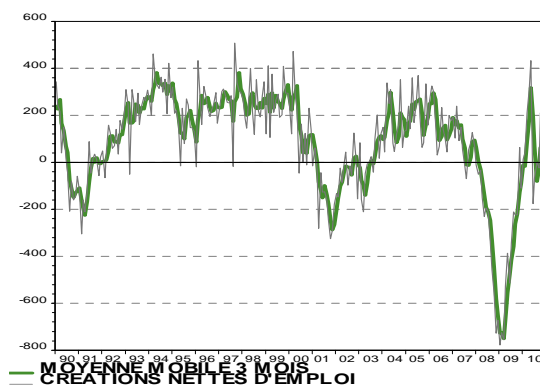
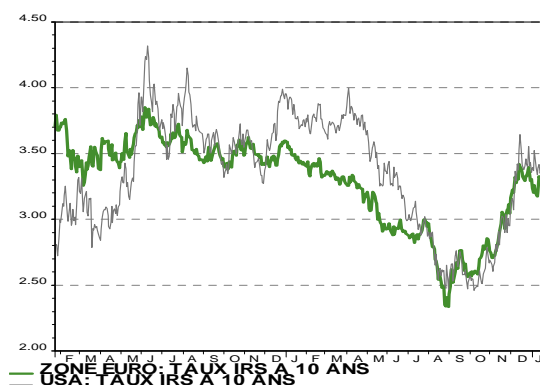




## Table des matières

<a href="#">Prévisions économiques et financières</a>	<a href="#">2</a>
<a href="#">Synthèse</a>	<a href="#">3</a>
<a href="#">Matières premières: conditions météorologiques et spéculation font grimper les prix</a>	<a href="#">7</a>
<a href="#">Europe de l'Est: la politique budgétaire du gouvernement hongrois est sous le feu de la critique</a>	<a href="#">9</a>
<a href="#">Inde: une inflation pas encore contenue</a>	<a href="#">11</a>
<a href="#">Etats-Unis: baisse d'impôts, hausse de l'épargne?</a>	<a href="#">12</a>
<a href="#">Zone euro: l'économie a clôturé 2010 en beauté</a>	<a href="#">14</a>
<a href="#">Royaume-Uni: contraction surprenante du PIB</a>	<a href="#">17</a>
<a href="#">Suisse: la croissance se stabilise</a>	<a href="#">19</a>
<a href="#">Marché monétaire: la BCE durcit quelque peu de ton</a>	<a href="#">20</a>
<a href="#">Marché obligataire: influence temporaire des achats d'obligations par la Fed sur les taux</a>	<a href="#">22</a>
<a href="#">Marché des changes: les paroles de JC Trichet pousse l'euro vers le haut</a>	<a href="#">26</a>
<a href="#">Marchés des actions: base solide pour une reprise?</a>	<a href="#">27</a>

**Matières premières: l'explosion des prix des denrées alimentaires devient inquiétante (indice CRB depuis 1950)**

**USA: créations nettes d'emplois (engagements moins licenciements; en 000 unité)**

**Taux des IRS à 10 ans aux USA et dans la zone euro**


Prévisions de Dexia Banque*	PIB (crois. à un an)			Taux d'inflation			Balance des opérations courantes (en% du PIB)		
	2009	2010*	2011*	2009	2010*	2011*	2009	2010*	2011*
USA	-2,6	2,9	2,6	-0,3	1,6	1,9	-2,7	-3,3	-3,7
Zone euro	-4,0	1,7	1,4	0,3	1,6	2,1	-0,6	-0,5	0,2
Allemagne	-4,7	3,6	2,4	0,3	1,1	1,6	-	-	-
France	-2,5	1,5	1,5	0,1	1,5	1,9	-	-	-
Italie	-5,1	1,1	1,3	0,8	1,5	2,1	-	-	-
Espagne	-3,7	-0,2	0,7	-0,3	1,8	2,5	-	-	-
Belgique	-2,7	2,1	1,6	0,0	2,2	2,7	-	-	-
Royaume-Uni	-4,9	1,4	1,6	2,2	3,3	3,1	-1,7	-1,9	-1,4
Suisse	-1,5	2,7	1,9	-0,5	0,7	0,7	8,7	10,2	10,9
Japon	-5,2	2,9	1,5	-1,4	-0,8	-0,5	2,8	3,4	3,2
Corée du Sud	0,2	6,0	4,2	2,8	3,0	3,0	5,1	2,7	1,8
Thaïlande	-2,3	7,8	4,2	-0,9	3,2	3,0	8,3	4,0	3,2
Chine	9,1	10,3	9,1	-0,7	3,3	3,0	6,0	5,4	4,5
Taiwan	-1,9	9,5	4,0	-0,9	1,0	1,8	11,4	9,0	6,8
Singapour	-1,3	14,6	4,8	0,6	2,6	2,6	17,8	18,0	16,5
Inde	7,8	9,0	8,8	2,1	9,4	7,5	-2,1	-2,5	-2,5
Brésil	-0,2	7,5	4,5	4,9	4,8	5,2	-1,5	-2,5	-3,2
Pologne	1,7	4,0	3,7	3,8	2,7	3,2	-2,2	-3,1	-3,5
Tchèque	-4,0	2,3	2,4	1,0	1,4	2,4	-1,0	-2,8	-3,0
Hongrie	-6,5	1,1	2,4	4,2	4,9	3,9	-0,4	1,3	-0,9
Russie	-7,9	3,6	4,0	11,7	7,8	8,3	3,9	4,6	3,0
Le monde	-1,9	3,9	3,3	0,8	2,4	2,5	-	-	-

## Synthèse:

### Matières premières: conditions météorologiques et spéculation font grimper les prix

Les prix des matières premières ont de nouveau connu une année mouvementée. L'indice CRB, qui combine les prix de 19 matières premières, a augmenté de 30% en 2010. Différents facteurs sont à la base de la hausse des prix des matières premières : une forte demande physique, une offre insuffisante, des perspectives de production moins favorables, une baisse des stocks et la spéculation des investisseurs institutionnels (comme les fonds spéculatifs et les fonds de pension).

Ces dernières semaines, le prix du pétrole brut (Brent) a continué son ascension vers la barre des 100 dollars.

Cette situation était la conséquence de l'hiver rigoureux en Europe et sur la côté Est des Etats-Unis, de l'appétit vorace d'énergie de la Chine et de la fermeture d'un important oléoduc en Alaska.

En outre, les indicateurs économiques positifs aux Etats-Unis attisent la perspective d'une hausse plus forte de la demande mondiale de pétrole brut, ce qui attire les spéculateurs.

Entre-temps, les stocks commerciaux américains de pétrole (donc sans les réserves stratégiques) ont diminué depuis le début novembre. Mais cette baisse n'est pas dramatique, parce que les stocks commerciaux atteignent toujours un niveau normal. De plus, les réserves stratégiques américaines de pétrole beaucoup plus conséquentes sont à peine inférieures à leur niveau record de début 2010. Aux Etats-Unis, les stocks de diesel, mazout de chauffage et essence ont nettement augmenté ces dernières semaines.

L'OPEP, qui assure 40% de la production mondiale de pétrole, a encore suffisamment de capacités inutilisées pour pomper davantage de pétrole en cas de besoin. Mais tant le Koweït que l'Iran (qui préside actuellement le cartel pétrolier) ne voient pas de raison, malgré les prix du pétrole actuellement élevés, de convoquer une réunion extraordinaire de l'OPEP et d'augmenter les quotas de production. Entre-temps, plusieurs pays de l'OPEP (dont l'Arabie Saoudite) extraient graduellement plus de pétrole. Après la fin de l'hiver, la demande de carburants diminuera probablement temporairement et la pression à la hausse sur les prix du pétrole pourra retomber.

Les prix des matières premières en général et les prix du pétrole en particulier seront essentiellement dictés par l'évolution de l'économie mondiale. Et comme cette dernière croîtra moins fortement cette année que l'année dernière, nous prévoyons que le prix moyen du pétrole affichera une hausse moins marquée en 2011 qu'en 2010.

### Etats-Unis: baisse d'impôts, hausse de l'épargne?

Le pessimisme a cédé à nouveau sa place à l'optimisme. Après un 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> trimestre peu brillants, la conjoncture s'est améliorée en fin d'année. Cette accélération se poursuivra au 1<sup>er</sup> trimestre avec la récente décision de réduction des impôts représentant 1,3% du PIB.

L'amélioration de la conjoncture sera cependant en 2011 limitée, car les américains profiteront probablement de cette réduction d'impôts pour rembourser leur énorme endettement et augmenter ainsi leur épargne, comme lors

des deux précédentes baisses d'impôts. De plus la confiance des ménages reste franchement mauvaise alors que le chômage ne semble pas vraiment entamer sa décline. Les prix immobiliers resteront déprimés pendant encore pas mal de temps, vu la poursuite des saisies en masse d'habitations. Enfin la remontée des taux obligataires ne constitue pas une bonne nouvelle.

La croissance exubérante des pays émergents soutiendra cependant l'économie américaine, comme d'ailleurs celle des bénéficiaires des entreprises, ce qui les incite à investir à nouveau.

Depuis le début de la crise financière, la croissance du PIB est volatile, ce qui se traduit par une succession de phases d'optimisme et de pessimisme. Cette tendance perdurera probablement pendant un certain temps vu les nombreux déficits auxquels les USA doivent faire face (faible amélioration du chômage; saisies en masse d'immeubles; important déficit budgétaire). Une véritable accélération de l'économie interviendra lorsque les ménages et l'Etat Fédéral auront rééquilibré leur situation financière. Cela ne devrait pas se produire avant 2013. En conséquence, après une croissance du PIB s'élevant à 2,9% en 2010, nous tablons sur un ralentissement à 2,6% en 2011, ce qui est loin d'être brillant selon les normes américaines.

L'inflation s'est légèrement redressée, passant de 1,1% en novembre à 1,4% en décembre. Plusieurs éléments suggèrent une reprise graduelle et modérée de l'inflation. Les entreprises doivent en effet faire face à l'envol du prix des matières premières. Les prix des denrées alimentaires sont aussi clairement à la hausse. Enfin le prix des produits chinois est en hausse significative.

Nous ne tablons cependant pas sur une véritable relance de l'inflation durant les prochains mois, vu la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production (qui n'incite pas les entreprises à augmenter leurs prix) et vu les augmentations salariales limitées. En définitive, le taux d'inflation passera à 1,9% en 2011.

La Fed a mis effectivement en œuvre son programme d'achat massif d'obligations du Trésor, son portefeuille de ce type d'actif grimpe de 819 milliards de dollars début novembre à 1.044 milliards de dollars le 14 janvier. N'ayant plus de marge pour réduire son taux directeur (celui-ci étant fixé à 0% / 0,25% depuis mi-décembre 2008), la Fed s'était lancée sur cette voie afin de soutenir au maximum l'économie.

Depuis début novembre, l'environnement économique a évolué avec le retour de l'optimisme. On peut donc se demander si la Fed ne va pas réduire son programme d'achat massif d'obligations. La réponse est négative, car avec une croissance modérée du PIB, le chômage (à 9,4% actuellement) prendra plusieurs années avant d'atteindre un niveau normal. Or aux USA, un taux de chômage élevé pousse l'inflation vers le bas, ce qui accroît le risque de déflation, scénario que la Fed veut éviter à tout prix (cfr. l'expérience japonaise). Pour qu'elle révisé vers le bas ce programme, il faudra donc qu'elle constate une amélioration substantielle et durable du chômage, ce qui n'interviendra pas avant un certain temps.

Avec une perspective de croissance peu enthousiasmante du PIB, il y a peu de chance que la Fed relève ses taux cette année.

Malgré les achats massifs d'obligations, opérés par la Fed depuis début novembre, le **taux des IRS américain à 10**

ans a grimpé, passant de 2,66% le 3 novembre à 3,42% le 10 décembre. Ce taux, qui était proche de son minimum historique, était peu attractif pour les investisseurs. De plus les perspectives conjoncturelles et le sentiment vis-à-vis de l'inflation ont évolué durant les derniers mois de l'année, ce qui a surpris les investisseurs et entraîné une vente massive d'obligations.

Remarquons que l'évolution des taux obligataires est conforme à celle observée durant la précédente vague d'achat massif d'obligations par la Fed (entre mars 2009 et octobre 2009).

Depuis mi-décembre, le taux des IRS semble se stabiliser. Il a en effet retrouvé un niveau plus normal, se rapprochant du niveau observé entre le printemps 2009 et le printemps 2010.

## Zone euro: l'économie a clôturé 2010 en beauté

Selon les récents indicateurs économiques, la conjoncture dans la zone euro s'est bien comportée au cours des derniers mois de 2010. En décembre, l'indice du sentiment économique a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis octobre 2007. Cette progression est toutefois uniquement due à l'amélioration ininterrompue de la confiance des entreprises. Elle résulte, dans l'industrie, de la forte hausse de leurs commandes à l'exportation et du total de leurs commandes. Cette tendance favorable se confirme également par l'évolution des indices des directeurs des achats ainsi que par la croissance de la production industrielle et des exportations.

La situation sur le marché de l'emploi est loin d'être brillante. Le taux de chômage s'est stabilisé à 10,1% en novembre, le niveau le plus élevé depuis juillet 1998.

Cette année, la croissance du PIB régressera, principalement à la suite de l'assainissement budgétaire draconien dans différents pays de la zone euro.

Outre les augmentations salariales restreintes, la hausse de la pression fiscale et la diminution des allocations sociales limiteront la croissance des revenus disponibles.

Rien d'étonnant donc que ces derniers mois, les consommateurs se soient montrés moins optimistes et soient près de leurs sous, comme en témoigne l'évolution modérée des ventes au détail.

L'inflation dans la zone euro est passée d'1,91% en novembre à 2,21% en décembre. Il s'agit du taux d'inflation le plus élevé depuis octobre 2008 et c'est la première fois depuis novembre 2008 que l'inflation dépasse la norme de 2% de la BCE.

La hausse de l'inflation est surtout imputable à l'augmentation des prix des carburants et des aliments frais (comme les légumes). Abstraction faite de l'énergie, l'inflation est restée limitée à 1,29% le mois dernier.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, est restée sous contrôle. En décembre, elle ne s'élevait qu'à 1,06%.

Nous prévoyons que l'inflation moyenne restera proche de la norme de 2% de la BCE cette année, car la modération salariale, la faiblesse de la consommation, la hausse de la productivité et les importantes capacités de production inutilisées contribueront à compenser les conséquences inflationnistes de la progression des prix des matières premières et de la dépréciation attendue de l'euro par rapport au dollar.

Lors de sa réunion de début janvier, la **BCE** a adopté un ton plus agressif à cause de la remontée du taux d'inflation qui a atteint 2,2% en décembre. En adoptant ce ton plus ferme, la BCE a poussé l'euro vers le haut, ce qui réduit les prix des importations et donc aussi les prix à la consommation. Notons qu'il y a quelques mois à peine, l'euro était l'objet de dures attaques (certains analystes prévoient des scénarios très sombres). Dans ce contexte, la BCE reste prudente.

Durant les prochains mois, l'expansion de l'économie ne sera guère brillante vu l'austérité budgétaire; le climat de crise persistera aussi. A court terme, il est donc peu probable que la BCE relève ses taux. Bien qu'un relèvement soit possible en fin d'année (vu l'évolution des prix des matières premières et du pétrole), il interviendra plutôt au début de l'année prochaine. Ce relèvement n'est pas incompatible avec la poursuite de la politique d'apport de fonds illimités aux banques en difficulté et d'achat d'obligations des pays périphériques.

**Le taux des IRS à 10 ans** a suivi la même trajectoire que son correspondant américain, grimpant d'un minimum de 2,33% atteint le 31 août à 3,42% le 14 décembre. Cette remontée est soutenue par l'étonnante résistance de la conjoncture européenne aux mesures d'austérité sévères, mises au point dans de nombreux pays de la zone euro après l'éclatement de la crise de l'endettement. Le redécollage de l'inflation, qui a atteint 2,2% en décembre, a pu aussi faire peur aux investisseurs.

Ensuite le taux des IRS a fluctué entre 3,17% le 11 janvier et 3,41% le 21 janvier au gré des nouvelles quant à l'évolution de la crise financière et de la conjoncture.

Dans un premier temps, le taux des IRS devrait d'abord osciller entre 3% et 3,7%. Il devrait ensuite amorcer une remontée modérée lorsqu'approchera la fin du programme d'achat massif d'obligations par la Fed, fin qui poussera les taux des IRS américains vers le haut. Cette remontée sera tempérée par une conjoncture européenne, qui ne sera guère enthousiasmante en 2011, mais aussi en 2012.

Depuis le début de l'année, les spreads entre les taux des pays périphériques de la zone euro et celui de l'Allemagne se sont significativement détendus tout en restant encore à un niveau élevé.

Les différents pays ont publié les premiers résultats quant à l'évolution de leurs Finances Publiques en 2010. Ceux-ci n'ont pas réservé de mauvaises surprises. Toutefois le gros de l'objectif de réduction des déficits budgétaires porte sur 2011, ce qui signifie que cette année sera cruciale. Les Finances Publiques pourraient aussi être affectées par des révélations quant à la situation financière des banques spécialement en Espagne et au Portugal. Cela pourrait imposer la mise au point de nouveaux plans de sauvetage des banques.

## Royaume-Uni: contraction surprenante du PIB

Selon une première estimation, l'économie britannique s'est contractée au quatrième trimestre de 0,5% sur une base trimestrielle, suite aux intempéries hivernales en décembre.

L'expansion musclée dans l'industrie contraste avec le fléchissement dans le secteur des services et de la construction.

Entre septembre et novembre, la production industrielle a grimpé sous l'impulsion des exportations. L'indicateur de confiance des entreprises industrielles a bondi en décembre grâce aux carnets de commandes mieux remplis. Cette tendance est également confirmée par l'indice des directeurs des achats de l'industrie manufacturière, qui a atteint son niveau le plus élevé en décembre depuis septembre 1994. Les indices des directeurs des achats du secteur des services et de la construction ont toutefois dégringolé en décembre, suggérant une baisse de l'activité. L'indice de confiance des consommateurs a légèrement progressé en décembre par rapport à novembre, mais il se trouve toujours sous le niveau d'octobre.

Cette année, la croissance de la consommation des particuliers restera limitée. Le revenu disponible sera rogné par la baisse des allocations sociales, par la détérioration du marché de l'emploi en raison de la suppression massive d'emplois dans la fonction publique (330.000 postes d'ici 2015) et par l'augmentation des impôts (c'est surtout la hausse de la TVA de 17,5% à 20% depuis le 4 janvier qui saute aux yeux).

