

L'effet d'élastique

La reprise est là, à portée de la main... Il va néanmoins falloir faire le tri entre les facteurs techniques qui vont temporairement doper les chiffres d'activité, donnant l'illusion d'une croissance retrouvée, et la tendance de fond qui reste éminemment fragile.

Il est question d'élastique qui se relâche après avoir été excessivement étiré vers le bas lorsque l'activité économique s'est brutalement arrêtée au tournant de l'année. Le simple redémarrage de la production et les effets d'entraînement transitant par le commerce mondial, avec sa chaîne de valeur ajoutée internationalisée, sont susceptibles de produire un rebond marqué de la croissance en deuxième partie d'année. Sans compter que le cycle des stocks (moindre liquidation puis reconstitution) pourrait appuyer la tendance en donnant un coup d'accélérateur supplémentaire à la production.

Notre scénario prend acte de ces éléments techniques, avec une croissance révisée en hausse au deuxième semestre, ce qui est également synonyme d'une sortie de récession pour la plupart des pays industrialisés et ce, dès le troisième trimestre.

Mais pour que l'élastique réussisse à se tendre davantage et débouche sur une croissance forte auto-entretenu, il faudrait de nouveaux éléments de traction, côté demande, qui, selon nous, vont faire défaut. **Autrement dit, les tendances de fond finiront par reprendre le dessus pour guider l'économie mondiale sur un sentier de croissance molle post-bulle, le temps d'assainir la finance mondiale.** La cure de désendettement au niveau global est un processus qui s'inscrit dans la durée, avec à la clef, une consommation privée durablement bridée, surtout dans les pays où le boom du crédit a péché par excès. L'année 2010 devrait encore porter les stigmates de la crise avec des rythmes de croissance, de part et d'autre de l'Atlantique, bien inférieurs à ceux traditionnellement observés en phase de reprise après une récession aussi profonde. Cependant, vu l'ampleur du stimulus injecté dans l'économie, la transition vers ce régime de croissance moins « levé » a toutes les chances de se faire en douceur et le risque de rechute nous paraît faible, au moins à brève échéance.

Et tôt ou tard, il faudra retirer les perfusions budgétaire et monétaire qui soutiennent artificiellement l'édifice de croissance. La question du calendrier est centrale puisqu'il s'agit de retirer le stimulus, ni trop tôt, pour ne pas briser dans son élan la reprise naissante, ni trop tard, pour ne pas verser dans de nouveaux excès, avec son cocktail potentiellement inflationniste (autant réel que financier). En tous les cas, cette question sur la stratégie de sortie va préoccuper les marchés ces prochains mois. Côté politique monétaire, les banques centrales ont deux atouts pour mener

à bien cette tâche ardue. Elles jouissent d'abord d'une grande crédibilité vu le succès de leur politique d'ancrage nominale. Ensuite, elles peuvent user du verbe pour guider les anticipations de marchés. Côté budgétaire, le champ de la communication est en friche et la crédibilité des autorités assez faible, deux vides qu'il va falloir s'attacher à combler sachant qu'il sera dans tous les cas hautement difficile d'ôter le stimulus dans un environnement de croissance molle. ■

1 LIGNES DE SCÉNARIO

MARCHÉS

- 2 –Stratégie de sortie : mode d'emploi
- 4 –Taux d'intérêt : Tout dépendra du jeu de l'offre et de la demande
- 5 –Taux de change : Nouvelle dynamique sur le marché des changes

6 MATIÈRES PREMIÈRES & PÉTROLE

ÉTATS-UNIS

- 7 –A quel type de reprise doit-on s'attendre ?
- 9 –Le grand écart (de production)

JAPON

- 11 –L'économie se ressaisit

UEM

- 12 –Sursaut de croissance
- 13 –Récession, crise financière et croissance potentielle
- 15 –France : La fin de la grande récession se précise
- 16 –Allemagne : A fond la caisse ?
- 17 –Italie : Le bout du tunnel est proche ?
- 18 –Espagne : Sous la pression du chômage et de la dette publique
- 19 –Grèce : Résiste mieux à la crise

