

Novembre 2009

**1. Etats-Unis: ni un L, ni un U, ni un W**

L'économie continue à surprendre déjouant les scénarios catastrophes émis en début d'année. Le PIB a progressé de 2,8% au 3<sup>ème</sup> trimestre par rapport au trimestre précédent et en rythme annuel. La consommation a rebondi malgré la montée du chômage, le recours moindre au crédit et la vague de saisies immobilières.

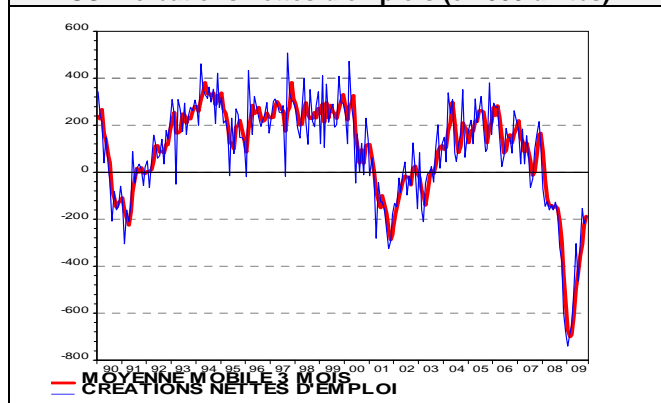
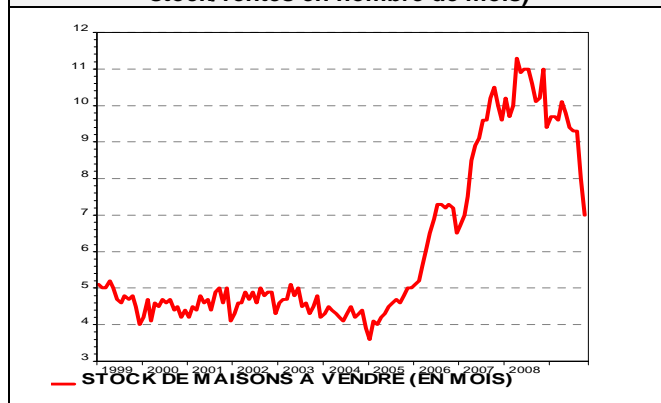
Cette reprise ne sera-t-elle qu'un feu de paille? Plusieurs éléments permettent de répondre négativement à cette question:

- L'indice-clé établi par l'ISM a grimpé en octobre à un excellent niveau.
- La consommation a poursuivi son redressement en octobre.
- La construction de logement et plus généralement le secteur immobilier résidentiel vont mieux.
- Les mouvements sur les stocks des entreprises pourraient apporter une contribution importante et positive à l'économie au 4<sup>ème</sup> trimestre 2009 et au 1<sup>er</sup> trimestre 2010.
- La productivité s'envole depuis le début de la crise. Toutefois ce rythme élevé de hausse de la productivité n'est pas tenable à moyen terme, ce qui signifie qu'il y aura moins de restructurations importantes et moins de pertes d'emploi.

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 pourrait arrêter l'ascension du chômage et réduire 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. Plusieurs éléments freineront cependant la reprise: la réduction des déficits budgétaires et la normalisation des taux d'intérêt. De plus 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.

Dans ce contexte, les scénarios d'une reprise en forme de L, de U et de W sont 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 2,4% en 2010, ce qui est loin d'être brillant, parce que traditionnellement une récession est suivie par une forte reprise de l'économie, ce qui ne sera pas le cas.

La déflation est en train de disparaître et fera place à l'inflation d'ici la fin de l'année. Le taux d'inflation sera probablement proche de 2% en décembre. Toutefois l'inflation restera largement sous contrôle.

**USA: créations nettes d'emplois (en 000 unités)****USA : stock de maisons existantes à vendre (ratio stock/ventes en nombre de mois)****Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)**

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

## 2. Zone euro: l'expansion économique reste sur les rails à l'issue de la récession

Selon une première estimation, le PIB de la zone euro a progressé de 0,4% au troisième trimestre par rapport au deuxième, marquant la fin de la récession qui a duré plus d'une année.