En outre, le taux de chômage toujours élevé (7,9%) limite la marge de manœuvre pour les augmentations salariales. En raison de la hausse des prix des carburants et de l'alimentation, l'inflation est passée de 3,21% en novembre à 3,73% en décembre, le niveau le plus élevé depuis novembre 2008.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, progressait à 2,86% en décembre.

Le 13 janvier, la Bank of England a gardé son taux de base à 0,50%, soit à son plancher.

Etant donné qu'en outre la modération salariale, l'assainissement budgétaire draconien limitera la croissance économique cette année et exercera une influence positive sur l'inflation, la banque centrale britannique ne majorera pas rapidement son taux de base. Nous ne tablons sur une première augmentation du taux de base britannique (de 25 points de base) qu'à l'automne 2011.

## Marché des changes: les paroles de JC Trichet poussent l'euro vers le haut

Initialement, l'euro a essuyé les plâtres au cours de la première quinzaine de janvier, à la suite de la publication d'indicateurs économiques américains meilleurs que prévu et du regain d'inquiétude à propos de la crise de l'endettement dans la zone euro.

Mais ensuite le placement couronné de succès des obligations d'Etat par le Portugal, l'Espagne et l'Italie, les propos musclés du président de la BCE, après la réunion de la Banque centrale européenne du 13 janvier et l'espoir d'une réponse efficace des politiciens européens à la crise de la dette, ont relancé l'euro à la hausse.

Ces prochains mois, nous prévoyons une nouvelle dépréciation de l'euro par rapport au dollar, à la suite de la persistance de la crise de l'endettement dans la zone euro, du risque de nouvelle baisse de rating de certains pays de la zone euro et du ralentissement de la croissance économique auxquels ces pays seront confrontés en raison de l'assainissement draconien de leur budget. La croissance économique dans la zone euro restera inférieure à celle des Etats-Unis, ce qui est défavorable à l'euro.

De plus, il faut davantage d'unanimité politique au sein de l'Union européenne pour aborder la crise de confiance dans l'euro.

Mais à partir de la fin de 2011, nous prévoyons que l'euro reprendra du poil de la bête. Les mesures d'assainissement draconiennes diminueront les déficits budgétaires dans les pays de la zone euro à partir de cette année. L'augmentation de la marge de manœuvre du fonds de stabilité européen actuel (EFSF) et l'établissement du mécanisme permanent de stabilité européen (ESM) seront réglés ces prochains mois, ce qui rassurera encore les marchés financiers.

En outre, le déficit des Finances publiques et de la balance des opérations courantes avec l'étranger (en pourcentage du PIB) restera plus élevé aux Etats-Unis que dans la zone euro, ce qui est un inconvénient pour la monnaie américaine. D'ailleurs, les Américains doivent encore commencer à réduire leur déficit budgétaire.

Enfin, la BCE commencera à resserrer sa politique monétaire au printemps 2012. Les marchés financiers anticiperont ces initiatives, ce qui nous permet de penser que l'euro commencera à se raffermir par rapport au dollar américain à partir du quatrième trimestre de 2011.

## Marché des actions: base solide pour une reprise?

Les attentes sont très élevées pour 2011. Les analystes partent du principe que la reprise économique va se poursuivre en dépit des mesures d'économie budgétaire qui ont déjà été prises dans de nombreux pays européens. La croissance du P.I.B. devrait être inférieure à 2010 mais il n'est nullement question d'une récession en « double creux ». L'économie sera bien entendu soutenue par la poursuite de la politique d'assouplissement monétaire des banques centrales ainsi que par l'injection de liquidités au profit des institutions financières toujours en plein processus de restructuration après la crise de 2008. Après une expansion de 3,6 % en 2010, la locomotive allemande devrait poursuivre sa croissance en 2011 (+2,4 %) sous l'impulsion d'une compétitivité accrue et de la reprise de la demande des ménages.

Dans ce contexte, les entreprises devraient être en mesure d'augmenter leurs bénéfices après les restructurations financières que nombre d'entre elles ont déjà réalisées au lendemain de la crise. Quoi qu'il en soit, les multiples de valorisations indiquent un environnement bon marché. Il faut espérer que les paiements de dividendes vont augmenter sachant que l'an dernier. À noter également la nouvelle vague de fusions-acquisitions financées en grande partie par les trésoreries pléthoriques des entreprises et l'échange d'actions.

Dans ce contexte très prometteur, les risques ne doivent toutefois pas être sous-estimés. Le risque existe que la flambée des prix des matières premières, induites ou non par les positions spéculatives, entraîne une hausse de l'inflation que les banques centrales pourraient combattre en durcissant leur politique monétaire. Naturellement, un tel scénario nuirait à la croissance économique, à la restructuration du secteur financier et aux marchés boursiers.

Un autre risque réside dans le dérapage éventuel de la crise de la dette qui aboutirait quand même à un rééchelonnement de la dette d'un des pays d'Europe méridionale les plus menacés. L'éclatement de l'éventuelle bulle dans les pays émergents, à la suite d'un durcissement trop rapide de la politique monétaire chinoise

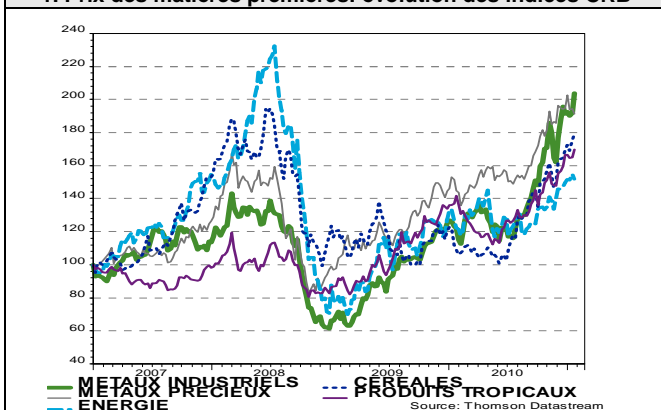
ou d'une guerre des devises poussée à outrance entraînant un retour du protectionnisme, constitue la troisième menace.

Bien que les investisseurs institutionnels et particuliers restent frileux à l'égard des marchés d'actions, l'attrait de ces derniers devrait toutefois se renforcer. Dans le scénario le plus favorable, où nous serions épargnés par les risques précités, un rendement positif de 7 à 10 % est envisageable pour cet exercice. Ces prévisions sont plutôt modestes mais assez réalistes compte tenu de la croissance attendue des dividendes et la conviction que la reprise économique se poursuivra, bien qu'à un rythme probablement moins soutenu.

## Matières premières: conditions météorologiques et spéculation font grimper les prix

Les prix des matières premières ont de nouveau connu une année mouvementée. L'**indice CRB**, qui combine les prix de 19 matières premières, a augmenté de 30% en 2010. Cette hausse s'ajoute à la progression de 33,4% en 2009. L'an dernier, les prix des métaux non ferreux (+ 56,8%) et des céréales (+ 43,8%) ont connu les plus fortes augmentations. Les prix de l'énergie ont enregistré la progression la plus faible (+ 17,4%) parce que la flambée des prix du pétrole (+ 21,6%) a été partiellement compensée par la baisse des prix du gaz (- 20,9%).

### 1. Prix des matières premières: évolution des indices CRB

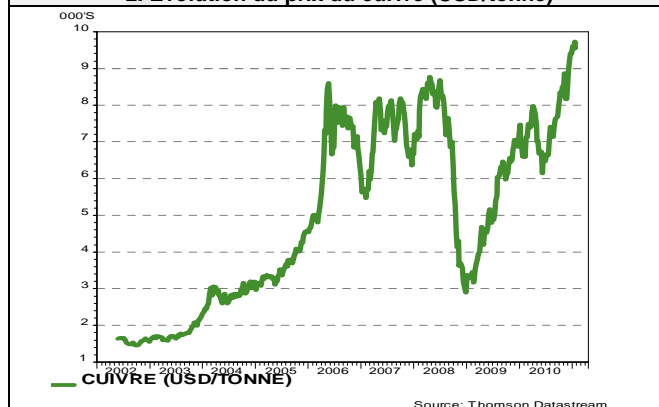


Différents facteurs sont à la base de la hausse des prix des matières premières: une forte demande physique, une offre insuffisante, des perspectives de production moins favorables, une baisse des réserves et la spéculation des investisseurs institutionnels (comme les fonds spéculatifs et les fonds de pension).

Selon la "Commodity Futures Trading Commission" (CFTC), qui contrôle le commerce sur les bourses américaines des matières premières, le volume des opérations à terme sur ces marchés a augmenté de moitié en 2010 à 848 milliards de dollars (ce qui correspond à 6% du PIB nominal américain). Les activités des investisseurs financiers, comme les fonds spéculatifs, ont même progressé de 76%.

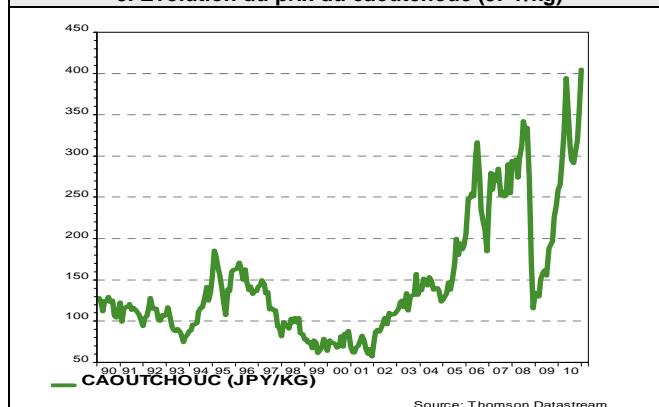
La forte demande industrielle (surtout en provenance de Chine), les mines qui ne peuvent accroître leur production dans la même mesure, la faiblesse des stocks sur le London Metal Exchange et la demande spéculative des fonds de placement (Exchange Traded Commodities ou ETC) ont propulsé le prix du **cuivre** au début de cette année vers de nouveaux records.

### 2. Evolution du prix du cuivre (USD/tonne)



Le prix du **caoutchouc** a, lui aussi, atteint un nouveau record au début janvier, en raison de la très forte demande de la Chine et de l'Inde (où le parc automobile augmente de façon exponentielle) et des perspectives de production moins bonnes en Thaïlande (qui représente un tiers de la production mondiale de caoutchouc naturel), à la suite des pluies abondantes.

### 3. Evolution du prix du caoutchouc (JPY/kg)



Actuellement, de grandes parties du monde sont confrontées aux conséquences de "**La Niña**". "La Niña" est un phénomène climatique récurrent causé par une diminution de la température des eaux de surface dans les zones tropicales de l'océan Pacifique (et qui constitue donc l'opposé d'"El Niño"). Dans certaines régions, il en résulte une sécheresse exceptionnelle (comme en Argentine) et dans d'autres, des précipitations anormales (comme en Australie, en Asie du Sud-Est et en Colombie).

Ce phénomène climatique a un impact négatif sur la récolte de froment et de sucre en Australie. Ce pays est le troisième plus grand exportateur de froment et de sucre au monde. "La Niña" entrave également la production et l'exportation de charbon d'Australie en raison de l'inondation des mines et des lignes de chemin de fer. L'état du Queensland, touché par les inondations, représente environ la moitié des exportations mondiales de coke, une matière première de base pour la sidérurgie. L'interruption de la production et des exportations en Australie fera augmenter les prix du charbon et dès lors, de l'acier.

De même, la production de maïs et de soja en Argentine et la récolte de café en Colombie sont touchées par "La Niña", tout comme la production d'huile de palme en Indonésie et en Malaisie.

Sans oublier les conséquences du dernier été extrêmement chaud et sec en Russie et en Ukraine sur l'offre de **céréales**.

En janvier, le Ministère américain de l'Agriculture a de nouveau revu à la baisse l'offre de céréales pour la saison 2010/2011. Sur le plan mondial, elle baisserait cette saison de 0,4% par rapport à 2009/2010. L'offre de froment diminuerait de 0,7% et celle des plantes fourragères (comme le maïs, le sorgo, l'orge, l'avoine et le seigle) d'1,5%. L'offre globale de riz augmenterait cependant de 2,7%. Cette saison, les stocks de céréales seraient inférieures de 12,1% à 2009/2010 au niveau mondial.

Les conséquences des mauvaises récoltes peuvent être aggravées par les limitations des exportations ou le stockage des produits agricoles pour assurer l'approvisionnement du marché domestique et éviter l'agitation sociale.

L'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (la FAO) a donné l'alerte début janvier, parce que son **indice des prix de l'alimentation** avait atteint un nouveau record en décembre et dépassait donc le niveau de la crise alimentaire de 2007-2008. Cette hausse était surtout due aux augmentations de prix du maïs, du sucre, de l'huile végétale et de la viande, qui sont moins importants dans la chaîne alimentaire des pays en voie de développement que le froment et le riz. De plus, les récoltes en Afrique et en Asie étaient excellentes au cours de la saison 2009-2010, de sorte que l'approvisionnement en nourriture n'est actuellement pas menacé dans ces pays. Mais en raison des perspectives moins bonnes pour la récolte mondiale de froment et de maïs, la fin de la hausse des prix de l'alimentation n'est pas encore en vue. Heureusement, le prix du riz, l'aliment de base de pratiquement la moitié de la population mondiale, n'a pas suivi la hausse récente du prix du froment et du maïs et reste bien inférieur au record atteint au printemps 2008. Cette situation limite provisoirement le risque de nouvelle crise alimentaire. Mais tout peut vite changer si "La Niña" s'intensifie ou s'éternise.

demande mondiale de pétrole brut et attirent les spéculateurs.

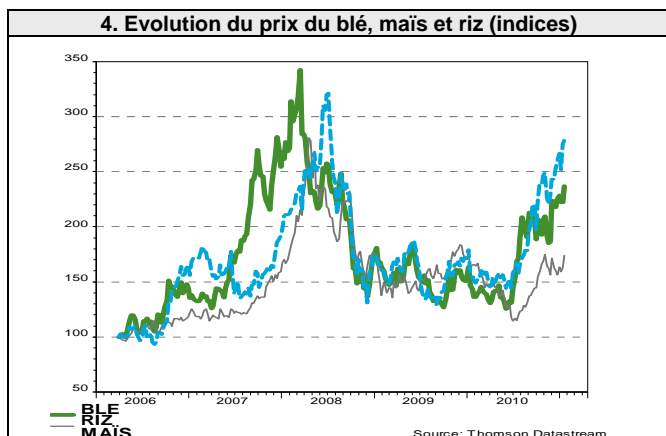
Entre-temps, les stocks commerciaux américains de pétrole (donc sans les réserves stratégiques) ont diminué depuis le début novembre. L'interruption temporaire de la production en Alaska renforcera encore cette tendance.

Mais cette baisse des stocks n'est pas dramatique car le niveau des stocks commerciaux est toujours normal pour cette période de l'année. De plus, les réserves stratégiques américaines, qui sont 2,2 fois aussi élevées que les stocks commerciaux, sont à peine inférieures à leur niveau record du début 2010. Aux Etats-Unis, les stocks de diesel, mazout de chauffage et essence ont nettement augmenté ces dernières semaines et sont plus élevées qu'il y a un an. Les stocks américains de pétrole brut et de produits raffinés peuvent donc satisfaire sans problème la demande domestique de produits pétroliers.

L'OPEP, qui assure 40% de la production mondiale de pétrole, a encore suffisamment de capacités inutilisées (sans l'Irak, 5,5 millions de barils par jour en décembre) pour pomper davantage de pétrole en cas de besoin. Mais tant le Koweït (le quatrième plus grand producteur de l'OPEP) que l'Iran (après l'Arabie Saoudite, le principal producteur de pétrole de l'OPEP et qui préside actuellement le cartel pétrolier) ne voient pas de raison, malgré les prix du pétrole actuellement élevés, de convoquer une réunion extraordinaire de l'OPEP et d'augmenter les quotas de production. Normalement, la prochaine réunion de l'OPEP n'est prévue que le 2 juin. Entre-temps, plusieurs pays de l'OPEP (dont l'Arabie Saoudite) extraient graduellement plus de pétrole.

Après la fin de l'hiver, la demande de carburants diminuera probablement temporairement et la pression à la hausse sur les prix du pétrole pourra retomber.

Les prix des matières premières en général et les prix du pétrole en particulier seront essentiellement dictés par l'évolution de l'économie mondiale. Et comme cette dernière croîtra moins fortement cette année que l'année dernière, nous prévoyons que le prix moyen du pétrole affichera une hausse moins marquée en 2011 qu'en 2010. L'Agence internationale de l'énergie table sur une croissance de la demande mondiale de pétrole brut en 2011 de 1,6%, après une hausse de 3,2% en 2010. L'OPEP est moins optimiste et ne prévoit qu'une augmentation de la demande de 1,4% pour cette année.



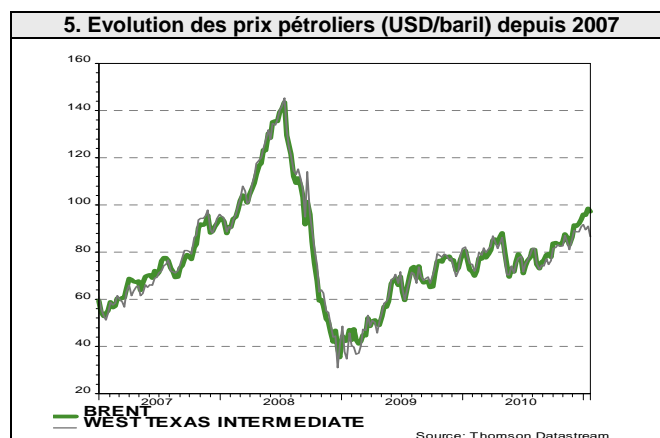
Ces dernières semaines, le prix du **pétrole brut** (Brent) a continué son ascension vers la barre des 100 dollars.

L'hiver rigoureux en Europe et sur la côte Est des Etats-Unis a fait grimper la demande de carburants.

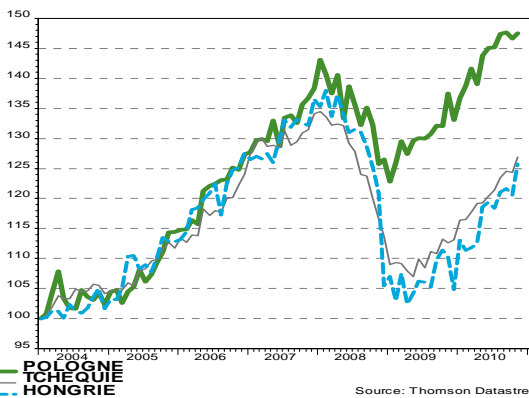
L'appétit de la Chine pour l'énergie reste énorme. L'an dernier, plus de 18 millions de nouveaux véhicules ont été vendus en Chine, une hausse de 32,5% sur une base annuelle. Par conséquent, la Chine a dû importer 17,4% de plus de pétrole brut l'an dernier qu'en 2009, la croissance en glissement annuel la plus forte depuis 2004.