AUTRES PAYS D'EUROPE

- 20 –Royaume-Uni : Du mieux mais les excès passés ont un prix

AUTRES PAYS DU MONDE

- 21 –Marchés émergents : La reprise est-elle durable ?
- 23 –Chine : Un ajustement remarqué de la politique économique
- 23 –Inde : Résilience, mais attention à la mousson
- 24 –Russie : L'hiver sera chaud
- 24 –Turquie : Un plan triennal en demi-teinte
- 25 –Mexique : Besoin de réformes
- 25 –Brésil : Le retour de la croissance
- 26 –Egypte : L'économie résiste à la crise
- 26 –Moyen-Orient : Nouveaux coups durs pour le crédit bancaire dans le Golfe
- 27 –La Pologne fait mieux que les économies comparables
- 27 –PECO : Le ciel ne s'est pas effondré

28 PRÉVISIONS

Stratégie de sortie : mode d'emploi

Les banques centrales ont à leur disposition de nombreux outils pour retirer en temps et en heure le stimulus monétaire injecté. Toute la difficulté sera de déterminer à quel moment et à quelle vitesse resserrer les conditions monétaires et financières.

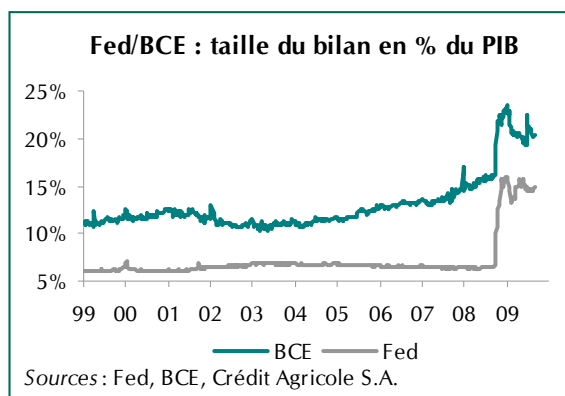
La question de la stratégie de sortie des politiques monétaires non conventionnelles menées pour juguler la crise a commencé d'être évoquée peu de temps après la mise en place des toutes premières mesures, à savoir dès le tournant 2007-2008. La nouveauté et l'agressivité des initiatives prises ont fait naître le débat. C'est plus récemment que l'habituelle question du « quand » s'est ajoutée à cette question du « comment », à la faveur des signes d'amélioration de la sphère financière comme réelle. **Ce sera dans tous les cas un processus multiforme tout comme l'a été l'assouplissement, et il se fera en ordre dispersé, en fonction des perspectives de croissance, d'inflation et du système financier de chaque pays.**

Pourquoi sortir ?

Si l'on en croit la théorie monétariste selon lequel l'inflation est avant tout un phénomène monétaire, on comprend pourquoi la question de la stratégie de sortie occupe le devant de la scène. Les politiques actuellement suivies, qui ont conduit à un gonflement des bases monétaires, sont jugées potentiellement inflationnistes. Pour ne pas s'exposer à ce risque de dérapage de l'inflation les banques centrales doivent retirer à temps le stimulus monétaire injecté. Mais, comme ce stimulus a été injecté pour une grande part de manière inhabituelle, la crainte est que les banques centrales ne possèdent pas les outils pour défaire ce qu'elles ont fait en temps et en heure.

Comment sortir ?

Si les inquiétudes susmentionnées apparaissent légitimes, elles ne sont, à notre sens, pas justifiées. Pour les changements de taux, les banques centrales sont en terrain connu. Pour le reste, **ce que les banques centrales ont fait, somme toute facilement, elles peuvent aussi facilement le défaire : ce qu'elles ont injecté comme liquidités, elles peuvent à l'inverse les drainer quand ce sera possible et surtout nécessaire.** C'est surtout la partie dégonflement des bilans qui est innovante sachant que, selon toute probabilité, ces bilans ne reviendront pas à leur taille initiale avant longtemps (cf. graphique), ce qui inscrit la complète normalisation des politiques monétaires, dans la durée.