Au quatrième trimestre, la reprise économique s'est poursuivie. L'indicateur du sentiment économique, qui combine la confiance des consommateurs et celle des chefs d'entreprise et indique de manière fiable quelle sera l'évolution du PIB, a grimpé en octobre pour le septième mois consécutif, atteignant son niveau le plus élevé depuis septembre 2008.

La confiance des consommateurs et des entrepreneurs continue à grimper sans interruption.

Les consommateurs restent cependant sombres en ce qui concerne l'évolution future du chômage. Cette attitude n'est pas étonnante, étant donné que le taux de chômage a augmenté à 9,7% en septembre, soit son niveau le plus haut depuis janvier 1999.

Outre le chômage en hausse, la crainte d'une augmentation des impôts en raison des déficits budgétaires croissants incite les consommateurs à mettre davantage d'argent de côté, par mesure de prudence. Le taux d'épargne des ménages de la zone euro s'est renforcé au deuxième trimestre 2009 à 16,5%, soit son niveau le plus élevé en plus de 10 ans.

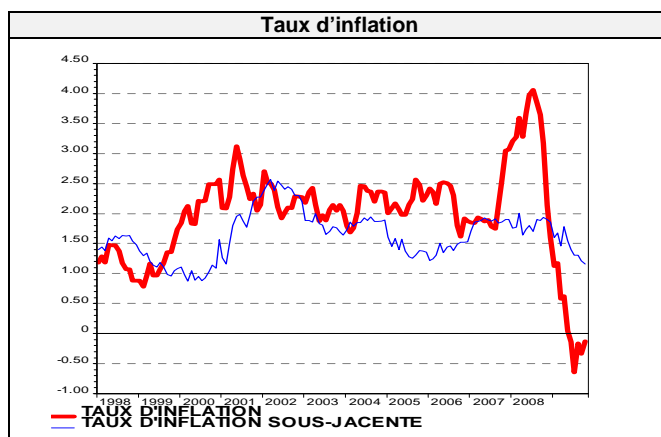
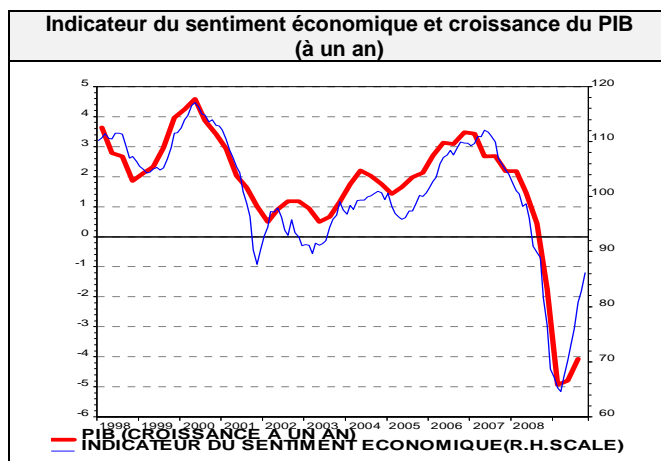
L'attitude prudente des consommateurs se reflète également dans la baisse des ventes au détail. Si la consommation des ménages résiste assez bien, c'est uniquement grâce aux ventes de voitures, soutenues par les primes à la casse. L'année prochaine cependant, elles auront une influence moindre sur la consommation.

La confiance croissante des chefs d'entreprise est due à la reprise de la production industrielle et à l'évolution favorable des carnets de commande.

Les indices des directeurs des achats suggèrent une expansion des activités tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur des services.

La récession semble bien avoir touché à sa fin dans la zone euro, mais ce n'est certainement pas encore le cas de la crise du crédit. Selon une étude de la BCE, les banques ont à nouveau resserré les conditions d'octroi de crédits aux entreprises au troisième trimestre, mais dans une moindre mesure toutefois qu'au deuxième trimestre. On a simultanément assisté à une demande moindre de crédits, notamment en raison de la réduction des investissements des entreprises.

