% par rapport à leur sommet), l'envolée du chômage et les saisies en série d'habitation. Or la consommation a causé la surprise en novembre (+0,3% par rapport au mois précédent), en janvier (+0,6%) et probablement en février (+0% selon nos estimations basées sur les ventes au détail), même si elle avait reculé de 0,5% en décembre. Mais il est vrai que la croissance des salaires (+3,4% en termes réels en février) et l'effondrement des prix pétroliers soutiennent puissamment le pouvoir d'achat. Les crédits à la consommation continuent à croître malgré la crise financière (bien qu'à un rythme lent).

Il est cependant trop tôt pour envisager un retournement de tendance. Au cours des dernières semaines, on a observé en effet une détérioration de plus en plus forte des commandes à l'exportation et des investissements des entreprises. Les entreprises vont aussi encore réduire sensiblement leurs stocks. C'est pourquoi le PIB devrait reculer de 4,5% au 1<sup>er</sup> trimestre par rapport au trimestre précédent et en rythme annuel.

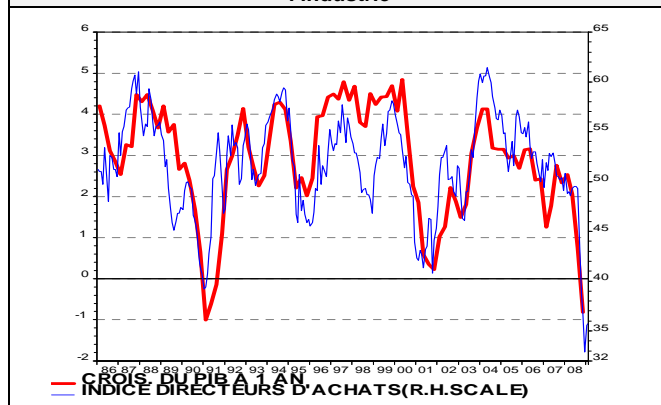
Des signes de stabilisation vont se multiplier durant le 2<sup>ème</sup> trimestre spécialement en ce qui concerne la construction de logement, l'achat de voitures et l'ajustement des stocks.

La reprise sera cependant lente en regard des précédentes sorties de récession.

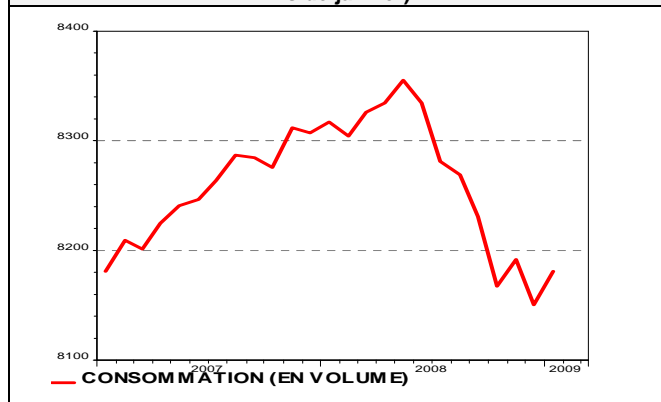
Par rapport à une croissance normale, le PIB aura probablement enregistré un retard cumulé de 9,2% durant la période 2007/2010. Ce retard est plus important que celui noté durant la crise bancaire de 1988/1993. Il aurait pu être encore beaucoup plus élevé s'il n'y avait pas eu les 2 plans de relance (plan Bush et plan Obama).

Le retournement de l'inflation est impressionnant. Le taux d'inflation est revenu d'un maximum de 5,4% en juillet à 0,2% en février. L'inflation sera légèrement négative en 2009 (-0,7%).