La fermeture, à la suite d'une fuite, d'un oléoduc en Alaska, qui transporte près de 15% de la production de pétrole américaine, a fait grimper les prix du pétrole au cours de la deuxième semaine de janvier.

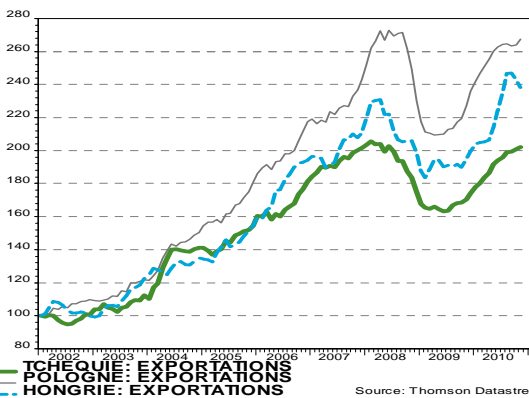
Les indicateurs économiques positifs aux Etats-Unis attisent la perspective d'une hausse plus forte de la



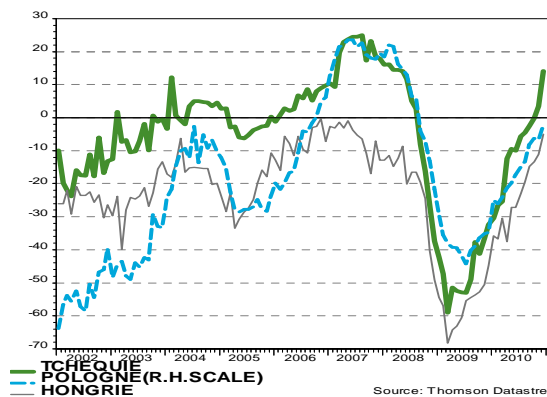
**1. Europe de l'Est: production industrielle (indices, source: Eurostat)**



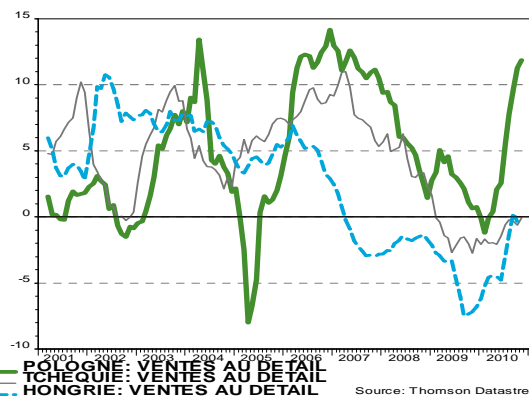
**2. Europe de l'Est: exportations (moyenne mobile 3 mois, indices)**



**3. Europe de l'Est: commandes industrielles (indices, source: Commission Européenne)**



**4. Europe de l'Est: ventes au détail (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an, source: Eurostat)**



**Europe de l'Est: la politique budgétaire du gouvernement hongrois est sous le feu de la critique**

En Pologne, en Tchéquie et en Hongrie, l'industrie a continué à tourner à plein rendement en 2010, sous l'impulsion de la hausse des exportations.

La **production industrielle** enregistre toujours des chiffres de croissance impressionnants sur une base annuelle. Et il en sera encore de même dans les prochains mois, grâce aux carnets de commandes mieux remplis (tant les commandes à l'exportation que les commandes industrielles totales).

Outre l'industrie, le secteur de la construction se porte également particulièrement bien en Pologne, contrairement à la Tchéquie et à la Hongrie.

Pas étonnant que la **confiance des entrepreneurs** continue à s'améliorer dans ces trois pays.

L'**indice des directeurs des achats** de l'industrie manufacturière confirme cette évolution positive. En décembre, cet indice a fortement progressé en Pologne et en Tchéquie et a donc suggéré une accélération de l'expansion des activités industrielles. En Pologne et en Tchéquie, cet indice a même atteint son niveau le plus élevé le mois dernier respectivement depuis mai 2004 et août 2007.

En Hongrie, l'indice des directeurs des achats a reculé en décembre, tout en restant bien supérieur à la limite critique des 50 points, de sorte qu'il suggère toujours une croissance des activités mais à un rythme plus lent.

La **consommation des particuliers** connaît une évolution divergente dans les trois pays.

En Pologne, elle continue à progresser solidement, en témoigne la forte croissance des ventes au détail et des ventes de voitures.

En Tchéquie et en Hongrie, il apparaît que la consommation des particuliers a perdu du terrain au cours du dernier trimestre de l'an dernier. Les ventes de voitures ont diminué au cours de cette période dans ces deux pays sur une base annuelle et les ventes au détail ont enregistré de faibles prestations.

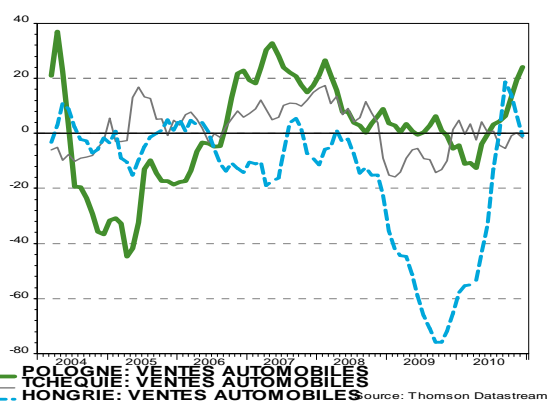
En Pologne, la croissance économique musclée (+ 1,3% sur une base trimestrielle au troisième trimestre de 2010) se traduit par une hausse progressive de l'emploi. Mais cela n'empêche pas le **taux de chômage** (9,8% en novembre) de rester tenace.

En Tchéquie, le taux de chômage a légèrement augmenté en octobre et novembre (à 7,3%), après trois mois de stabilisation. La Hongrie connaît le même phénomène : ici aussi, le taux de chômage a de nouveau progressé en octobre et novembre (à 11,3%).

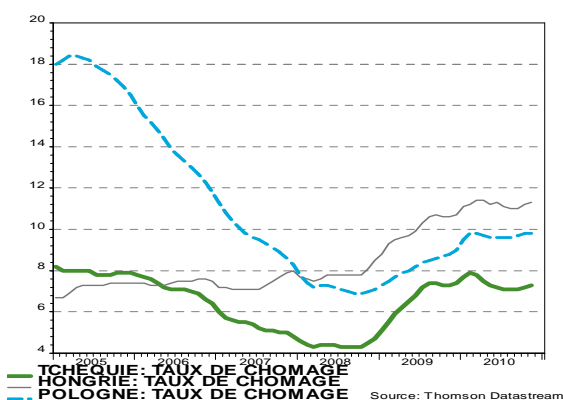
En décembre, l'**inflation** a atteint 3,20% en Pologne, 2,28% en Tchéquie et 4,70% en Hongrie.

La banque centrale tchèque ne modifie provisoirement pas son **taux de base** à 0,75%, car une hausse prématurée de ce taux peut attirer du capital spéculatif, ce qui provoquerait une appréciation trop forte de la couronne par rapport à l'euro et entraverait la croissance des exportations et de l'ensemble de l'économie.

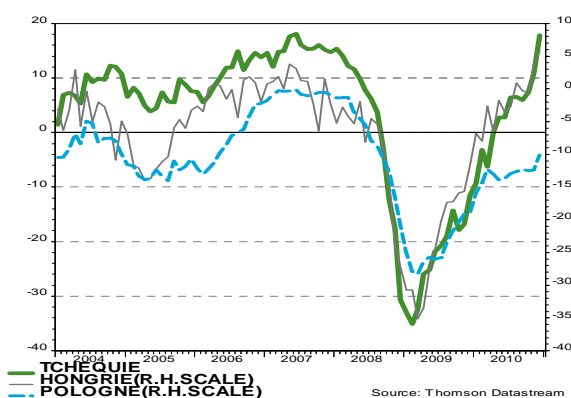
### 5. Europe de l'Est: ventes automobiles (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an)



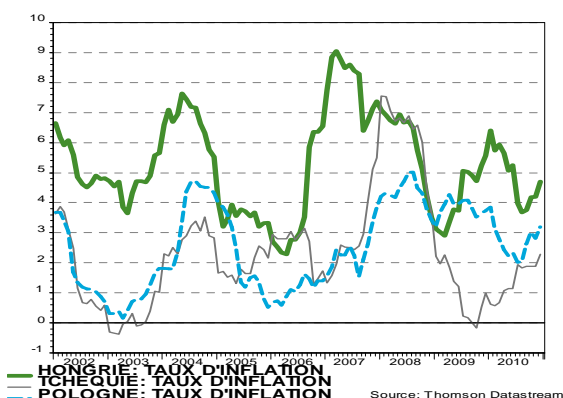
### 6. Europe de l'Est: taux de chômage (source: Eurostat)



### 7. Europe de l'Est: confiance des chefs d'entreprise (indices)



### 8. Europe de l'Est: taux d'inflation



Le 19 janvier, la banque centrale polonaise a majoré son taux de base (de 3,50% à 3,75%), car l'inflation dépassait son objectif de 2,50%.

Le 24 janvier, la banque centrale hongroise a également relevé son taux de base de 25 points de base, à 6%. C'était la troisième hausse du taux directeur en trois mois.

Après Moody's le 6 décembre, l'agence de rating Fitch a revu à la baisse le rating de la **Hongrie** le 23 décembre. Standard & Poor's, Moody's et Fitch ont à présent attribué la note "investment grade" la plus faible à la Hongrie. Mais leurs perspectives sont négatives, de sorte que les obligations d'Etat hongroises risquent à terme d'être dégradées en obligations pourries.

Tout comme ses collègues, Fitch pointe la politique budgétaire menée par le gouvernement, qui prévoit des mesures à effet temporaire pour colmater le trou dans le budget, qui fait l'impasse sur les mesures structurelles et qui annule les réformes précédentes (cf. la nationalisation de fait des fonds de pension privés). La fin de la collaboration entre le gouvernement hongrois et le FMI a probablement aussi joué un rôle dans les baisses de rating. En 2010, la Hongrie a atteint son objectif budgétaire (déficit de 3,8% du PIB) et en fera probablement de même cette année (elle vise un déficit budgétaire de 2,9% du PIB). Mais Fitch craint un déficit galopant au cours des années suivantes, lorsque les mesures fiscales à effet temporaire auront cessé de produire leurs effets. C'est ainsi que le gouvernement hongrois a imposé l'an dernier une taxe avec effet rétroactif (sur le chiffre d'affaires, pas sur le bénéfice) aux banques et aux grandes entreprises de la distribution, du secteur de l'énergie et des télécommunications. Cette taxe restera d'application jusqu'à la fin de l'année 2012. Les entreprises concernées sont généralement détenues par des groupes étrangers, qui risquent de délaisser la Hongrie en raison de sa politique gouvernementale, avec toutes les conséquences néfastes y afférentes pour la croissance économique future et l'emploi. Certains de ces groupes ont d'ailleurs introduit une plainte auprès de la Commission européenne, qui est en train d'examiner le dossier.

PIB (croissance à 1 an)			
	2009	2010	2011
Pologne	1,7	4,0	3,7
Tchéquie	-4,0	2,3	2,4
Hongrie	-6,5	1,1	2,4
Taux d'inflation			
	2009	2010	2011
Pologne	3,8	2,7	3,2
Tchéquie	1,0	1,4	2,4
Hongrie	4,2	4,9	3,9
Balance des opérations courantes avec l'étranger (% PIB)			
	2009	2010	2011
Pologne	-2,2	-3,1	-3,5
Tchéquie	-1,0	-2,8	-3,0
Hongrie	-0,4	1,3	-0,9

## Inde: une inflation pas encore contenue

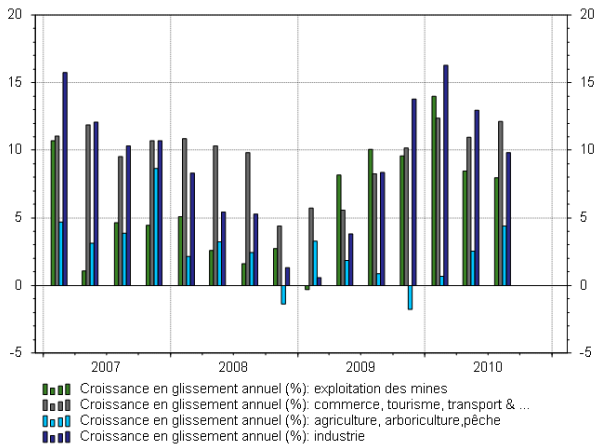
Les décideurs politiques indiens portent un regard mitigé sur les performances économiques de 2010. Sur le plan de la croissance, l'année écoulée a tenu toutes ses promesses. Au cours du troisième trimestre, l'économie a progressé de 10,6% grâce à une solide expansion du secteur des services et une augmentation des dépenses publiques. Par conséquent, entre janvier et septembre 2010, le PIB indien a enregistré une croissance moyenne de pas moins de 10,7%, sa meilleure performance depuis de nombreuses années. Alors que début 2010, l'industrie était le principal moteur de la croissance, le commerce, le tourisme, le transport et les télécommunications ont rempli ce rôle plus tard dans l'année.

En revanche, sur le plan de la politique des prix, la Banque centrale indienne (*Reserve Bank of India*) a dû faire face à un environnement de marché moins favorable. En raison de prix de l'alimentation résolument élevés, les chiffres de l'inflation sont restés bien supérieurs aux attentes. Les fortes pluies survenues dans l'Ouest du pays ont anéanti les récoltes, avec à la clé une forte augmentation des prix, principalement de l'alimentation. Mais une grande partie des problèmes sont de nature structurelle. Le secteur indien de l'agriculture, qui se bat contre une faible productivité, peut difficilement répondre à la demande croissante d'une classe moyenne en rapide expansion. Après être revenue à 7,5% en novembre, l'inflation s'est de nouveau accélérée pour s'établir à 8,4% en décembre. Par conséquent, l'inflation moyenne rapportée pour 2010 est de 9,4%, un résultat à mille lieux de l'objectif de 5,5% recherché par la banque centrale.

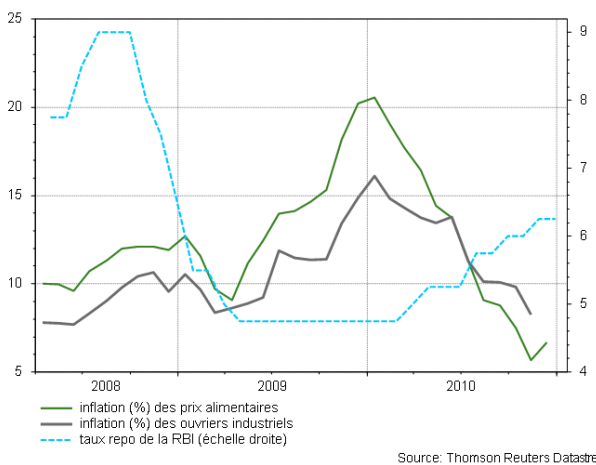
En novembre, un ralentissement de l'inflation de base a certes été enregistré, mais ce dernier résulte principalement d'effets de base. L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des effets de volatilité des prix de l'alimentation et qui est suivie de près par la Banque centrale, s'est encore accélérée durant l'automne 2010. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2011, l'inflation de base sera atténuée par des effets de base favorables, après quoi une accélération n'est pas à exclure vu la pression structurelle haussière exercée sur les prix nationaux de l'alimentation. Par ailleurs, les intempéries qui ont sévi récemment dans différentes parties du globe ont ravivé la spéculation et les craintes concernant une hausse mondiale des prix de l'alimentation. Il est dès lors à parier que Subbarao, le gouverneur de la Banque centrale, annoncera lors de la réunion du 25 janvier prochain un relèvement du taux repo de 25 points de base à 6,5%, poursuivant ainsi la politique monétaire restrictive menée en 2010. Pour fin 2011, les marchés financiers anticipent un taux repo compris entre 7% et 7,50%. Le ralentissement monétaire du moteur économique s'est traduit ces dernières semaines par une correction du marché des actions et une hausse du taux de l'obligation d'Etat à 10 ans, désormais supérieur à 8,2%.

Si l'on en croit les enquêtes menées auprès des entreprises indiennes, les perspectives de croissance économique demeurent favorables. Selon une autre enquête organisée par HSBC auprès de 500 directeurs d'achats durant le dernier trimestre 2010, le secteur des services de ce pays continue de tourner à plein régime et attire la demande internationale de produits indiens en dépit de l'appréciation de la roupie. Le tableau ci-dessous résume nos perspectives pour 2011 - 2012.

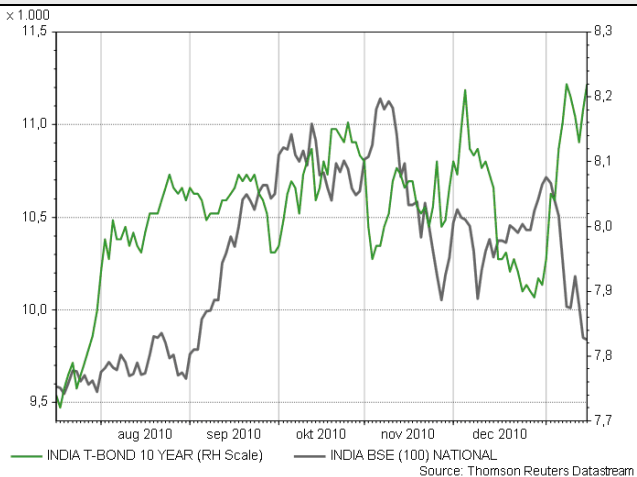
### 1. Inde: croissance (%) du PIB par secteur



### 2. Inde: tendance inflationniste et politique monétaire



### 3. Inde: taux obligation d'Etat à 10 ans (axe de droite) et cours indice d'actions BSE-100



Inde			
	2010	2011	2012
PIB (croissance en% sur 1 an)	9,0	8,8	8,5
Inflation (%)	9,4	7,5	5,2
Compte courant (% PIB)	-2,5	-2,5	-2,0

## Etats-Unis: baisse d'impôts, hausse de l'épargne?

Le pessimisme a cédé à nouveau sa place à l'optimisme. Après un 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> trimestre peu brillants, la conjoncture s'est améliorée en fin d'année. Au 4<sup>ème</sup> trimestre, la consommation semble avoir bondi de 3,8% (par rapport au trimestre précédent et en rythme annualisé) et les investissements des entreprises de 4%. Celles-ci en ont probablement profité de réduire leurs stocks, ce qui a atténué l'ampleur de l'expansion de l'économie. Le PIB s'est ainsi accru de 3,3% environ durant les trois derniers mois de l'année. Cette accélération se poursuivra au 1<sup>er</sup> trimestre avec la récente décision de réduction des impôts représentant 1,3% du PIB.