L'inflation a progressé de -0,33% en septembre à -0,13% en octobre. Nous prévoyons le retour à une inflation supérieure à 0% à partir du mois de novembre.



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2008	2009	2010
PIB	0,6	-3,9	1,5
Consommation privée	0,3	-1,0	0,8
Investissements	-0,6	-10,0	1,3
Exportations	1,0	-14,5	3,2
Importations	1,0	-12,1	3,3
Taux d'inflation	3,3	0,3	1,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-1,5	-0,9	-0,7

### 3. Matières premières: les prix restent élevés, tout comme les stocks

En octobre, le prix du Brent a progressé de 8,5% par rapport à septembre et a pratiquement atteint le seuil des 80 dollars le baril. Le West Texas Intermediate américain a même fluctué temporairement au-dessus de ce seuil.

Les fondamentaux ne justifient pas une poursuite de l'envolée des cours pétroliers à court terme. En effet aux Etats-Unis, tant les stocks commerciaux de pétrole, que les stocks stratégiques et ceux de produits raffinés (comme le diesel et le mazout de chauffage) sont encore légèrement plus importants qu'il y a un an. Il n'y a pas qu'aux États-Unis que les stocks pétroliers sont importants: c'est le cas aussi dans les pays de l'OCDE.

Au niveau mondial, l'offre et la demande d'or noir sont aussi en équilibre.

Nous ne serons dès lors pas confrontés à un déficit de l'offre de brut durant les prochains mois. L'OPEP est d'ailleurs prête à augmenter son quota lors de sa prochaine réunion, le 22 décembre, si la reprise économique se confirme, si les prix restent élevés et si les stocks pétroliers diminuent. Vu les cours pétroliers élevés, la tentation est grande pour elle d'ouvrir davantage les vannes. Ces derniers mois, les pays de l'OPEP ont respecté moins strictement les quotas de production convenus et, en août, septembre et octobre, ils ont pompé davantage que le mois précédent. Les pays non membres de l'OPEP ont eux aussi accru leur production.

L'OPEP dispose encore d'une capacité de production libre (5,7 millions de barils par jour en octobre) pour répondre à la demande accrue de brut. La croissance de la demande d'or noir restera cependant modérée; selon l'AIE, elle fléchira de 1,7% en 2009 et augmentera dans la même proportion en 2010.

Des facteurs politiques peuvent également provoquer un arrêt de la progression des cours. Au Nigeria, les factions rebelles ont annoncé un cessez-le-feu. Si cet accord ne reste pas lettre morte, la production nigérienne de pétrole, qui a été très fortement freinée ces dernières années en raison des violences dans la région pétrolière, pourrait à nouveau augmenter.

La spéculation persistante continuera probablement à influencer à court terme la direction des cours pétroliers. Il est difficile de déterminer si ces derniers augmenteront au même rythme en 2010. Les spéculateurs surestiment probablement l'expansion économique et la demande de matières premières. De plus, les banques centrales injecteront moins de liquidités sur le marché l'année prochaine et commenceront à relever leur taux de base, ce qui découragera la spéculation sur les marchés des matières premières et pourrait déclencher une correction à la baisse des prix.

A très long terme, les cours pétroliers pourraient renouer avec la tendance haussière entamée depuis plusieurs années. En effet dans cet horizon, l'offre éprouvera davantage de difficultés à satisfaire la demande croissante de brut, en raison de l'épuisement des champs pétroliers.