Pour commencer, il faut distinguer deux grands groupes de stratégies de sortie possibles : les passives et les actives, selon que la banque centrale laisse faire ou intervient sur son bilan. Pour les banques centrales qui pratiquent les deux types de politique, le retrait du *credit easing* (ensemble de mesures visant à assouplir les conditions de crédit) devrait poser moins de problème que le retrait du *quantitative easing* (achats de titres longs publics ou assimilés pour détendre les *spreads* de taux et de crédit), car il sera pour une bonne part endogène, ne nécessitant pas une intervention particulière de la banque centrale. L'amélioration de la situation économique et financière va réduire d'elle-même les besoins des banques en « monnaie banque centrale ». Ce type de stratégie passive est déjà en cours.

Les options de stratégie active de sortie sont diverses :

- non-reconduction des programmes d'achats de titres ou interruption avant l'heure ;
- vente des actifs acquis directement sur le marché ou sous la forme de *reverse repos* (cette dernière mesure permettant de se débarrasser des actifs en question sans vraiment les vendre). La vente directe sera probablement une solution de dernier recours, les banques centrales privilégiant traditionnellement le *buy and hold* et voulant éviter de créer un événement de marché ;
- vente de « vieux » actifs, titres publics en particulier acquis avant la crise à un prix moins élevé qu'aujourd'hui, sans risque de réaliser une moins-value ;
- durcissement des conditions d'accès aux différentes facilités de financement ;
- arrêt pur et simple de ces facilités de financement ;
- augmentation du taux d'intérêt sur les réserves obligatoires (RO). Après l'avoir combattue, ce serait une incitation à la rétention de réserves afin de contrôler l'offre de crédit et donc le risque inflationniste. Cette possibilité de faire varier la rémunération des réserves obligatoires permet également de déconnecter la gestion du bilan de la banque centrale des décisions de taux, ce qui est très utile dans la configuration actuelle de réserves excédentaires : cette situation n'empêche pas les hausses de taux à des fins de réglages monétaires ;
- émission de sa propre dette par la banque centrale (la BCE et la Banque du Japon peuvent déjà le faire, la Fed devrait demander l'autorisation du Congrès) ;
- réactivation du *Supplementary Financing Program* (SPF) du Trésor américain (mesure spéciale Fed). Dans le cadre de ce programme, le fruit des émissions de bons du Trésor est directement placé au passif de la

Fed : lorsque les acheteurs paient pour ces titres, le compte du Trésor à la Fed est crédité et les réserves excédentaires sont réduites d'autant. L'inconvénient principal de cette option est qu'elle pourrait donner l'impression d'une perte d'indépendance de la Fed vis-à-vis du Trésor.

Le champ opératoire apparaît ainsi assez vaste mais revêt une logique commune. **Toutes ces différentes mesures correspondent bien à un durcissement de la politique monétaire** par un autre moyen que le relèvement des taux directeurs. **Elles devraient contribuer à la remontée des taux courts de marché et à limiter la croissance des agrégats monétaires et du crédit. Et en plus d'avoir les outils, les banques centrales ont, d'après nous, le temps et la crédibilité nécessaires pour mener à bien leur politique monétaire sans compromettre leurs objectifs.**

Quand sortir ?

Quand commencer à resserrer et par quoi (mesures conventionnelles et/ou non conventionnelles) est une question bien plus difficile que le comment.

Les politiques non standard d'assouplissement du crédit ayant été mises en place une fois les limites de l'assouplissement monétaire standard proches, l'ordre naturel des choses serait de mettre un terme complet aux premières avant de remonter les taux directeurs. L'assouplissement du crédit s'est substitué aux baisses de taux ; le débouclage de ces mesures peut être entrepris en substitution des hausses de taux.

Cette séquence, naturelle, peut néanmoins être bousculée. En effet, le niveau élevé des réserves excédentaires n'empêche pas un resserrement monétaire classique. Il n'est pas indispensable que le retour des bilans à leur taille d'avant-crise précède la première hausse de taux (d'autant que ce processus de dégonflement va s'inscrire dans la durée). Néanmoins, des hausses de taux seraient difficilement justifiables si elles n'étaient pas accompagnées d'une réduction significative des réserves excédentaires puisque le maintien de certaines de ces mesures, est fondamentalement incompatible avec des circonstances qui dicteraient une augmentation des taux.