L'amélioration de la conjoncture sera cependant en 2011 limitée:

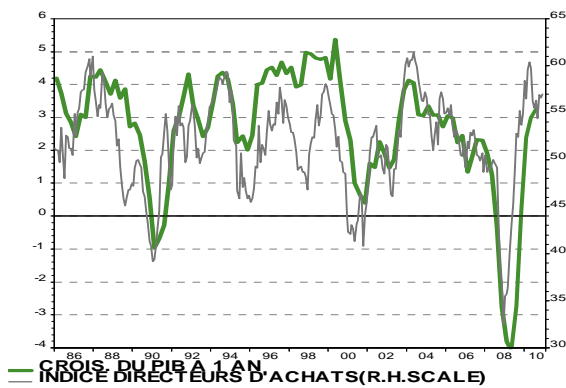
- Les américains profiteront probablement de cette réduction d'impôts pour rembourser leur énorme endettement et augmenter ainsi leur épargne, comme lors des deux précédentes baisses d'impôts. Sur le graphique 3, on remarque que les baisses d'impôts de 2008 et de 2009, ont entraîné un bond du revenus nets des ménages mais pas de la consommation.
- Bien qu'elles s'améliorent, les créations d'emplois restent largement en dessous d'un niveau normal, ce qui signifie que la décade du chômage sera lente. La confiance des ménages reste d'ailleurs franchement mauvaise. Les saisies, qui ont porté sur 1.050.000 logements l'année passée (selon Realty Trac), se poursuivront encore pendant pas mal de temps.
- La remontée des taux obligataires ne constitue pas une bonne nouvelle.
- La construction résidentielle et plus généralement le secteur immobilier sont plongés dans une crise profonde, vu le stock énorme de maisons à vendre. Les prix immobiliers descendent à nouveau après l'arrivée à terme des primes à l'achat d'une habitation. Le stock de maison à vendre mettra de 4 à 6 ans pour se normaliser, car il continuera à être alimenté par de nombreuses saisies et cela pendant les 2 ou 3 prochaines années. Les prix immobiliers resteront ainsi déprimés pendant encore pas mal de temps.
- Les Etats et les Pouvoirs Locaux réduisent leurs dépenses et sabrent dans l'emploi.

L'économie trouvera cependant un soutien

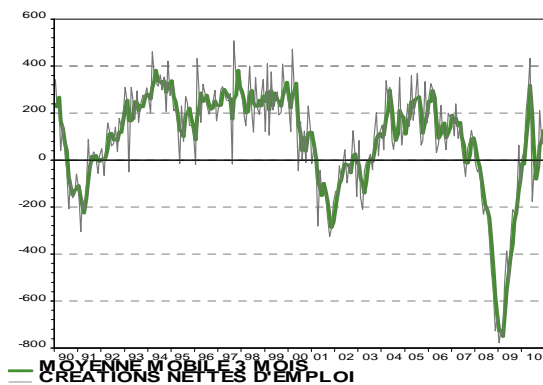
- Dans la croissance solide des pays émergents qui favorisera le commerce extérieur américain. Cette tendance est accentuée par l'affaiblissement du dollar; vis-à-vis du yen, du won coréen, du real brésilien, ... . L'envolée des prix du maïs et du blé, dont les USA sont gros producteur, contribuera à ce mouvement.
- Dans des salaires qui augmentent en termes réels avec le repli de l'inflation, ce qui soutiendra la consommation.
- Dans des bénéfices des entreprises qui ont presque retrouvé le niveau d'avant crise, ce qui les incite à investir à nouveau, même si le taux d'utilisation des capacités de production est encore réduit.

Depuis le début de la crise financière, la croissance du PIB est volatile, ce qui se traduit par une succession de phases d'optimisme et de pessimisme. Cette tendance perdurera probablement pendant un certain temps vu les nombreux défis auxquels les USA doivent faire face (faible amélioration du chômage; saisies en masse d'immeubles;

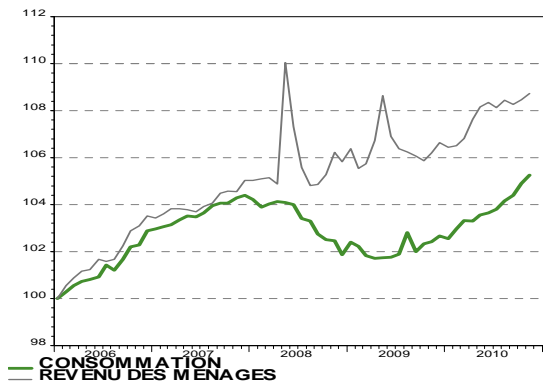
### 1. Croissance du PIB (à un an) et indice ISM dans l'industrie



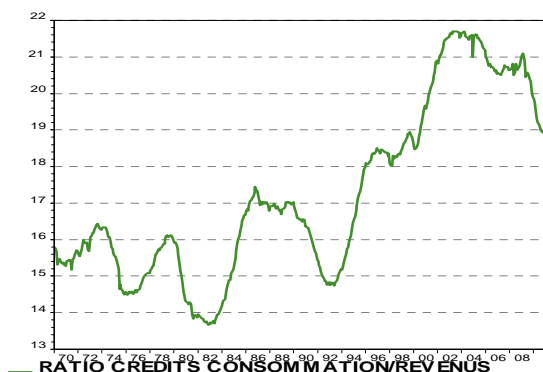
### 2. Créations nettes d'emplois (engagements moins licenciements; en 000 unités)



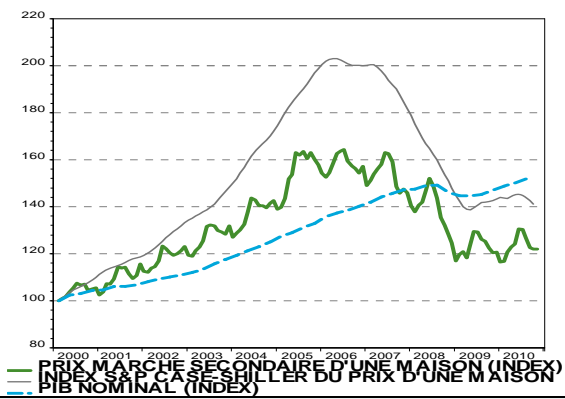
### 3. Consommation et revenus des ménages (en termes réels; indices)



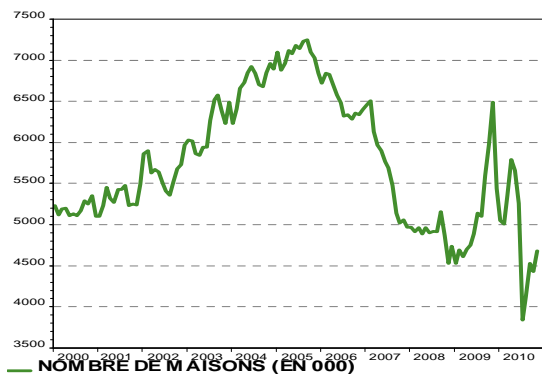
### 4. Crédits à la consommation (en% des revenus des ménages)



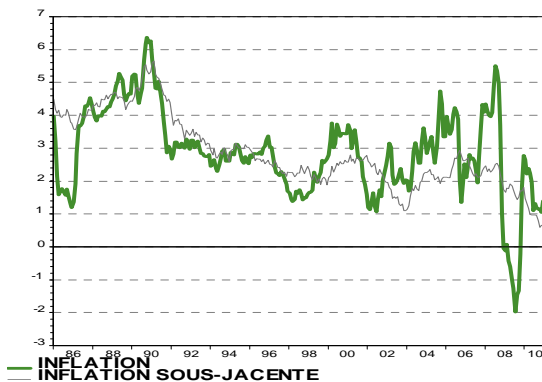
### 5. Evolution des prix immobiliers et du PIB nominal (indices)



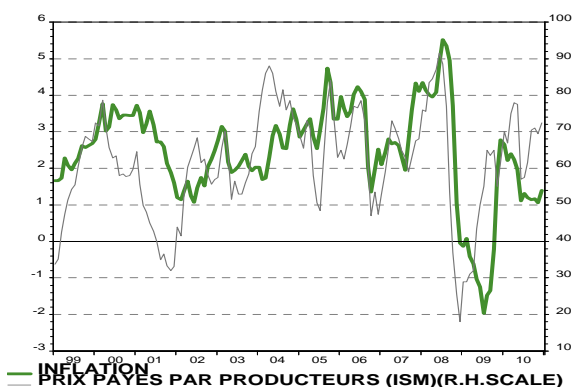
### 6. Maisons existantes à vendre sur le marché secondaire (nombre en 000 unités)



### 7. Taux d'inflation proprement dite et taux d'inflation sous-jacente (core CPI)



### 8. Taux d'inflation et prix payés par les entreprises (enquête ISM)



important déficit budgétaire). **Une véritable accélération de l'économie interviendra lorsque les ménages et l'Etat fédéral auront rééquilibré leur situation financière.** Cela ne devrait pas se produire avant 2013. En conséquence, après une croissance du PIB s'élevant à 2,9% en 2010, nous tablons sur un ralentissement à 2,6% en 2011, ce qui est loin d'être brillant selon les normes américaines.

L'inflation s'est légèrement redressée, passant de 1,1% en novembre à 1,4% en décembre sous l'impulsion des prix des produits pétroliers et des denrées alimentaires.

Plusieurs éléments suggèrent une reprise graduelle et modérée de l'inflation. Les prix à la production augmentent à la vitesse de 4% en décembre. Les entreprises doivent faire face à l'envol du prix des matières premières. Les prix des denrées alimentaires (dont ne tient pas compte l'inflation sous-jacente) sont aussi clairement à la hausse. Enfin le prix des exportations chinoises s'est accru de 7,6% en novembre (à un an d'intervalle).

Toutefois le niveau faible du taux d'utilisation des capacités de production n'incitera pas les entreprises à augmenter leurs prix. Les augmentations salariales sont limitées (vu l'importance du chômage), la reprise de l'économie peu brillante et l'inflation sous-jacente modeste (à 0,6% en décembre). C'est pourquoi nous ne tablons pas sur une véritable relance de l'inflation durant les prochains mois.

Notons que l'inflation a tendance à être volatile.

En définitive, le taux d'inflation passera de -0,3% en 2009 à 1,6% en 2010 et à 1,9% en 2011.

#### Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB ventilée par trimestre

	Crois. T/T-1 (en rythme annuel)	Crois. à 1 an
T2 2010	+1,7	+3,0
T3 2010	+2,5	+3,3
T4 2010	+3,3	+2,8
T1 2011	+2,9	+2,6
T2 2011	+2,0	+2,7
T3 2011	+2,1	+2,6
T4 2011	+2,4	+2,4
T1 2012	+2,6	+2,3

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

	2009	2010	2011
PIB	-2,6	2,9	2,6
Consommation privée	-1,2	1,7	2,8
Investissements des entreprises	-17,1	5,5	5,3
Construction résidentielle	-22,9	-3,3	-2,5
Exportations	-9,5	11,8	7,2
Importations	-13,8	13,7	6,1
Taux d'inflation	-0,3	1,6	1,9
Bal. opér. courantes (% PIB)	-2,7	-3,3	-3,7
Solde budgétaire (% PIB)	-11,3	-10,1	-9,5
Dette publique brute (en% du PIB)	83,0	90,1	96,8
Taux d'épargne des ménages	5,9	5,7	6,3

## Zone euro: l'économie a clôturé 2010 en beauté

La croissance du **PIB** de la zone euro au troisième trimestre a été légèrement revue à la baisse (de +0,4% à +0,3% sur une base trimestrielle).

Les indicateurs économiques récents montrent que la conjoncture dans la zone euro s'est bien comportée au cours des derniers mois de 2010.

L'**indicateur du sentiment économique**, qui constitue un bon baromètre de l'évolution du PIB, a progressé en décembre pour le septième mois consécutif pour atteindre son niveau le plus élevé depuis octobre 2007.

La progression de ce baromètre conjoncturel est toutefois uniquement due à l'amélioration ininterrompue de la **confiance des entreprises**. En décembre, les indices de confiance des entreprises de l'industrie et du commerce de détail se sont envolés. Dans la construction, l'indicateur de confiance a stagné et dans le secteur des services, il a légèrement reculé, tout en restant à un niveau élevé.

L'amélioration notable de la confiance des industriels est liée au bond de leurs commandes à l'exportation et de leurs commandes totales ainsi qu'à la tendance à la hausse de la production et au raffermissement des perspectives de production.

Cette tendance favorable est confirmée par l'évolution des indices des directeurs des achats ainsi que par la croissance de la production industrielle et des exportations.

L'**indice des directeurs des achats** de l'industrie manufacturière a progressé en décembre pour le troisième mois consécutif (à 57,1) et a atteint ce mois-là son niveau le plus élevé depuis avril 2010. En janvier, cet indice a légèrement reculé à 56,9.

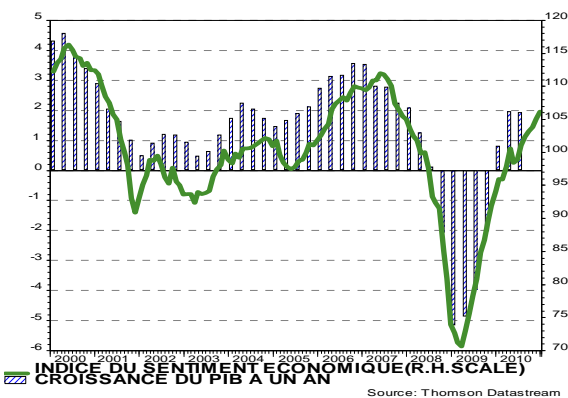
L'indice des directeurs des achats du secteur des services a reculé en décembre à 54,2, mais il a rebondi en janvier à 55,2.

Les deux indices indiquaient toujours une croissance de l'activité.

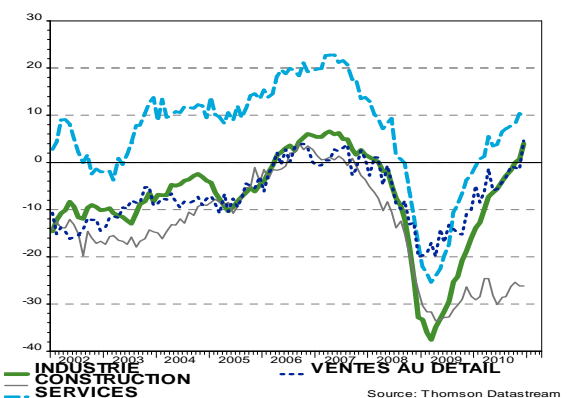
La **production industrielle** reste en forme (+ 1,1% sur une base trimestrielle et + 6,7% sur une base annuelle entre septembre et novembre). Dès lors, le **taux d'utilisation des capacités de production** renoue avec la hausse depuis les derniers mois de 2009 (à 77,6% en octobre 2010). Mais malgré cette amélioration notable, les entreprises disposent encore de beaucoup de capacités inutilisées (voir graphique 3). En 2007, donc avant le début de la récession, le taux d'utilisation moyen s'élevait encore à 84,4%.

Les **exportations** ont toujours le vent en poupe. En novembre, elles ont augmenté (en prix courants) de 21,7% sur une base annuelle. Cette année encore, les carnets de commandes à l'exportation bien remplis permettront de réaliser de bons chiffres de croissance des exportations, mais ces dernières n'échapperont pas à la modération de la croissance économique chez d'importants partenaires commerciaux, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni. La forte demande des pays émergents asiatiques et latino-américains et la dépréciation prévue de l'euro limiteront heureusement les dégâts pour les exportateurs.