### 4. Taux à court terme

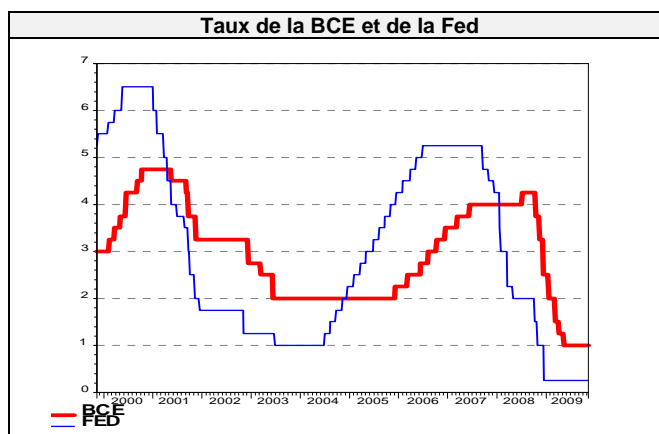
Avec les signes de plus en plus nombreux de redécollage de l'économie, les marchés commencent à s'inquiéter d'un possible relèvement du taux directeur de la Fed. Lors de sa réunion du 5 novembre, la Fed a calmé ces craintes en réaffirmant son engagement de maintenir son taux directeur à un niveau exceptionnellement bas pour un certain temps.

Elle a par contre commencé à réduire voire supprimer certains de ses programmes d'injections massives de liquidité.

Après la dernière réunion de la Fed, les attentes des marchés ont nettement évolué vers le bas: ils n'attendent plus un relèvement du taux directeur avant le dernier trimestre 2010.

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

- Réduire les injections massives de liquidité (y compris les achats de titres obligataires) et cela en douceur afin d'éviter de provoquer une montée des taux malvenue sur les marchés.
- Relever ensuite son taux directeur vers un niveau plus normal. La Fed attendra qu'elle soit certaine que la reprise soit bien engagée avant de relever ce taux.



A l'issue de sa réunion de début novembre, la BCE a changé dans une certaine mesure de ton. Elle a suggéré que toutes les mesures de soutien massif au système financier ne seront plus nécessaires. Elle agira vraisemblablement en 3 étapes:

- Elle réduira d'abord les apports massifs de liquidité aux banques.
- Ensuite elle poussera l'EONIA et l'euribor au dessus du taux directeur. Rappelons que d'une manière étonnante, la BCE avait poussé ces deux taux très en dessous de son taux directeur qui reste fixé à 1% (ainsi par exemple l'euribor à 1 mois s'élève à 0,44% actuellement).
- Enfin lorsqu'elle sera certaine que l'économie est sortie du tunnel, elle relèvera son taux directeur. Cela se produirait au plus tôt après la publication en juin 2010 des données relatives à l'évolution du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre 2010 qui montrerait que la reprise de l'économie n'est pas fragile.

## 5. Taux à long terme : le taux des IRS à 10 ans de la zone euro fluctue entre 3,38% / 3,85% depuis mi-mars

**Aux Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans est remonté de 3,32% le 1<sup>er</sup> octobre à 3,41% le 25 novembre.

Durant les 12 prochains mois, une tendance haussière peut-être attendue. La Fed réduira en douceur les énormes excédents de liquidités et procédera à un relèvement de son taux directeur (actuellement à 0% / 0,25%) à la fin de l'été prochain. La méfiance des investisseurs internationaux envers le dollar et envers les obligations américaines pourrait aussi exercer une certaine pression haussière sur les taux. Enfin le financement de l'important déficit budgétaire sera assez indigeste pour le marché.

Il n'empêche que malgré le relèvement attendu à la fin de l'été prochain, les taux de la banque centrale resteront encore fort bas et la courbe des taux très ascendantes, ce qui limitera la montée des taux obligataires (une courbe des taux fortement ascendante incitant des investisseurs à emprunter des fonds à court terme pour les placer sur le marché obligataire). De plus l'inflation sera aussi inférieure à 2% l'année prochaine. 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 passé de 3,40% le 1<sup>er</sup> octobre à 3,47% le 25 novembre, suivant la hausse de son correspondant américain. Le PIB a certes rebondi durant l'été mais les perspectives demeurent peu enthousiasmantes.