Le premier pas vers le resserrement monétaire est déjà d'arrêter d'assouplir la politique monétaire puisque de nombreuses facilités ou programmes de rachat courent jusque début 2010 aux Etats-Unis par exemple. Aussi récemment que le 6 août, la BoE a annoncé une extension de son programme d'achats d'actifs (l'Asset Purchase Facility) de 125 à 175 milliards de livres. **Par ailleurs, une contraction du bilan induite d'un resserrement passif n'est pas nécessairement le signe d'une politique monétaire moins accommodante si c'est le fruit d'un meilleur fonctionnement des marchés financiers.**

Par la suite, comme dans tout cycle monétaire se pose la double question du meilleur moment pour entamer le cycle et de la vitesse à laquelle procéder. Aujourd'hui, **il s'agit de ne pas resserrer trop tôt ni trop vite**

pour ne pas saper les bases fragiles de la reprise ni trop tard pour contenir l'inflation.

Commencer par le drainage peut permettre de gagner du temps, le temps de s'assurer de la solidité de la reprise et de sa capacité de résistance à une politique monétaire moins accommodante tout en tempérant les craintes à l'égard de l'inflation. A priori, ce type de resserrement se fera progressivement.

C'est pour les hausses de taux que la question de la vitesse se pose vraiment. Les banques centrales ont à choisir entre quatre stratégies possibles : resserrement graduel et précoce ou tardif ; resserrement agressif et tardif ou précoce. **Si l'on suit l'argumentaire de F. Mishkin, la question de l'agressivité ne fait pas de doute.** Ce serait la réaction symétrique logique après une action particulièrement agressive mais nécessaire face à la crise financière et au risque de spirale déflationniste. Et en principe, pour une banque centrale dont l'objectif principal est la stabilité des prix et qui se préoccupe autant de l'inflation que de la déflation, la politique monétaire devrait être symétrique à la baisse et à la hausse. En pratique cependant, ce n'est pas ce que l'on observe, les banques centrales se montrant plus agressives dans les phases de baisses que dans les phases de hausses de taux. Cependant, la récession laisse inutilisées d'amples capacités de production et donc peu de place à des pressions inflationnistes en provenance de la sphère productive. Le taux de chômage part de tellement haut que, lorsqu'il se mettra à baisser, ce ne sera pas non plus annonciateur de pressions salariales imminentes. Il n'y a pas plus de risque que les liquidités injectées se déversent brutalement dans l'économie et fassent s'envoler l'inflation « trop d'argent pourchassant trop peu de biens ». Ces liquidités sont actuellement retenues dans les bilans des banques et, compte tenu de leur situation, ce sera au compte-goutte qu'elles se transformeront en crédit.

Les banques centrales ont donc du temps devant elles avant de devoir durcir leur politique de taux, une question qui devrait se poser seulement début 2011.

Le champ des possibles paraît donc vaste mais les banques centrales ont deux atouts pour mener à bien cette tâche ardue. Elles jouissent d'abord d'une grande crédibilité vu le succès de leur politique d'ancrage nominale. Ensuite, elles peuvent user du verbe pour guider les anticipations de marchés. Vu le caractère inédit des mesures mises en œuvre, les banques centrales vont devoir redoubler d'efforts pour communiquer efficacement sur le quand, le comment et à quelle vitesse, elles comptent retirer le stimulus monétaire injecté. **Autrement dit, la communication sur la stratégie de sortie fait partie de la stratégie de sortie. Cela va leur permettre de dire ce qu'elles font, d'être crues pour ce qu'elles disent pour finalement faire ce qu'elles ont dit avec le maximum d'efficacité. ■**

Tout dépendra du jeu de l'offre et de la demande

À court terme, le marché des titres d'État devrait traverser une phase d'indigestion lorsque les achats d'obligations du Trésor américain effectués par les banques centrales cesseront, tandis que ceux effectués par les ménages américains ralentiront. Les rendements obligataires devraient partir à la hausse avant d'être soumis à l'influence contradictoire d'un faible désir d'investir et d'une forte propension à épargner à l'échelle mondiale.