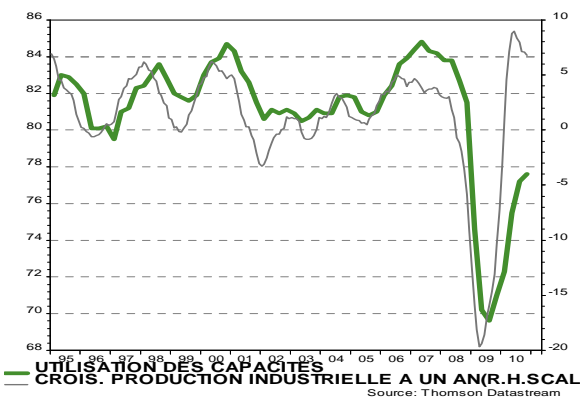
### 1. Zone euro: croissance du PIB à un an et indicateur du sentiment économique



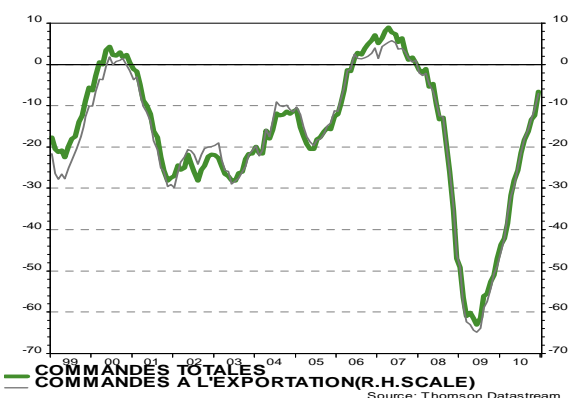
### 2. Zone euro: confiance des chefs d'entreprise (indices)



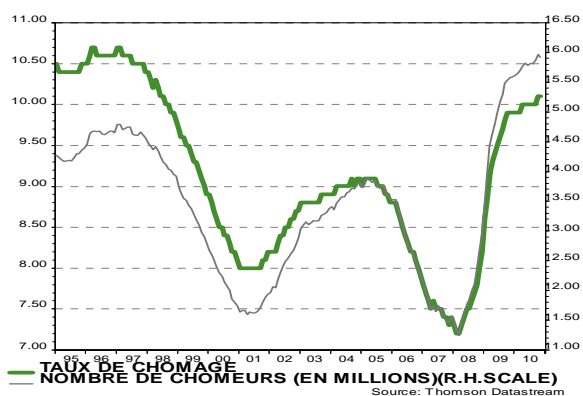
### 3. Zone euro: production industrielle (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an) et taux d'utilisation des capacités



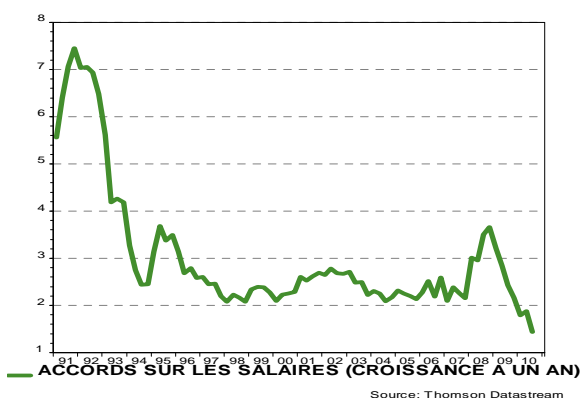
### 4. Zone euro: commandes totales et commandes à l'exportation (indices, source: Commission Européenne)



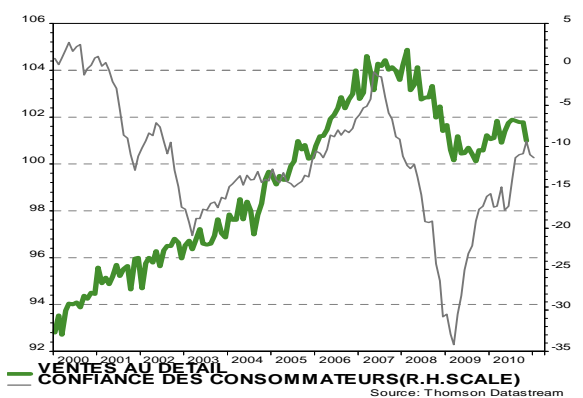
### 5. Zone euro: taux de chômage et nombre de chômeurs



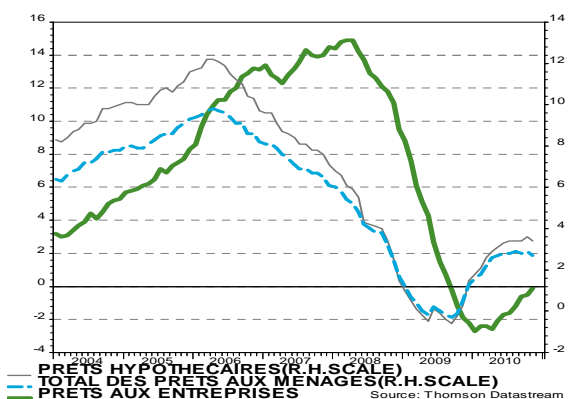
### 6. Zone euro: évolution des accords sur les salaires (croissance à un an)



### 7. Zone euro: ventes au détail et confiance des consommateurs (indices)



### 8. Zone euro: octroi des crédits (croissance à un an)



La situation sur le **marché de l'emploi** est loin d'être brillante. En novembre, le nombre de chômeurs dans la zone euro a certes baissé de 0,2% en comparaison avec le mois d'octobre. Mais sur une base annuelle, il a augmenté de 2,2%. Le taux de chômage s'est stabilisé à 10,1% en novembre, le niveau le plus élevé depuis juillet 1998.

L'hiver rigoureux a laissé des traces en décembre dans les statistiques du chômage, en raison de son impact sur le secteur de la construction. Le nombre de chômeurs a ainsi augmenté en Allemagne de façon inattendue en décembre (après 17 mois consécutifs de baisse), la construction travaillant au ralenti.

Cette année, la croissance du PIB régressera, principalement à la suite de l'assainissement budgétaire draconien dans différents pays de la zone euro.

Outre les augmentations salariales limitées (voir graphique 6) - à la suite du taux de chômage élevé et du gel voire même de la diminution des salaires des fonctionnaires-, la hausse de la pression fiscale et la baisse des allocations sociales limiteront la croissance des revenus disponibles.

Rien d'étonnant donc à ce que les consommateurs soient moins optimistes ces derniers mois et qu'ils soient près de leurs sous.

L'indice de **confiance des consommateurs** a baissé en décembre et en janvier. En décembre, les consommateurs se sont fait plus de souci à propos des perspectives économiques, de l'inflation et de l'évolution future du chômage. Ils étaient également moins enclins à faire des achats importants.

Et les **ventes au détail** ont subi le contrecoup de la baisse de confiance des consommateurs. Car après avoir stagné en octobre, le chiffre d'affaires des détaillants dans la zone euro a diminué en novembre (de 0,8% sur une base mensuelle). Entre septembre et novembre, les ventes au détail ont baissé de 0,3% par rapport aux trois mois précédents et n'ont progressé que d'1,1% sur une base annuelle.

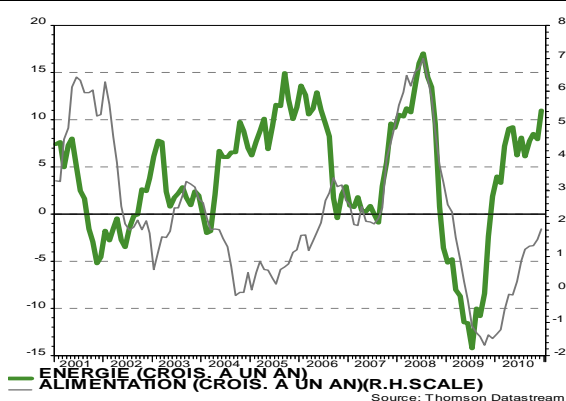
Dans la zone euro, les ventes de voitures ont été plus nombreuses au quatrième trimestre de 2010 qu'au troisième trimestre. Elles ont été stimulées par la suppression de la prime à la casse en France à la fin décembre. Mais elles ont baissé dans les pays de la zone euro de 11% au cours des trois derniers mois de l'an dernier par rapport au quatrième trimestre de 2009.

Les banques octroient cependant plus de **crédits**. En novembre, l'octroi de crédits au secteur privé a enregistré une hausse de 2% sur une base annuelle, l'augmentation la plus forte depuis avril 2009.

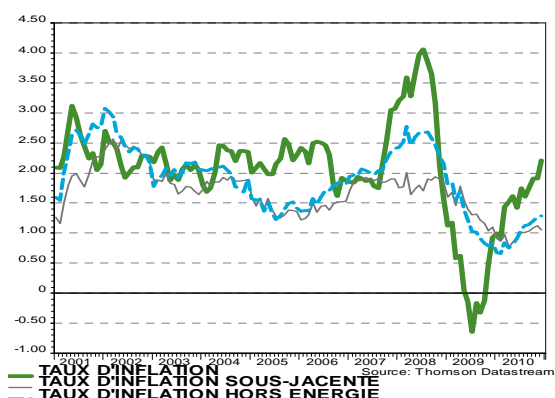
Pour l'octroi de crédits aux entreprises, le pire est derrière nous. Par rapport à il y a un an, il n'a reculé que de 0,1% en novembre (contre une baisse record de 2,7% en janvier 2010).

La croissance des crédits aux particuliers s'est ralentie en novembre à 2,7% (contre +2,9% en octobre). Ce sont les crédits hypothécaires qui réalisent la meilleure performance (+3,4% sur une base annuelle en novembre).

### 9. Zone euro: évolution des prix de l'énergie et des denrées alimentaires (croissance à un an)



### 10. Zone euro: taux d'inflation



L'inflation dans la zone euro est passée d'1,91% en novembre à 2,21% en décembre. Il s'agit du taux d'inflation le plus élevé depuis octobre 2008 et c'est la première fois depuis novembre 2008 que l'inflation dépasse la norme de 2% de la BCE.

La hausse de l'inflation est surtout provoquée par l'augmentation des prix des carburants et des aliments frais. Le mazout de chauffage est plus cher de 26,9% en décembre par rapport à décembre 2009 et les légumes de 9,3%. Abstraction faite de l'énergie, l'inflation est restée limitée à 1,29% le mois dernier.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, est restée sous contrôle. En décembre, elle ne s'élevait qu'à 1,06%.

Nous prévoyons que l'inflation moyenne sera proche de la norme de 2% de la BCE cette année, car la modération salariale, la faiblesse de la consommation, la hausse de la productivité et l'importante capacité de production inutilisée contribueront à compenser les conséquences inflationnistes de la progression des prix des matières premières et de la dépréciation attendue de l'euro par rapport au dollar.

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

	Crois. T/T-1 (en rythme annuel)	Crois. à 1 an
T2 2010	+4,1	+2,0
T3 2010	+1,4	+1,9
T4 2010	+1,5	+2,1
T1 2011	+0,9	+1,9
T2 2011	+1,3	+1,3
T3 2011	+1,4	+1,3
T4 2011	+1,7	+1,3
T1 2012	+1,7	+1,5

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

	2009	2010	2011
PIB	-4,0	1,7	1,4
Consommation privée	-1,0	0,7	0,8
Investissements	-11,3	-0,9	3,4
Exportations	-13,1	9,9	6,4
Importations	-11,8	10,2	6,6
Taux d'inflation	0,3	1,6	2,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	-0,5	0,2

## Royaume-Uni: contraction surprenante du PIB

Après une croissance (sur une base trimestrielle) du PIB d'1,1% au deuxième trimestre et de 0,7% au troisième trimestre, l'économie s'est contractée au quatrième trimestre (de 0,5% sur une base trimestrielle selon une première estimation), suite aux intempéries hivernales en décembre.

L'expansion musclée dans l'industrie contraste avec le fléchissement dans le secteur des services et de la construction.

La **production industrielle** a augmenté de 0,8% entre septembre et novembre sur une base trimestrielle et de 3,5% sur une base annuelle, sous l'impulsion des **exportations** (qui, au cours de la même période, ont progressé de 2,6% en prix courants sur une base trimestrielle et de 15,8% sur une base annuelle).

Selon l'enquête mensuelle de la Commission européenne, l'**indicateur de confiance des entreprises** industrielle s'est envolé en décembre, grâce aux carnets de commandes mieux remplis (tant les commandes à l'exportation que les commandes totales). Cette tendance est confirmée par l'**indice des directeurs des achats**.

L'indice des directeurs des achats de l'industrie manufacturière a augmenté à 58,3 en décembre, le niveau le plus élevé depuis septembre 1994, ce qui suggère une forte expansion des activités dans le secteur.

L'indicateur de confiance et l'indice des directeurs des achats du secteur des services ont cependant baissé en décembre. L'indice des directeurs des achats a glissé en décembre pour la première fois depuis avril 2009 sous la limite critique des 50 points (à savoir à 49,7), ce qui suggère un léger repli de l'activité.

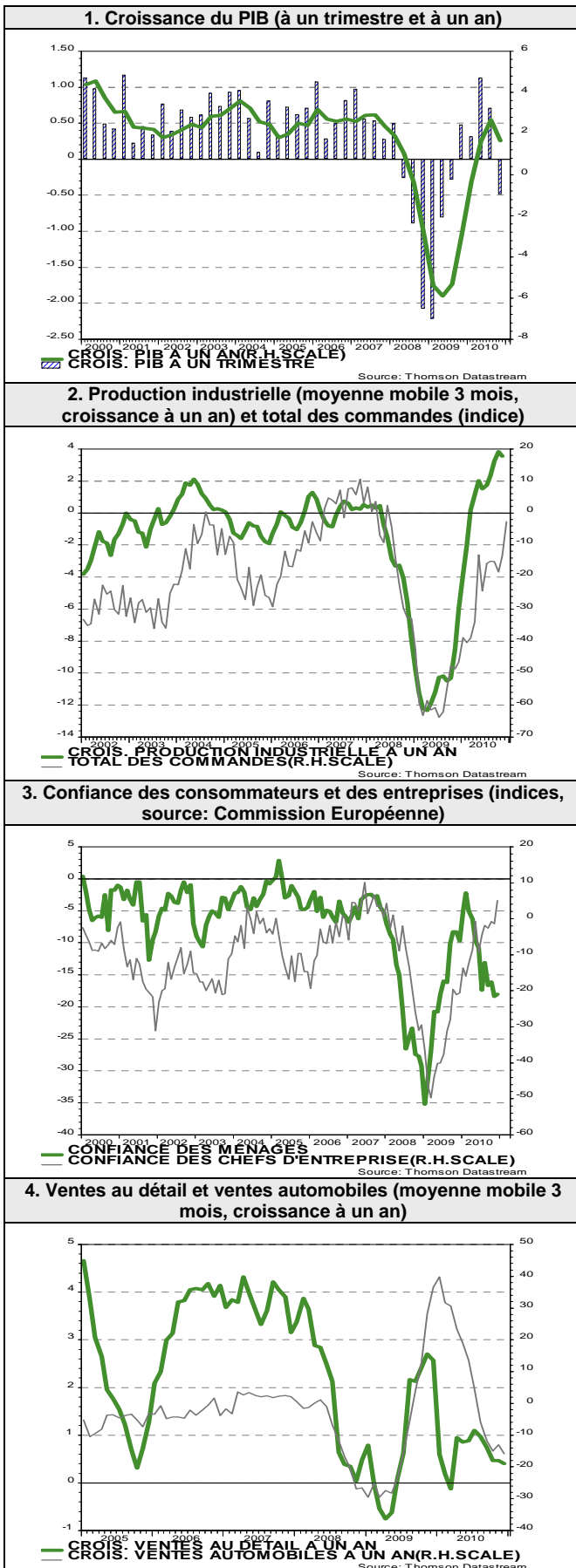
En décembre, l'indice de confiance des entreprises du secteur de la construction a compensé en partie la baisse de novembre. Mais ici aussi, l'indice des directeurs des achats (qui a baissé à 49,1) suggérait un fléchissement de l'activité.

L'affaiblissement de l'indice des directeurs des achats dans le secteur des services et de la construction est certes lié aux rigueurs de l'hiver en décembre et à la baisse de confiance des consommateurs.

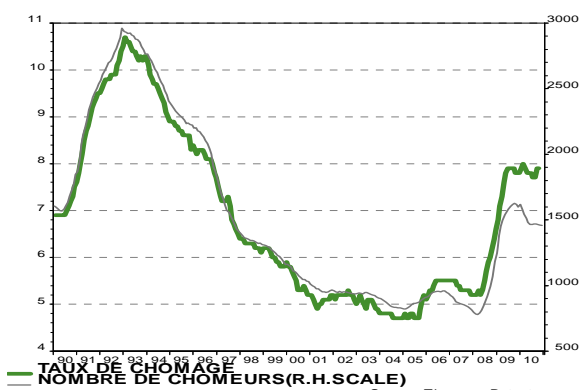
L'indice de confiance **des consommateurs** a légèrement progressé en décembre par rapport à novembre, mais il se trouve toujours sous le niveau d'octobre.

Le mois dernier, les consommateurs se sont montrés plus pessimistes à propos de l'inflation et de leurs capacités à épargner mais plus optimistes à propos de l'évolution future du marché de l'emploi.

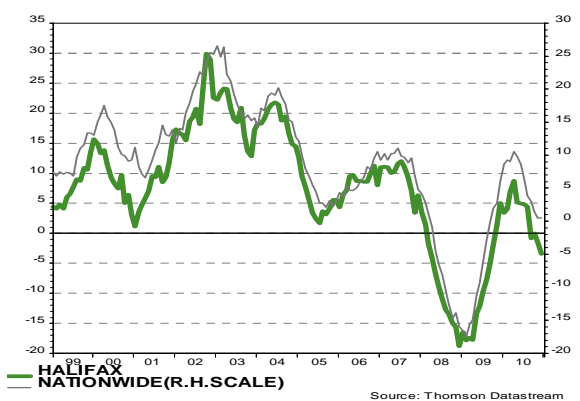
La perspective d'une augmentation de la TVA en janvier aurait dû normalement stimuler les **ventes au détail**. Mais le temps exceptionnellement rigoureux y a mis le holà. Les ventes au détail ont fléchi de 0,8% en décembre par rapport à novembre. Au quatrième trimestre, elles n'ont même augmenté que de 0,2% par rapport au troisième trimestre. Combiné aux ventes timides de voitures (entre juillet et décembre, les ventes de voitures ont été moins élevées que pendant le second semestre de 2009), cela ne promet rien de bon pour la consommation des particuliers.



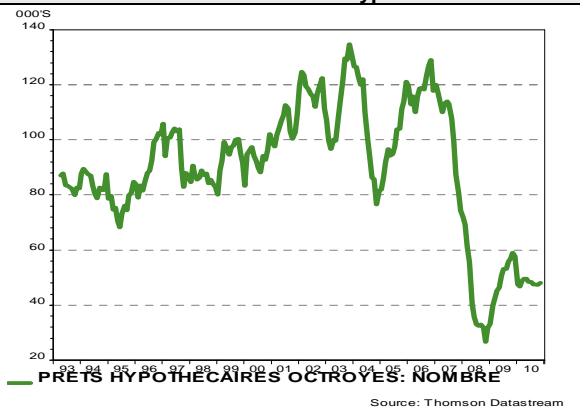
### 5. Taux de chômage et nombre de chômeurs indemnisés (en milliers)



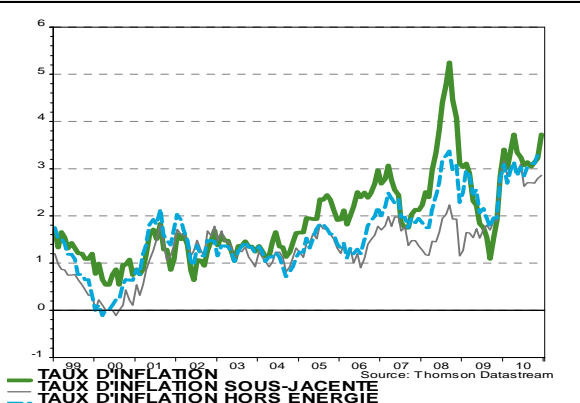
### 6. Evolution des prix des logements (croissance à un an)



### 7. Evolution des crédits hypothécaires



### 8. Taux d'inflation



Cette année, la croissance de la **consommation des particuliers** restera limitée. Le revenu disponible sera rogné par la baisse des allocations sociales, par la détérioration du marché de l'emploi en raison de la suppression massive d'emplois dans la fonction publique (330.000 postes d'ici 2015) et par l'augmentation des impôts (c'est surtout la hausse de la TVA de 17,5% à 20% depuis le 4 janvier qui saute aux yeux).

En outre, le **taux de chômage** toujours élevé (7,9%) limite la marge de manœuvre pour les augmentations salariales. En novembre, les salaires, sans les bonus, ont augmenté de 2,3% sur une base annuelle, soit moins que l'inflation. D'ailleurs, le consommateur est en train de rembourser ses dettes depuis un certain temps et il épargne davantage. C'est ainsi que la **propension à épargner** est passée de 3,5% au deuxième trimestre de l'an dernier à 5% au troisième trimestre.