USA: croissance du PIB (à un an) et indice ISM dans l'industrie



USA: le consommateur fait de la résistance -consommation (en volume; indice) – chiffre de février pas repris (stable vis-à-vis de janvier)



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

	2008	2009	2010
PIB	1,1	-1,9	2,0
Consommation privée	0,2	-0,9	1,9
Investissements des entreprises	1,7	-12,8	-1,3
Construction résidentielle	-20,7	-16,3	1,2
Exportations	6,2	-9,4	1,1
Importations	-3,4	-8,1	1,5
Taux d'inflation	3,8	-0,7	1,5
Bal. opér. courantes (% PIB)	-4,7	-3,4	-3,5
Solde budgétaire (% PIB)	-5,7	-12,5	-8,2
Taux d'épargne des ménages	1,8	4,6	4,6

## 2. Zone euro: la confiance au plus bas

Le repli de la consommation des particuliers et des investissements a engendré un recul important du PIB de la zone euro (-1,5 % sur une base trimestrielle) au cours du quatrième trimestre de 2008. Mais c'était surtout le commerce extérieur qui a provoqué cette contraction du PIB. Les dépenses publiques ne sont pas davantage parvenues à stimuler l'économie. La hausse des stocks a empêché une baisse plus importante du PIB.

Cette tendance n'est pas en passe de s'inverser, les indicateurs économiques continuant à s'affaiblir au cours des premiers mois de 2009.

En février, l'indicateur du climat économique, qui combine la confiance des consommateurs et des entreprises et constitue un bon indice avancé de l'évolution du PIB, a chuté à son plus bas niveau depuis le début de cette série statistique en janvier 1985.

La confiance des entreprises dégringole encore. Les commandes à l'exportation, les commandes dans le secteur de la construction et les commandes industrielles totales diminuent depuis des mois sans interruption. Après avoir atteint leur plancher en février, tant l'indice des directeurs des achats de l'industrie manufacturière que celui du secteur des services ont légèrement remonté la pente en mars.

Les stocks diminueront probablement fortement au premier trimestre de 2009, ce qui entraînera une nouvelle chute de la production industrielle. Conjuguée à la crise du crédit, cette évolution continuera à peser sur la propension à investir des entrepreneurs.

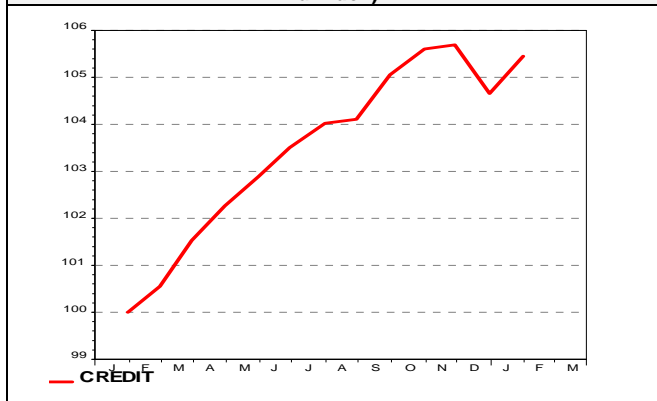
La dépréciation récente de l'euro constitue une bonne nouvelle pour les exportateurs. Ils devront toutefois d'abord attendre la reprise économique aux Etats-Unis et dans les pays émergents asiatiques.

Non seulement les entreprises mais aussi les consommateurs deviennent de plus en plus pessimistes. En février, l'indice de confiance des consommateurs a atteint son niveau le plus bas depuis le début de la série en janvier 1985. Les statistiques du chômage donnent raison aux consommateurs. En janvier 2009, le taux de chômage a progressé à 8,2%, le chiffre le plus élevé depuis septembre 2006.

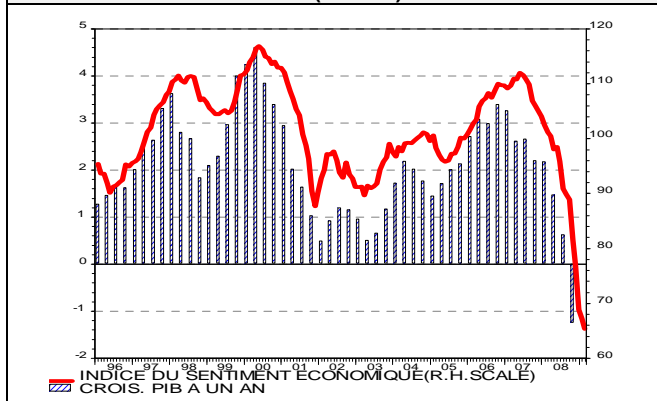
A la suite de la baisse des prix du pétrole, les consommateurs sont devenus récemment plus optimistes à propos des perspectives pour l'inflation. Mais ni les perspectives favorables relatives à l'inflation ni la baisse spectaculaire des taux d'intérêt ne parviennent à les inciter à dépenser davantage.