Soulignons que le taux des IRS à 10 ans fluctue dans une fourchette étroite (3,38% / 3,85%) depuis mi-mars. Il est donc nettement moins volatil que son correspondant américain.

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. Cette tendance à la hausse des taux sera cependant tempérée par la faiblesse de l'inflation (1,1% attendu en 2010) et par l'appréciation de l'euro, qui réduit la marge de manœuvre de la BCE.

## 6. Marchés des changes: fluctuations

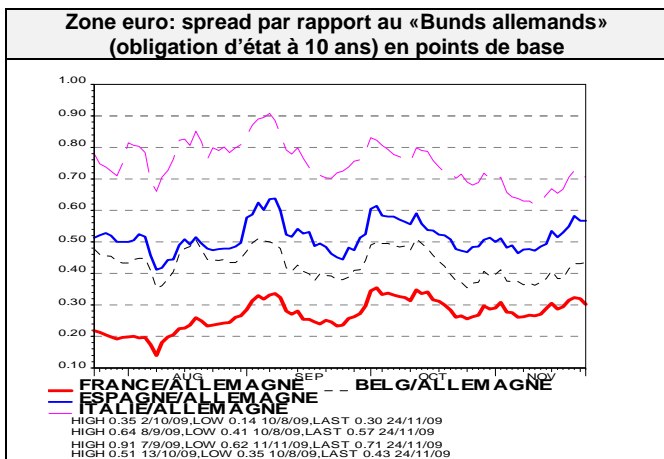
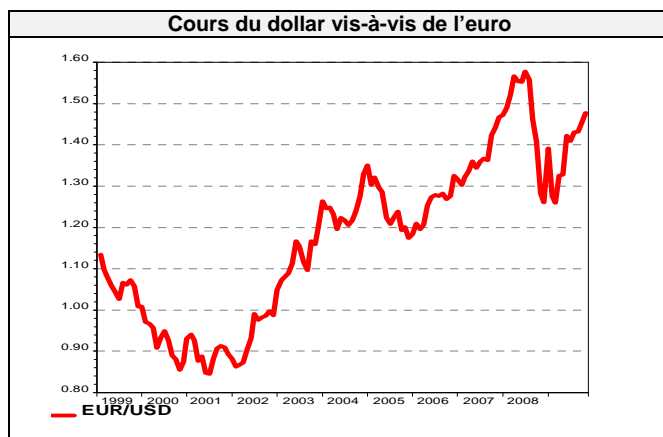
Les marchés des changes ont connu une évolution capricieuse ces dernières semaines, vu l'incertitude qui domine actuellement sur les marchés des changes.

A court terme, l'euro pourrait se maintenir au-dessus de 1,50 dollars. A mesure que la reprise économique se confirmera dans les mois à venir, l'appétit pour le risque augmentera, ce qui stimulera les investissements dans les devises générant un rendement plus élevé. On assiste ainsi à des emprunts massifs en dollars, ensuite réinvestis en devises offrant un taux plus élevé (comme l'euro et le dollar australien). Ces « carry trades » dopent dès lors le cours de ces devises par rapport au dollar.

Nous nous attendons toutefois à ce que le dollar regagne du terrain par rapport à l'euro dans le courant de l'année prochaine. Une correction à la baisse des prix des matières premières pourrait aller de pair avec une progression du billet vert.

L'économie américaine croîtra aussi plus fortement que celle de la zone euro en 2010. Ceci pourrait réveiller les spéculations quant à un relèvement plus rapide par la Réserve fédérale de son taux directeur, par rapport à la BCE. Enfin, le différentiel de taux à long terme américain et européen s'élargira, ce qui représente un avantage supplémentaire pour le dollar.

La reprise du dollar sera cependant progressive. Selon notre scénario, la BCE emboîtera le pas à la Fed en ce qui concerne la hausse du taux directeur. Le déficit du budget et celui de la balance commerciale resteront plus importants aux Etats-Unis qu'en Europe.



Achevé de rédiger le 25 novembre 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.