Le **marché immobilier** n'est pas encore sur la voie de la reprise. Selon la société de prêts hypothécaires Halifax, les prix des logements ont baissé en novembre et décembre sur une base annuelle. Son concurrent, Nationwide, ne les a vu progresser que de 0,5% par rapport à l'année précédente. L'enthousiasme mitigé des acheteurs potentiels et les conditions de crédits strictes imposées par les banques expliquent l'évolution à la baisse des prix des logements.

En novembre, les banques ont approuvé 48.019 prêts hypothécaires, soit une hausse de 1,5% en comparaison avec octobre. Il faut remonter à juillet 2010 pour trouver un nombre plus élevé d'octrois de prêts hypothécaires. Mais, sur une base annuelle, la tendance demeure négative puisqu'en novembre, le nombre de crédits hypothécaires qui ont reçu le feu vert était inférieur de 18,6% au niveau de novembre 2009.

En outre, le nombre de crédits hypothécaires octroyés est toujours bien inférieur au niveau d'avant la crise économique (entre janvier 2006 et décembre 2007, 111.592 crédits hypothécaires étaient en moyenne octroyés chaque mois).

En raison de la hausse des prix des carburants et de l'alimentation, l'**inflation** est passée de 3,21% en novembre à 3,73% en décembre, le niveau le plus élevé depuis novembre 2008.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, progressait à 2,86% en décembre.

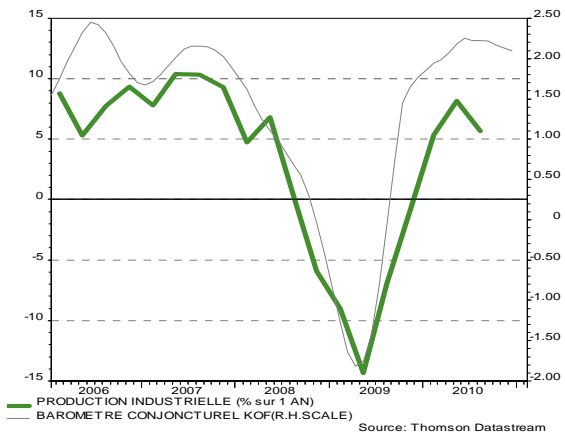
Le 13 janvier, la Bank of England a gardé son **taux de base** à 0,50%, soit à son plancher. De même, elle n'a pas modifié son programme d'achat d'obligations d'Etat (d'une valeur de 200 milliards de livres sterling).

Etant donné qu'outre la modération salariale, l'assainissement budgétaire draconien limitera la croissance économique cette année et exercera une influence positive sur l'inflation, la banque centrale britannique ne majorera pas rapidement son taux de base. Nous ne tablons sur une première augmentation du taux de base britannique (de 25 points de base) qu'à l'automne 2011.

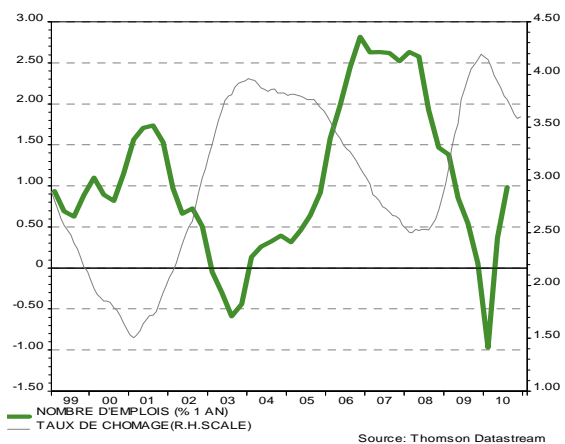
Royaume-Uni			
	2009	2010	2011
PIB (crois. à un an)	-4,9	1,4	1,6
Taux d'inflation	2,2	3,3	3,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-1,7	-1,9	-1,4

## Suisse: la croissance se stabilise

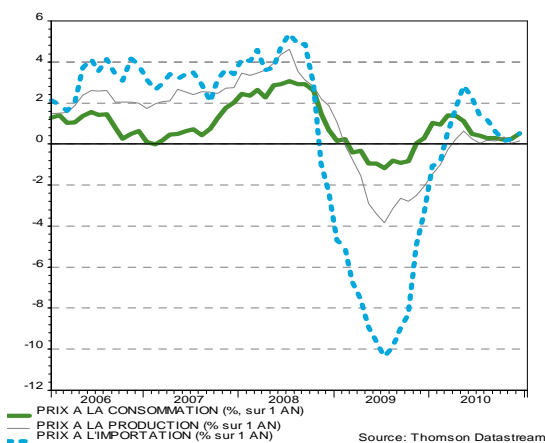
### 1. Production industrielle et baromètre conjoncturel



### 2. Marché de l'emploi



### 3. Evolution des prix



### 4. Taux de change



Le PIB aura sans doute progressé de 2,7% en 2010. La rapidité de l'essor économique résulte de taux de croissance solides de la consommation privée (1,8%), des investissements de construction et d'équipement (3,1% et 4,6%) ainsi que des exportations (7,2%). Ce processus s'est accompagné d'une évolution positive du marché de l'emploi (+ 0,6%). Le taux de chômage a augmenté en décembre, passant de 3,6% en novembre 2010 à 3,8%. Mais par rapport au mois correspondant de l'année précédente le taux de chômage a diminué de 14,0%. L'indice des prix à la consommation est resté stable en décembre 2010 par rapport au mois précédent. En rythme annuel, l'inflation a atteint 0,5%, contre 0,2% en novembre 2010 et 0,3% en décembre 2009. Le renchérissement annuel moyen était de 0,7% en 2010. L'indice des prix à la production a diminué de -0,1% sur un an et les prix des produits importés ont augmenté de 0,8% en moyenne.

Le baromètre conjoncturel indique 2,10 en décembre, ce qui représente un petit recul de 0,03 point par rapport au mois précédent. Le léger mouvement à la baisse s'est donc poursuivi. Le baromètre demeure cependant à un niveau élevé. Le taux de croissance du PIB par rapport à l'année précédente devrait par conséquent rester positif dans les mois à venir, même s'il subit un léger fléchissement.

Selon le KOF, les principaux soutiens de la croissance économique – consommation privée, investissements productifs et exportations – resteront déterminants en 2011. La consommation privée progressera de 1,6% en 2011. Les investissements d'équipement se sont remis des effets de la crise ; ils augmenteront de 4,4% en 2011. Les investissements de construction progresseront de 2,4% en 2011. La situation poursuivra son amélioration sur le marché de l'emploi. L'emploi s'accroîtra de 0,8% en 2011, et le taux de chômage poursuivra sa baisse en moyenne annuelle pour s'établir à 3,3%. L'inflation serait stable à 0,7%.

La situation avantageuse dans laquelle les indicateurs macroéconomiques (croissance, finances publiques, chômage) placent la Suisse en comparaison internationale et les turbulences qui affectent la zone euro ont mené à la forte appréciation du franc suisse. Le 3 janvier 2011 un sommet a été atteint de 1,2465 par rapport à l'euro et de 0,9362 par rapport au dollar. Depuis lors, il y eu une légère détente et le franc a clôturé la semaine à respectivement 1,3013 et 0,9636.

L'évolution du franc suisse demeure un facteur de risque pour l'évolution future. Mais l'industrie suisse se caractérise par une spécialisation et une diversification telles que l'intensité du taux de change présente des différences notables entre les secteurs et les pays dans le domaine des exportations. Ainsi, les variations du taux de change peuvent être amorties dans une certaine mesure. Le principal déterminant de l'évolution du commerce extérieur demeure cependant la situation conjoncturelle internationale. La répartition géographique des chiffres nominaux montre que les exportations vers les pays industrialisés ont légèrement régressé. Par contre il y a l'importance acquise par les pays émergents ainsi que les pays en transformation et en développement pour les exportations suisses.

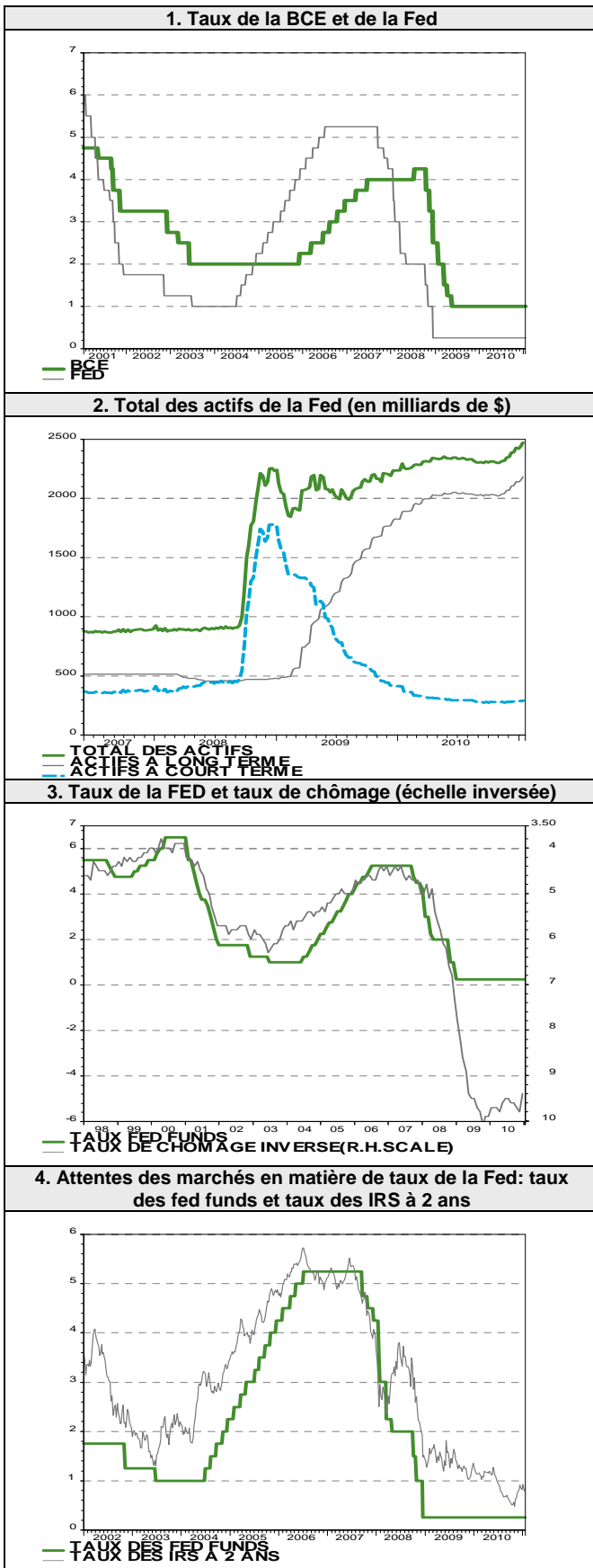
## Marché monétaire: la BCE durcit quelque peu de ton

La Fed a mis effectivement en œuvre son programme d'achat massif d'obligations du Trésor, son portefeuille de ce type d'actif grimpeant de 819 milliards de dollars début novembre à 1.044 milliards de dollars le 14 janvier. Ce programme, décidé le 3 novembre, vise à acheter d'ici juin 2011 pour 600 milliards de dollars d'obligations émises par le Trésor. A cela s'ajoutent 200 à 300 milliards de dollars d'achats de ces mêmes obligations pour compenser les arrivées à échéance de titres hypothécaires qu'elle a en portefeuille. N'ayant plus de marge pour réduire son taux directeur (celui-ci étant fixé à 0% / 0,25% depuis mi-décembre 2008), la Fed s'était lancée sur cette voie afin de soutenir au maximum l'économie. En procédant ainsi elle espère pousser les taux obligataires mais aussi les taux des crédits à long terme vers le bas.

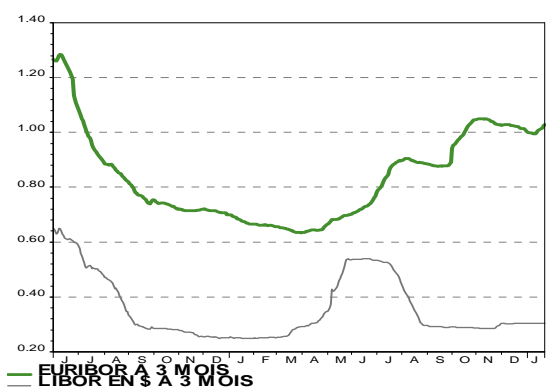
L'utilisation de cet outil étant inhabituelle, cette banque centrale s'est lancée dans l'inconnu. Ce programme comprend des risques (risque de créations de nouvelles bulles; risque de volatilité du marché obligataire; risque de déstabilisation des économies émergentes vers lesquelles sera probablement détournée une partie importante des nouvelles liquidités qu'elle a injectées; ...) et est d'ailleurs fort critiqué. C'est pourquoi elle en surveillera attentivement le déroulement et pourrait donc l'ajuster. Jusqu'à présent, ce programme a eu comme effet un affaiblissement du dollar vis-à-vis des monnaies émergentes et une montée de la bourse; par contre il a entraîné une forte volatilité des taux obligataires.

Depuis début novembre, l'environnement a évolué: on est passé d'une phase de pessimisme à une phase d'optimisme quant à l'évolution de l'économie. De plus il y a eu la décision surprise d'une nouvelle réduction d'impôts qui stimulera l'économie. On peut donc se demander si la Fed ne va pas réduire son programme d'achat massif d'obligations. La réponse est négative, car avec une croissance modérée du PIB (de 2,6%), le chômage (à 9,4% actuellement) prendra plusieurs années avant d'atteindre un niveau normal. Or aux USA, un taux de chômage élevé pousse l'inflation vers le bas, ce qui accroît le risque de déflation, scénario que la Fed veut éviter à tout prix (cfr. l'expérience japonaise). Il en est de même pour le taux d'utilisation des capacités de production, qui est encore à un niveau réduit, ce qui n'incite pas les entreprises à augmenter leurs prix. Pour qu'elle révisé ce programme vers le bas, il faudra donc qu'elle constate une amélioration substantielle et durable du chômage, ce qui n'interviendra pas avant un certain temps.

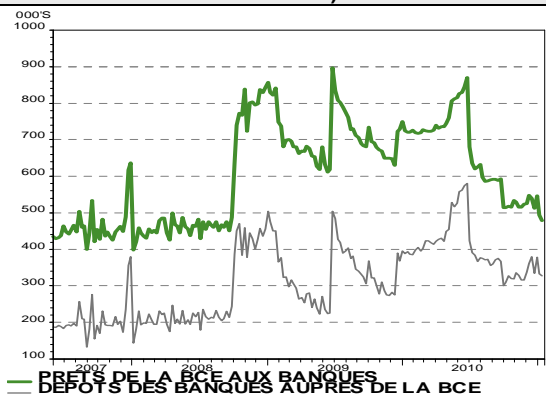
Les marchés commencent à envisager un relèvement du taux directeur en fin d'année. Toutefois avec une perspective de croissance de 2,6% du PIB en 2011, ce qui est considéré comme mauvais par les américains, il y a peu de chance que la Fed relève ses taux cette année. Elle amorcera ce mouvement au printemps 2012. Le taux des IRS à 2 ans, qui représente assez bien le sentiment des marchés quant à l'évolution future du taux directeur de la Fed, s'élève à seulement 0,83% actuellement. Cela ne suggère pas de relèvement du taux directeur un certain temps.



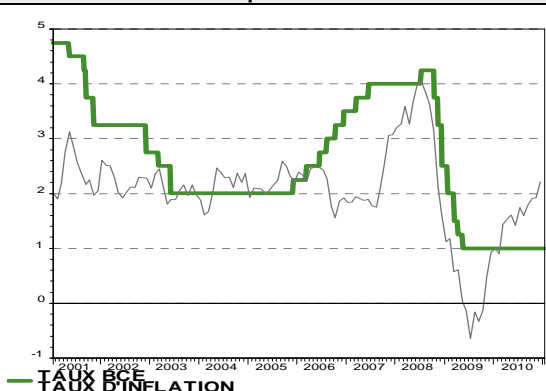
### 5. Libor en dollars et Euribor à 3 mois



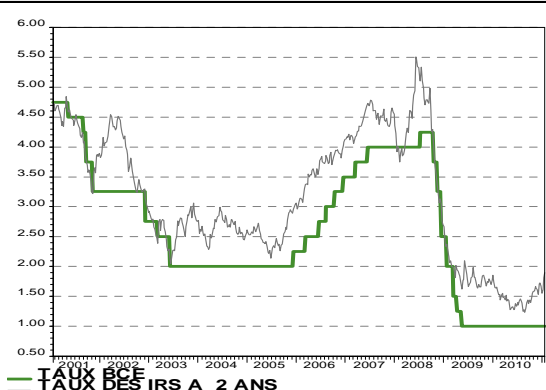
### 6. Liquidités accordées par la BCE aux banques (en millions d'euros)



### 7. Zone euro: taux Repo de la BCE et taux d'inflation



### 8. Attentes des marchés en matière de taux de la BCE: taux REPO et taux des IRS à 2 ans



Lors de sa réunion de début janvier, la **BCE** a adopté un ton plus agressif à cause de la remontée du taux d'inflation qui a atteint 2,2% en décembre. Elle a en effet précisé dans le communiqué, publié à l'issue de cette réunion, que cette situation doit être suivie très attentivement et que les risques à moyen terme en ce qui concerne l'inflation, s'ils sont équilibrés actuellement, pourraient augmenter. Un relèvement du taux directeur (qui s'élève à 1% actuellement) n'est donc pas exclu à la fin de l'année. Ce relèvement éventuel n'est pas incompatible avec la poursuite de la politique d'apport de fonds illimités aux banques en difficulté et d'achat d'obligations des pays périphériques.

En adoptant ce ton plus ferme, la BCE a poussé l'euro vers le haut), ce qui réduit les prix des importations et donc aussi les prix à la consommation. Notons qu'il y a quelques mois à peine, l'euro était l'objet de dures attaques (certains analystes prévoient des scénarios très sombres). Dans ce contexte, la BCE reste prudente.

La BCE a continué au cours des dernières semaines d'éponger les liquidités qu'elle avait injectées massivement dans le système financier après l'éclatement de la crise financière. Le volume de celles-ci est redescendu de 870 milliards d'euros en juin 2010 à 478 milliards d'euros le 14 janvier 2011. Cette réduction a entraîné un raidissement de l'euribor à 3 mois, qui est passé de 0,63% début avril à 1,03% le 25 janvier, repassant ainsi au dessus du taux directeur de la BCE (soit 1%).

Durant les prochains mois, l'expansion de l'économie ne sera guère brillante vu l'austérité budgétaire; le climat de crise persistera aussi. A court terme, il est donc peu probable que la BCE relève ses taux. Le taux de l'IRS à 2 ans (qui présage assez bien l'évolution du taux directeur) s'élève à 1,90% le 25 janvier, ce qui suggère que la BCE ne relèvera pas son taux directeur avant plusieurs mois.