L'inflation a périclité de 4,06% en juillet 2008 à 1,12% en janvier. En février, elle a légèrement progressé à 1,2%. L'inflation peut continuer à baisser au premier semestre de cette année. Ce n'est qu'à partir du second semestre que nous prévoyons une hausse de l'inflation (à la suite de la dégringolade des prix de l'énergie au second semestre de 2008 et de leur augmentation attendue au second semestre de 2009).

**Zone euro: crédits accordés par les banques aux particuliers et aux entreprises non financières (encours sous forme d'index)**



**Zone euro: indice du sentiment économique et croissance du PIB (à un an)**



**Zone euro: prévisions de croissance du PIB ventilée par trimestre**

	Crois. T/T-1 (en rythme annuel)	Crois. à 1 an
T2 2008	-1,0	+1,5
T3 2008	-1,0	+0,6
T4 2008	-5,8	-1,3
T1 2009	-2,9	-2,9
T2 2009	-0,3	-2,7
T3 2009	+0,9	-2,3
T4 2009	+1,2	-0,3
T1 2010	+1,3	0,8

**Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)**

	2008	2009	2010
PIB	0,8	-2,0	1,2
Consommation privée	0,6	-1,2	0,8
Investissements	0,6	-4,8	0,9
Exportations	1,8	-6,8	1,7
Importations	1,8	-5,2	2,5
Taux d'inflation	3,3	0,8	1,4
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,7	-0,4	-0,3

\*source: Commission européenne

### 3. Matières premières: l'OPEP n'a pas réduit à nouveau sa production

Les marchés des matières premières se trouvent toujours entre deux feux, de sorte qu'ils réagissent aux nouvelles de manière capricieuse. D'une part, les indicateurs extrêmement médiocres continuent à confirmer le malaise économique mondial et donc les perspectives peu enthousiasmantes relatives à la demande de matières premières. D'autre part, les marchés espèrent des plans dynamiques de stimulation de l'économie de la part des pouvoirs publics. Ils guettent surtout la Chine, qui pourrait endosser le rôle de locomotive de l'économie mondiale.

Depuis septembre 2008, l'OPEP a fortement réduit sa production de pétrole. Elle est ainsi parvenue à arrêter la chute du prix de l'or noir, malgré la glissade de la demande de pétrole et la hausse des stocks de pétrole. Après sa réunion du 15 mars, l'OPEP n'a pas changé ses quotas.

Au cours des prochains mois, une nouvelle réduction de la production par l'OPEP n'est pas exclue. Le cartel pétrolier vise en effet un prix compris entre 60 et 80 dollars le baril. Toutefois, il est peu probable que de nouvelles limitations de la production fassent grimper les prix de l'or noir à ce niveau. La demande de pétrole brut reste trop faible suite à la récession mondiale. L'Agence internationale de l'énergie (A.I.E.) s'attend à ce que la demande mondiale de brut diminue pour la deuxième année consécutive en 2009. En outre, les stocks de pétrole sont à un bon niveau dans les pays consommateurs de pétrole.

Une nouvelle vague de pessimisme économique-financier peut même infléchir une nouvelle fois les prix du baril. A court terme, les prix du pétrole et des autres matières premières peuvent donc rester très capricieux.

Ce n'est qu'à l'automne, lorsque la conjoncture mondiale donnera les premiers signes selon lesquels le pire de la crise est passé que nous attendons une augmentation progressive des prix du pétrole.

Ce n'est pas tant la demande croissante des pays consommateurs de pétrole qui induira cette hausse des prix mais bien les investisseurs spéculatifs (qui anticiperont une meilleure conjoncture économique et donc une augmentation de la consommation de pétrole en 2010).

Etant donné que la demande de pétrole brut ne croîtra que progressivement et qu'en outre, elle pourra être compensée sans problème par l'importance des stocks, les prix ne s'envoleront pas.