## Marché obligataire: influence temporaire des achats d'obligations par la Fed sur les taux

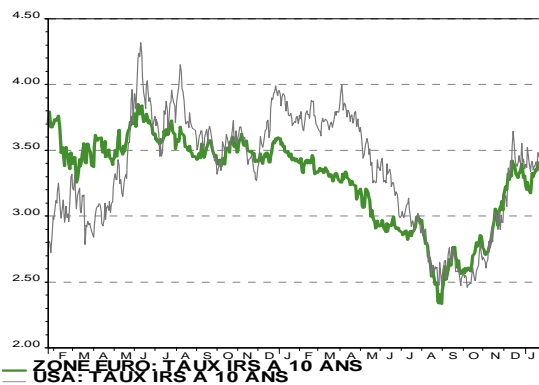
**Aux USA**, le taux des IRS américain à 10 ans a grimpé, passant de 2,66% le 3 novembre à 3,42% le 10 décembre malgré les achats massifs d'obligations, opérés par la Fed depuis début novembre. A l'origine de cette remontée, il y a plusieurs facteurs

- Ce taux, qui était proche de son minimum historique, était peu attractif pour les investisseurs.
- Les perspectives conjoncturelles se sont améliorées durant les derniers mois de l'année, ce qui a surpris les investisseurs et entraîné une vente massive d'obligations. Cette amélioration sera accentuée par la nouvelle réduction d'impôts, qui, par ailleurs, gonflera le déficit budgétaire de 200 milliards de dollars.
- Le sentiment vis-à-vis de l'inflation a évolué alors que les prix des produits pétroliers et des matières premières s'envolent.
- L'évolution des taux obligataires est conforme à celle observée durant la précédente vague d'achat massif d'obligations par la Fed. En effet entre mars 2009 et octobre 2009, la Fed avait lancé un programme analogue. Comme maintenant celui-ci avait été anticipé par les marchés, le taux des IRS plongeant à un minimum de 2,21% le 17/12/2008 c.à.d. avant le début de ce programme; ensuite ce taux est remonté à 3,28% début mai 2009 (soit 2 mois après le début du programme) et à 3,55% en octobre 2009, c.à.d. à l'arrivée à terme de ce programme (voir graphique 2).
- Les agences de rating commencent à s'inquiéter de l'ampleur de la dette publique américaine.

Depuis mi-décembre, le taux des IRS semble se stabiliser. Il a en effet retrouvé un niveau plus normal, se rapprochant du niveau observé entre le printemps 2009 et le printemps 2010, ce qui correspond mieux au contexte économique. Les achats massifs de la Fed jouent probablement aussi un rôle modérateur sur les taux d'intérêt. Selon leurs déclarations récentes, la plupart des membres du comité de la Fed continuent à soutenir ces achats. Il est d'ailleurs difficile de revenir en arrière sans provoquer des remous.

En ce qui concerne l'avenir, dans un premier temps, le taux des IRS pourrait fluctuer entre 2,9% et 3,9%, car la Fed souhaite que les taux restent très bas. De plus après leur récent redressement, les taux sont probablement devenus plus attractifs pour les investisseurs. La courbe des taux est d'ailleurs à nouveau très ascendante. Dans un second temps, ces taux pourraient monter à nouveau. En effet lorsque la Fed arrêtera son programme d'achat en principe en juillet, les taux remonteront naturellement vers un niveau plus normal. Cette remontée sera probablement anticipée par les marchés. Cependant il est possible que la Fed manœuvrera afin d'éviter une progression trop rapide d'ici juillet des taux obligataires. Notons d'ailleurs qu'elle n'a fixé aucun terme à un autre programme à savoir le réinvestissement des montants libérés par les titres en portefeuille qui arrivent à échéance, ce qui signifie qu'elle continuera à acquérir des obligations au delà de fin juin.

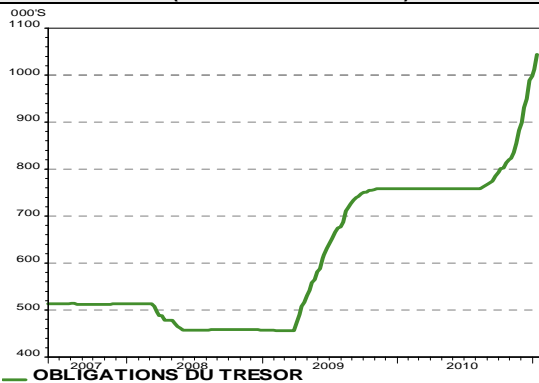
### 1. Taux des IRS à 10 ans aux USA et dans la zone euro



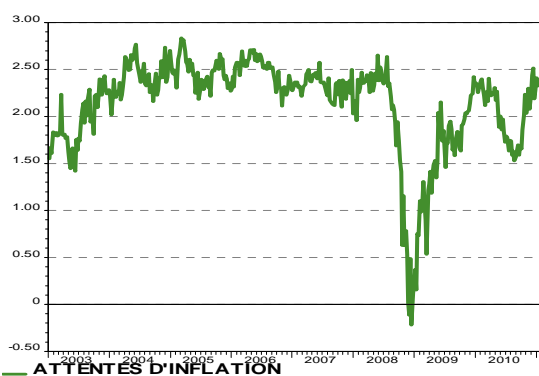
### 2. USA: évolution du taux des IRS pendant le précédent programme d'achat massif d'obligation par la Fed (3/2009 à 10/2009)



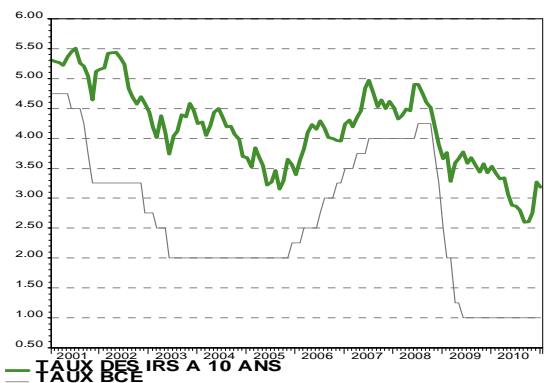
### 3. USA: actifs de la Fed – portefeuille d'obligations du Trésor (en milliards de dollars)



### 4. USA: taux des IRS à 10 ans et attentes d'inflation selon les marchés (TIPS)

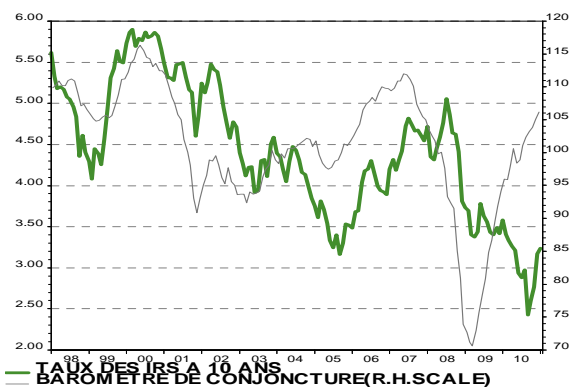


**5. Zone euro: taux des IRS à 10 ans et taux Repo de la BCE**



Le taux des IRS de la zone euro a suivi la même trajectoire que son correspondant américain, grim pant d'un minimum de 2,33% atteint le 31 août à 3,42% le 14 décembre. Cette remontée est soutenue par l'étonnante résistance de la conjoncture européenne aux mesures d'austérité sévères, mises au point dans de nombreux pays de la zone euro après l'éclatement de la crise de l'endettement. Le redécollage de l'inflation, qui a atteint 2,2% en décembre, a pu aussi faire peur aux investisseurs.

**6. Zone Euro: taux des IRS à 10 ans et évolution du baromètre de conjoncture**



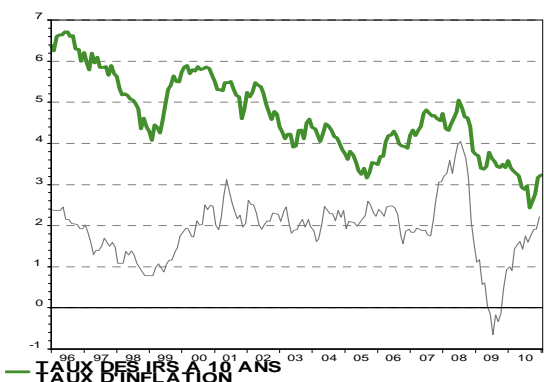
Ensuite le taux des IRS s'est désolidarisé de la tendance observée Outre-Atlantique, ce taux redescendant de 3,42% le 14 décembre à 3,17% le 10 janvier avec l'aggravation de la crise financière en Europe. Les CDS, qui permettent de se couvrir contre le risque de faillite d'une banque, ont monté spécialement pour les caisses d'épargne espagnoles et pour les banques portugaises, atteignant des niveaux préoccupant.

Enfin avec l'atténuation de la crise financière et la publication d'excellents baromètres de conjoncture, le taux des IRS est reparti à la hausse à 3,40% le 25 janvier, se rapprochant ainsi de son correspondant américain.

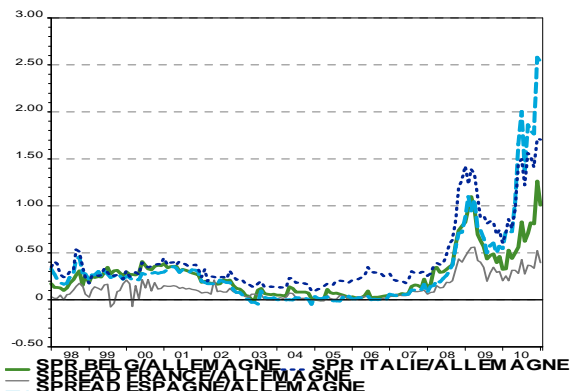
En ce qui concerne l'avenir, dans un premier temps, le taux des IRS devrait d'abord osciller entre 3% et 3,7%. Il devrait ensuite amorcer une remontée modérée lorsqu'approchera la fin du programme d'achat massif d'obligations par la Fed, fin qui poussera les taux des IRS américains vers le haut. Cette remontée sera tempérée par une conjoncture européenne, qui ne sera guère enthousiasmante en 2011, mais aussi en 2012 avec la poursuite des programmes de réduction des déficits budgétaires.

Soulignons que la volatilité des taux sera plus faible dans la zone Euro qu'aux USA, car la BCE ne s'est pas engagée dans des programmes audacieux qui ont un impact direct sur les taux obligataires.

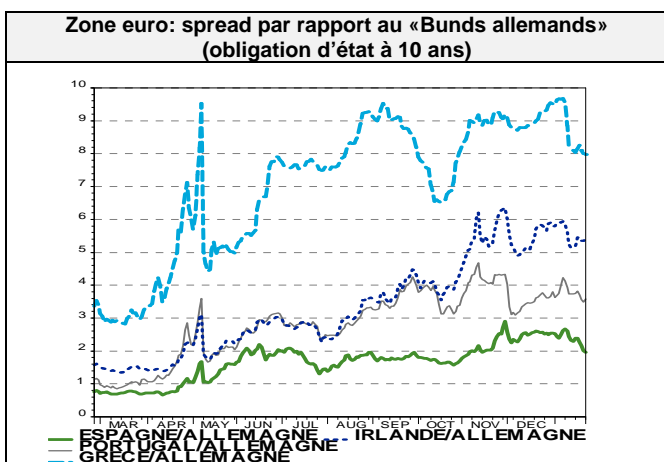
**7. Zone Euro: taux des IRS à 10 ans et taux d'inflation**



**8. Zone euro: spread par rapport au bund (obl. à 10 ans)**



Depuis le début de l'année, les spreads entre les taux des pays périphériques de la zone euro et celui de l'Allemagne se sont significativement détendus tout en restant encore à un niveau élevé.



Les différents pays ont publié les premiers résultats quant à l'évolution de leurs Finances Publiques en 2010. Ceux-ci n'ont pas réservé de mauvaises surprises. L'objectif de réduction du déficit semble avoir été atteint voire légèrement dépassé dans le bon sens. Malgré cette réduction, les déficits demeurent encore trop élevés (9,6% du PIB pour la Grèce, 7,3% pour le Portugal, 9,3% pour l'Espagne et 32,3% pour l'Irlande). L'inquiétude subsiste donc. En effet

- Le gros de l'objectif de réduction porte sur 2011, ce qui signifie que cette année sera cruciale. On verra donc dans quelle mesure l'augmentation des spreads était justifiée.
- Les Finances Publiques pourraient être affectées par des mauvaises surprises quant à la situation financière des banques spécialement en Espagne et au Portugal. Cela pourrait imposer la mise au point de nouveaux plans de sauvetage.

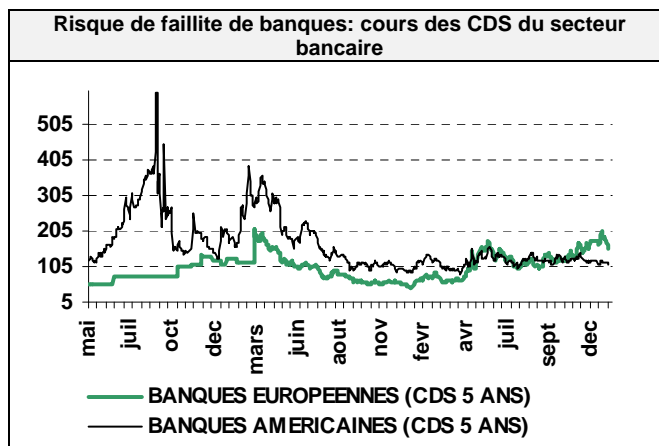
Selon des rumeurs, il existerait un projet de réduction de la dette publique des pays en difficulté. Selon ces rumeurs, le fonds européens de stabilisation financière achèterait des dettes des pays périphériques sur le marché au cours du jour (soit par ex. avec une décote de 30%). Ensuite il les revendrait au pays d'origine à leur cours d'achat lorsque la situation financière du pays irait mieux. Comme les titres avaient été achetés avec une décote importante sur les marchés, la dette publique est diminuée de la décote ce qui aurait le même effet qu'une restructuration de la dette. Seule différence, les détenteurs d'obligations ne sont pas obligés de vendre leurs titres.

En Espagne, on aura d'ici fin mars une meilleure idée de la situation des caisses d'épargne. Selon certaines rumeurs, elles devraient être recapitalisées à concurrence de 30 à 80 milliards d'euros. Cette charge devrait être gérable pour l'Espagne, car elle ne représente 'que' de 2,8% à 7,5% du PIB. Cela ferait passer la dette publique dans une fourchette comprise entre 72,5% et 77,2% du PIB. On serait donc très en dessous du coût du sauvetage des banques irlandaises.

Au Portugal, les CDS, qui permettent de couvrir contre le risque de faillite d'une banque, sont parmi les plus élevés de la zone euro (après l'Irlande). La crise politique (le gouvernement étant minoritaire) ne pourrait pas être

résolue avant les prochaines élections parlementaires, qui ne peuvent pas se tenir avant mai 2011. Cela rend difficile la mise au point d'un plan drastique de réduction de l'important déficit budgétaire. Un truc comptable a été utilisé l'année passée pour réduire le déficit (reprise du fonds de pension d'un opérateur de télécom représentant 1,6% du PIB).

D'une manière générale, l'inquiétude quant à la situation de l'ensemble des banques de la zone euro reste importante comme le montre l'évolution des CDS sur les banques.



Les européens semblent tirer la leçon de la catastrophe irlandaise. Selon un projet, en cas de difficultés d'une banque, les Etats mettront à contribution les détenteurs d'obligations de cette banque, ce qui évitera la mise au point d'un plan de sauvetage indigeste pour les Finances Publiques. Ce projet entraîne cependant une augmentation du coût du risque d'une obligation émise par une banque, ce qui s'est répercuté sur les CDS des banques.

Lorsque la crise s'estompera, les spread entre les taux des pays périphériques de la zone euro et celui de l'Allemagne se réduiront probablement, car leurs niveaux élevés attireront probablement des investisseurs. Il est cependant peu probable que les spread retrouveront le niveau d'avant cette crise. La crise laissera des traces. Ainsi les dettes publiques se sont significativement enflées et présentent un risque accru par rapport à la situation d'avant crise. Les ratings de plusieurs de ces pays ont été révisés vers le bas et leur réputation affectée. De plus après les pertes enregistrées durant cette crise, les investisseurs deviendront probablement prudents. La réduction des déficits de plusieurs pays périphériques ne sera d'ailleurs pas facile, spécialement pour les pays comme l'Espagne, le Portugal et la Grèce qui souffrent d'un problème de compétitivité, car il est difficile de corriger un dérapage budgétaire lorsqu'on souffre d'un problème de compétitivité. Un dérapage budgétaire enclenche un effet boule de neige désastreux de la dette publique, effet qu'il est difficile à arrêter à moins de prendre des mesures radicales.

Remarquons que les spread espagnols (197 pb actuellement), italiens (142 pb actuellement), irlandais (538 pb actuellement) et portugais (358 pb actuellement) peuvent se comparer à leur moyenne historique (période 1991/2009) soit respectivement 130 pb, 171 pb, 56 pb et 105 pb.

	Grèce	Portugal	Espagne	Italie	GB	Irlande	France	Belgique	Zone euro
<b>Problème de compétitivité</b>									
Balance des opérations courantes avec l'étranger (% PIB) en 2010*	-10,5	-10,3	-5,5	-3,3	-2,2	-0,3	-2,2	+1,6	-0,2
Taux chômage en 2010*	12,2	10,7	19,8	8,6	7,9	13,6	9,3	8,5	9,9
<b>Problème budgétaire</b>									
Déficit budget (% PIB)									
-en 2009	-15,4	-9,3	-11,1	-5,3	-11,4	-14,4	-7,5	-6,0	-6,3
-en 2010**	-9,6	-7,3 (9%***)	-9,3	-5,0	-10,5	-32,3	-7,7	-4,6	-6,3
-en 2011**	-7,4	-4,9	-6,4	-4,3	-8,6	-10,3	-6,3	-4,0	-4,6
Dette publique (% PIB)									
-en 2009	126,8	76,1	53,2	116,0	68,2	65,5	78,1	96,2	79,1
-en 2010**	140,2	82,8	64,4	118,9	77,8	97,4	83,0	97,1	84,1
-en 2011**	150,2	88,8	69,7	120,2	83,5	113(FMI)	86,8	97,9	86,5
-									
Taux d'inflation en 2010	4,7	1,4	1,8	1,5	3,3	-1,0	1,5	2,2	1,6
Rating (S&P)	BB+	A-	AA	A+	AAA	A	AAA	AA+	
Spread par rapport au taux des obligations allemandes au 25/01/2011	810	356	216	151	62	538	32	91	

- Sources: \* estimations basées sur celles de l'OCDE 11/2010 (modifiées si données plus récentes) excepté Belgique;
  - \*\* Commission Européenne
  - \*\*\*hors reprise des réserves d'un Fonds de pension

## Marché des changes: les paroles de JC Trichet poussent l'euro vers le haut

Initialement, l'euro a essuyé les plâtres au cours de la première quinzaine de janvier, à la suite de la publication d'indicateurs économiques américains meilleurs que prévu et du regain d'inquiétude à propos de la crise de l'endettement dans la zone euro. C'était surtout le Portugal qui était sur le grill. La nervosité sur les marchés financiers était aussi liée aux nombreuses émissions d'obligations d'Etat lancées par différents pays de la zone euro en janvier.

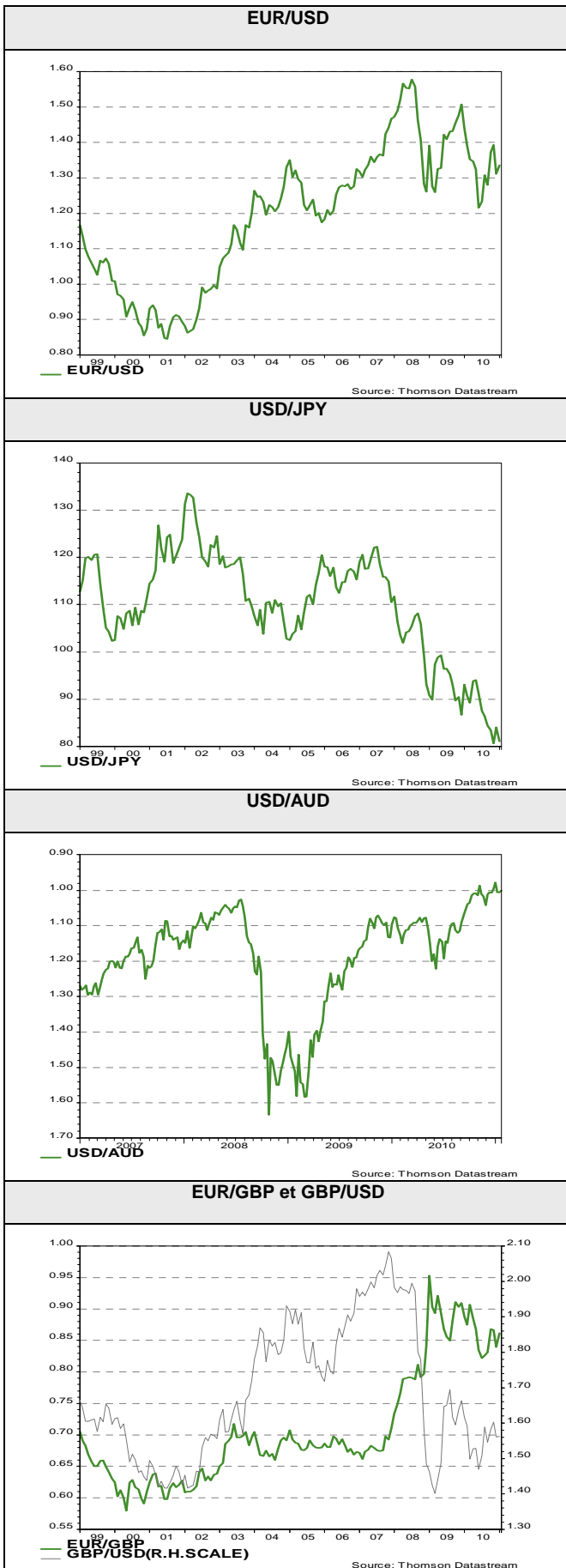
D'abord, les bonnes nouvelles en provenance de la zone euro ont été ignorées par les marchés financiers. La volonté de la Chine et du Japon d'acheter des obligations d'Etat des pays de la zone euro en difficultés par les marchés n'a pas été d'un grand secours pour la monnaie unique européenne.

Mais ensuite le placement couronné de succès des obligations d'Etat par le Portugal, l'Espagne et l'Italie, les propos musclés du président de la BCE, après la réunion de la Banque centrale européenne le 13 janvier, et l'espoir d'une réponse efficace des politiciens européens à la crise de la dette, ont relancé l'euro à la hausse.

Ces prochains mois, nous prévoyons une nouvelle dépréciation de l'euro par rapport au dollar, à la suite de la persistance de la crise de l'endettement dans la zone euro, du risque de nouvelle baisse de rating de certains pays de la zone euro et du ralentissement de la croissance économique auxquels ces pays seront confrontés en raison de l'assainissement draconien de leur budget. La croissance économique dans la zone euro restera inférieure à celle des Etats-Unis, ce qui est défavorable à l'euro. De plus, il faut davantage d'unanimité politique au sein de l'Union européenne pour aborder la crise de confiance dans l'euro.

Mais à partir de la fin de 2011, nous prévoyons que l'euro reprendra du poil de la bête. Les mesures d'assainissement draconiennes diminueront les déficits budgétaires dans les pays de la zone euro à partir de cette année. L'augmentation de la marge de manœuvre du fonds de stabilité européen actuel (EFSF) et l'établissement du mécanisme permanent de stabilité européen (ESM) seront réglés dans les prochains mois, ce qui rassurera encore les marchés financiers. En outre, le déficit des Finances Publiques et de la balance des opérations courantes avec l'étranger (en pourcentage du PIB) restera plus élevé aux Etats-Unis que dans la zone euro, ce qui représente un inconvénient pour la monnaie américaine. D'ailleurs, les Américains doivent encore commencer à réduire leur déficit budgétaire. Enfin, la BCE commencera à resserrer sa politique monétaire au printemps 2012. Les marchés financiers anticiperont ces initiatives, ce qui nous permet de penser que l'euro commencera à se raffermir par rapport au dollar américain à partir du quatrième trimestre de 2011.

Le 22 décembre, la hausse des prix des matières premières a de nouveau propulsé le **dollar australien** au-delà de la parité avec son homologue américain. Le 31 décembre, la devise australienne a même atteint son plus haut niveau en 28 ans par rapport au dollar américain. Mais la crainte des répercussions du déluge sur l'économie australienne, ce qui incitera moins la banque centrale australienne à majorer son taux de base, y a rapidement mis fin et depuis le 6 janvier, le dollar américain vaut de nouveau plus qu'un dollar australien.



## Marchés des actions : base solide pour une reprise ?

2010 fut une année boursière difficile. Le contraste avec 2009 a été marqué, les bourses ayant connu dès le printemps une évolution capricieuse et volatile suite à l'apparition de la crise de la dette européenne. Un ralentissement de la reprise économique en était le résultat. La plupart des bourses européennes considérées ici ont clôturé l'année avec un rendement modeste de 3 à 5 %. La bourse de Francfort, par contre, a enregistré d'excellentes performances (+16,1 %) et a pu rivaliser avec les bourses américaines qui ont toutes progressé de plus de 11 %. L'Eurostoxx50 a enregistré des performances médiocres (-5,8%) principalement induites par la baisse du CAC40 (-3,4%) et, bien entendu, par le très mauvais score des bourses du sud de l'Europe qui ont perdu de 10 à 35 %. Sur le plan mondial, les « pays de matières premières » ont connu une progression remarquable, tandis que le marché chinois a accusé une baisse étonnante de 16 %. Du côté sectoriel, les banques ont fait figure de lanterne rouge, avec un recul de l'indice d'environ 40 %.

### Début d'année très hésitant

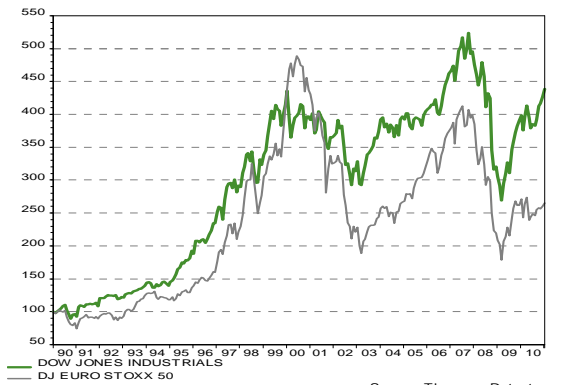
	31.12.08 31.12.07	31.12.09 31.12.08	31.12.10 31.12.09	17.01.11 Plus haut 2007	17.01.11 Plus bas 2009
en %					
Dow Jones	-32,7	+18,8	+11,0	-16,9	+82,2
S&P 500	-37,6	+23,5	+12,8	-17,9	+94,0
Nasdaq Com.	-39,6	+43,9	+16,9	-3,7	+117,7
Eurostoxx 50	-43,5	+21,0	-5,8	-35,3	+68,9
DAX-Xetra	-39,5	+23,8	+16,1	-12,8	+97,2
CAC40	-42,0	+22,3	-3,4	-32,4	+61,2
BEL20	-53,6	+31,6	+2,7	-42,1	+72,1
AEX	-51,8	+36,3	+2,7	-35,5	+85,2
FTSE100	-30,9	+22,1	+4,9	-11,3	+73,0

Source : Calculs Dexia Banque Research.

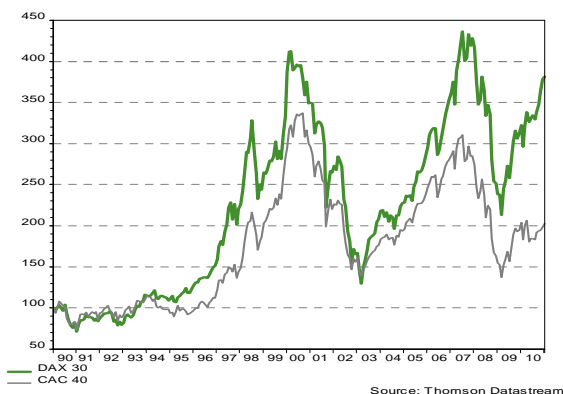
Les attentes sont très élevées pour 2011. Les analystes partent du principe que la reprise économique va se poursuivre en dépit des mesures d'économie budgétaire qui ont déjà été prises dans de nombreux pays européens. La croissance du P.I.B. devrait être inférieure à 2010 mais il n'est nullement question d'une récession en « double creux ». L'économie sera bien entendu soutenue par la poursuite de la politique d'assouplissement monétaire des banques centrales ainsi que par l'injection de liquidités au profit des institutions financières toujours en plein processus de restructuration après la crise de 2008. Après une expansion de 3,6 % en 2010, la locomotive allemande devrait poursuivre sa croissance en 2011 (+2,4 %) sous l'impulsion d'une compétitivité accrue et de la reprise de la demande des ménages.

Les marchés attendent avec impatience un tournant politique au niveau européen concernant le lancement d'un fonds de stabilisation européen permanent et probablement largement étoffé (2 000 milliards d'euros), l'introduction des clauses d'action collective pour les obligations qui seront émises dès la mi-2013, la mise en œuvre concrète de la politique économique assortie de sanctions éventuelles et le lancement éventuel d'un programme d'euro-obligations.

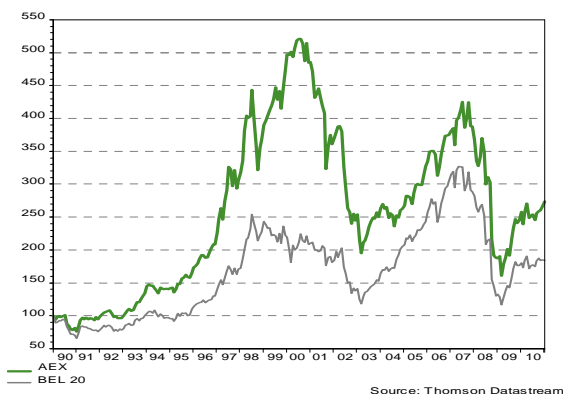
### 1. Dow Jones Industriels et DJ Eurostoxx50



### 2. DAX et CAC40



### 3. AEX et BEL20



### 4. Zone euro – rapport cours/bénéfices



Nous devrions en savoir plus à ce sujet début février. Dans l'affirmative, une solution durable à la crise de la dette pourrait être élaborée afin d'éviter que les adjudications successives d'obligations d'Etat portugaises, espagnoles et italiennes débouchent systématiquement sur des opérations spéculatives et en une agitation accrue sur les marchés.

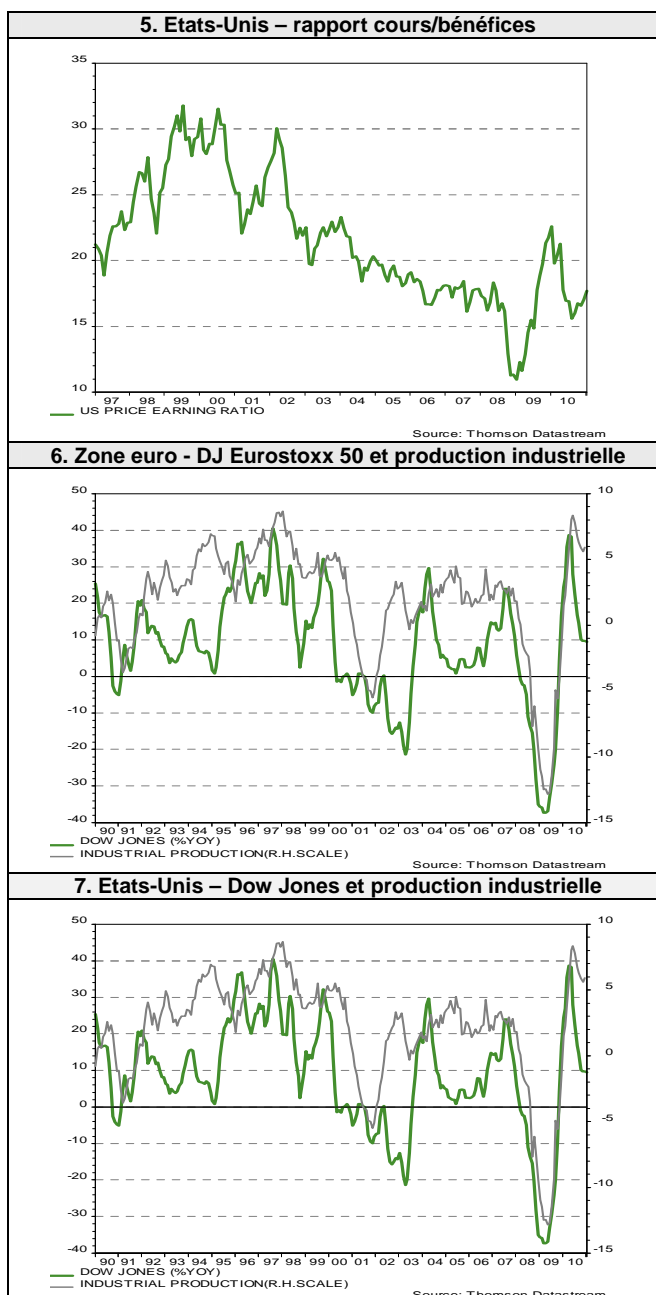
Dans ce contexte, les entreprises devraient être en mesure d'augmenter leurs bénéfices après les restructurations financières que nombre d'entre elles ont déjà réalisées au lendemain de la crise. Quoiqu'il en soit, les multiples de valorisations indiquent un environnement bon marché. Il faut espérer que les paiements de dividendes vont augmenter sachant que l'an dernier, le rendement sur dividende était déjà plus élevé que le rendement obligataire. L'intérêt marqué pour les actions qui offrent un dividende attrayant semble logique dans la mesure où, durant les dix dernières années, les dividendes ont représenté plus de 50 % des rendements des actions. À noter également la nouvelle vague de fusions-acquisitions financées en grande partie par les trésoreries pléthoriques des entreprises et l'échange d'actions. Il n'est dès lors pas étonnant que les gestionnaires de fonds augmentent la pondération des actions au sein des portefeuilles diversifiés même si tout le monde ne s'avance pas à surpondérer les actions par rapport à l'indice de référence utilisé.

Dans ce contexte très prometteur, les risques ne doivent toutefois pas être sous-estimés. Le risque existe que la flambée des prix des matières premières, induites ou non par les positions spéculatives, entraîne une hausse de l'inflation que les banques centrales pourraient combattre en durcissant leur politique monétaire. Naturellement, un tel scénario nuirait à la croissance économique, à la restructuration du secteur financier et aux marchés boursiers. Pareille évolution pourrait également être provoquée par un assouplissement quantitatif excessif de la Réserve fédérale américaine et un refus de l'administration américain d'annoncer un plan d'assainissement budgétaire pluriannuel crédible. Une hausse généralisée des taux serait alors inévitable.

Un autre risque réside dans le dérapage éventuel de la crise de la dette qui aboutirait quand même à un rééchelonnement de la dette d'un des pays d'Europe méridionale les plus menacés. Bien que l'Union européenne souhaite à tout prix éviter cette situation, il se pourrait qu'aucun tournant majeur n'intervienne comme décrit ci-dessus. Tous les scénarios deviendraient alors possibles. Nous pourrions par contre difficilement éviter une nouvelle crise bancaire en raison des énormes positions détenues par le secteur bancaire dans des obligations émises par des Etats du sud de l'Europe. Les bourses et l'économie souffriraient lourdement de cette situation.

L'éclatement de l'éventuelle bulle dans les pays émergents, à la suite d'un durcissement trop rapide de la politique monétaire chinoise ou d'une guerre des devises poussée à outrance entraînant un retour du protectionnisme, constitue la troisième menace. Même si la probabilité qu'un tel scénario se concrétise est relativement faible, cette éventualité ne doit pas être exclue dans un environnement de marché caractérisé par de nombreuses spéculations et tendances qui sont sources de volatilité accrue.

Bien que les investisseurs institutionnels et particuliers restent frileux à l'égard des marchés d'actions, l'attrait de ces derniers devrait toutefois se renforcer. Dans le scénario le plus favorable, où nous serions épargnés par les risques précités, un rendement positif de 7 à 10 % est envisageable pour cet exercice. Ces prévisions sont plutôt modestes mais assez réalistes compte tenu de la croissance attendue des dividendes et la conviction que la reprise économique se poursuivra, bien qu'à un rythme probablement moins soutenu.



Achévé de rédiger le 25 décembre 2011.

**Rédaction:** Jacques De Pover, Stefan Farkas.

Editeur responsable: Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Leuven.

**Directeur de la Publication:** Alain Clot – 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.

Sources des données: Thomson Reuters Datastream – Bloomberg Eurosta