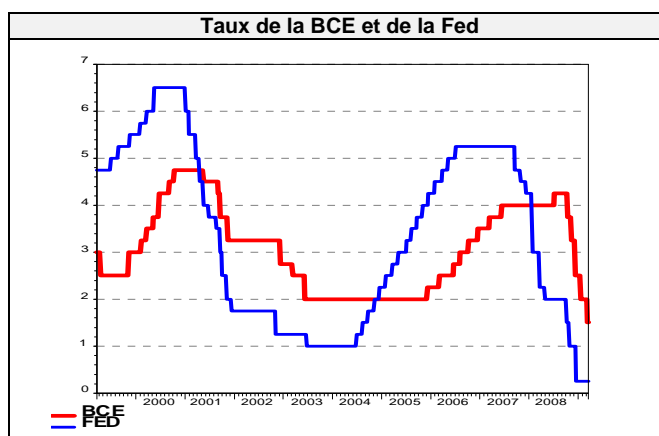
De plus, après les dernières baisses de production, les capacités de production libres des pays de l'OPEP sont en hausse. Ils pourront ainsi répondre facilement à la reprise prévue de la demande de brut ou compenser sans problème des interruptions inattendues de la production.

### 4. Taux à court terme

Depuis mi-février, un nouvel accès de fièvre touche le système bancaire. Cette tension est ensuite en partie retombée. Cette reprise de la tension ne s'est pas propagée aux spreads de taux à court terme, qui sont relativement stables aux USA et sont en baisse continue en Europe.

De nouvelles secousses pourraient survenir suite à la survenance de nombreuses faillites d'entreprises non financières et de problèmes dans les compagnies d'assurances, dans les systèmes bancaires des pays d'Europe de l'Est ou dans les hedge funds. Quelques éléments permettent de limiter le pessimisme: Le Trésor américain et la Fed ont commencé à acheter toute une série de titres privés, ce qui a fait remonter leurs cours et limiter les pertes des banques. De plus les crédits aux particuliers et aux entreprises ne diminuent pas vraiment tant aux USA que dans la zone euro.

La Fed a abaissé son taux directeur à 0% / 0,25% à mi-décembre. Son président a récemment déclaré qu'elle relèvera ses taux quand l'économie amorcera un redémarrage. Elle ne souhaitera probablement pas renouveler l'erreur qu'elle avait commise en 2003/2004 lorsqu'elle avait maintenu son taux directeur trop longtemps à un niveau trop bas. Ce relèvement interviendra à partir de la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2010.



Après avoir marqué une pause en février, la BCE a abaissé en mars son taux directeur de 50 pb pour le ramener à 1,5%. En octobre, ce taux s'élevait à encore 4,25%. Elle a admis l'ampleur de la récession. Elle a laissé entrevoir de nouvelles réductions. Elle hésite cependant sur l'ampleur des baisses futures. Son Conseil donne l'impression d'être divisé.

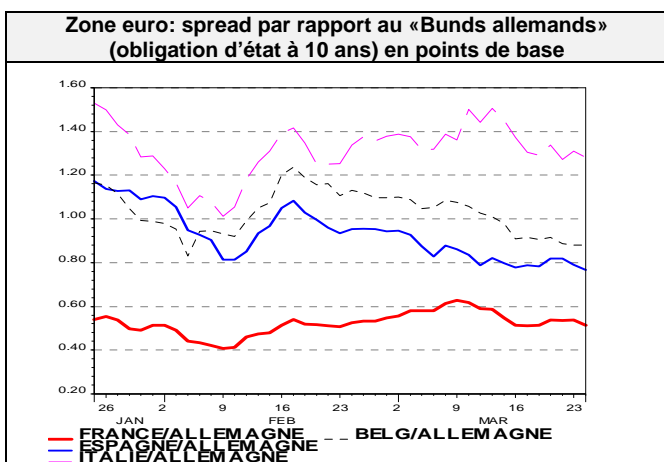
La pause, marquée en février, peut étonner. Elle signifie qu'elle ne veut pas aller trop vite. Elle signifie aussi qu'elle est réticente à adopter une politique de style Fed (taux 0%; achat d'obligations; ...) et que le mouvement de baisse pourrait approcher de son terme. La BCE a peur de créer une nouvelle 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 1,2% en février. 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 USA**, la volatilité du taux des IRS à 10 ans a persisté, ce taux fluctuant entre un minimum de 2,78% et un maximum de 3,32% depuis début février. Le 18 mars, le marché a été bousculé par l'annonce par la Fed qu'elle allait acquiescer durant les 6 prochains mois des obligations du Trésor pour l'équivalent de 300 milliards de dollars.

En ce qui concerne l'avenir, 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. Par ailleurs 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.



**Dans la zone euro**, le taux des IRS à 10 ans est descendu de 5% en juillet 2007 à 3,55% actuellement. Dans cette descente, il a emprunté un schéma moins volatil que son correspondant américain.

Récemment il n'a pas réagi outre-mesure à la réduction du taux de la BCE, à la dégradation marquée de la conjoncture dans la zone ou à la décision de la Fed d'acheter des obligations du Trésor américain.

Durant les prochains mois, le mouvement de baisse des taux obligataires se poursuivra. La BCE réduira en effet encore ses taux et la conjoncture sera sombre durant les prochains mois. Le potentiel de baisse est cependant réduit en regard du minimum historique de 3,2%, établi en septembre 2005.

A moyen terme, nous tablons sur un léger raidissement des taux, quand la crise financière s'éloignera.

Les spreads entre les taux obligataires des différents pays de la zone euro ont monté après l'éclatement de la crise financière. Ainsi les spreads entre obligations allemandes d'une part et obligations italiennes (128 pb), belges (88 pb), espagnoles (76 pb), autrichienne (97 pb) et irlandaise (225 pb) d'autre part ont augmenté. Ces spreads se tendent habituellement lors d'une détérioration de la conjoncture ou lors de l'éclatement d'une crise internationale. La crise immobilière en Espagne a aussi joué un rôle, comme la dégradation de son rating. L'exposition de l'Autriche aux banques de l'Europe de l'Est pose problème. Ces spreads sont récemment redescendus pour atteindre un niveau moins exagéré.

## 6. Marchés des changes: l'euro rebondit

L'appréciation du dollar américain, observée depuis début janvier, s'est brusquement arrêtée après la décision de la Fed, le 18 mars, d'acheter des obligations du Trésor américain. En effet cette décision a provoqué un plongeon des taux obligataires aux USA, rendant les placements aux USA moins attractifs pour les investisseurs et provoquant une chute du dollar. Depuis début mars, l'euro a ainsi grimpé de 1,26 par rapport au dollar à 1,35 actuellement. Cette dépréciation du billet vert est probablement exagérée et le dollar pourrait à nouveau s'apprécier dans une certaine mesure:

- La devise américaine profitera en effet de son statut de valeur refuge en ces temps d'incertitude. Le rating de l'Espagne et de la Grèce a déjà été revu à la baisse en janvier. Il n'est pas exclu que d'autres pays de la zone euro subissent le même sort. Cette évolution, conjuguée à la hausse des différentiels entre les taux obligataires au sein de la zone euro, exercera une tension sur le cours de la devise unitaire européenne. Les problèmes économiques et financiers en Europe de l'Est constituent une mauvaise nouvelle pour les banques de la zone euro, qui ont consenti davantage de crédits à Europe de l'Est que leurs homologues britanniques, américains et japonais.
- L'évolution des taux à court terme jouera aussi en faveur du dollar. Contrairement à la BCE, la Réserve fédérale n'a plus de marge pour continuer à baisser son taux de base. Selon notre scénario de taux, la Banque centrale européenne diminuera encore son taux repo.

Toutefois à partir de l'automne, nous tablons sur une légère appréciation de l'euro par rapport au dollar. Tant aux Etats-Unis que dans la zone euro, les signaux se multiplient qui suggèrent que la récession aura atteint son niveau le plus bas et qu'une reprise progressive de la conjoncture s'annonce. De ce fait, l'intérêt des spéculateurs pour des investissements présentant davantage de risques (comme les matières premières ou les devises des pays émergents) augmentera, ce qui réduira l'attrait du dollar en tant qu'instrument de placement.

De plus, le déficit jumeau (déficit budgétaire et déficit du compte courant) sera clairement moins important dans la zone euro cette année et l'an prochain qu'aux Etats-Unis.

Le dollar américain a également été chahuté par rapport au **yen japonais**. Durant les prochains mois, l'affaiblissement du dollar vis-à-vis du yen pourrait être freiné par l'évolution très sombre de l'économie japonaise. De plus en raison du malaise économique, les autorités japonaises ne répugnent pas à un fléchissement du yen, ce qui limite le potentiel d'appréciation éventuel de la devise japonaise.



Achevé de rédiger le 25 mars 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.