Les banques centrales cessent de soutenir les marchés obligataires

Le marché des titres d'État a suivi une évolution inhabituelle en août : l'embellie économique s'est poursuivie et les marchés actions ont atteint de nouveaux sommets. Pourtant, les rendements obligataires ont enregistré une baisse assez forte. Ce comportement assez étrange a mis en évidence l'impact du déséquilibre entre l'offre et la demande sur le niveau des rendements. Cette évolution a montré que les rendements obligataires sont soumis non seulement à l'influence de la conjoncture macro-économique et à l'évolution de l'aversion au risque, mais également à une dynamique qui leur est propre.

L'évolution singulière observée au mois d'août a renforcé notre conviction que, lorsque les mesures d'assouplissement quantitatif seront abandonnées, les rendements obligataires devraient partir brusquement à la hausse jusqu'à ce qu'un nouveau type d'acheteurs vienne prendre le relais. Rappelons en effet qu'en août, il n'y avait pas réellement d'offre significative de dette publique européenne et qu'au niveau mondial, l'offre d'obligations *corporate* et d'obligations du secteur financier était très limitée. Parallèlement, les achats ne se sont pas interrompus. En rythme annuel, ceux de la Réserve Fédérale représentaient environ un tiers des émissions de dette. Dans le même temps, le montant des achats de dette de la Banque d'Angleterre a été supérieur au montant des émissions et les banques européennes ont investi sans doute les liquidités obtenues au travers des adjudications à douze mois de la BCE. Aux États-Unis, on peut supposer que les ménages ont effectué eux aussi des achats. La demande était donc abondante sur le marché, tandis que l'offre l'était moins. De fait, les rendements obligataires ont reflué.

Au cours des trimestres à venir, la Réserve Fédérale et la Banque d'Angleterre mettront fin à leurs programmes d'achats d'actifs, et la BCE devrait cesser ses adjudications à taux fixe. **De fait, la demande devrait être prise dans un trou d'air.** Les perspectives d'évolution des achats à court terme des ménages américains nous paraissent également très préoccupantes. L'étude des flux vers les fonds communs de placements montre que les petits investisseurs tendent à fonder leurs décisions d'investissement sur les performances historiques. Or, compte tenu de la forte progression des marchés actions et de la baisse du cours des obligations, il ne fait pas de doute que les ménages américains vont cesser tôt ou tard d'acheter des actifs qui affichent des pertes.

Si l'on exclut un scénario de « double plongeon » de l'économie, nos estimations indiquent que les rendements obligataires s'inscriront en forte hausse au cours des prochains mois. Nous prévoyons qu'ils dépasseront largement les 4 % pour les *Treasuries* américains à dix ans, talonnés par le rendement du Bund allemand à dix ans.

Pourtant, nous ne prévoyons pas que les marchés obligataires prendront une orientation résolument baissière, dans la mesure où ce mouvement haussier des rendements devrait être singulièrement limité pour ce cycle. En effet, les populations des pays occidentaux sont dans l'obligation d'épargner en raison avant tout de l'effondrement de la valorisation des actifs. Ajoutons que les gouvernements sont désireux de moins emprunter et donc qu'ils absorberont une part moins importante des fonds disponibles. Indépendamment de la propension accrue à épargner des ménages et des gouvernements, la volonté d'investir a diminué au niveau mondial. De fait, l'investissement repose sur deux moteurs principaux : les évolutions technologiques et le niveau des capacités de production inemployées dans l'économie. Or, les capacités inemployées atteignent un niveau tel dans l'économie que le besoin d'investir ne doit pas être très élevé. Dans le même temps, une pression croissante s'exerce au niveau mondial sur les abondantes liquidités disponibles les poussant à investir dans les technologies vertes. Toutefois, jusqu'à présent, la part des investissements réalisés dans ce domaine est très limitée et cette pression est sans doute faible et se trouve annihilée par l'existence d'un niveau élevé de capacités inemployées. Toutefois, il convient pour les investisseurs obligataires de suivre de près les implications sur l'investissement de ces évolutions.

Globalement, la situation actuelle se caractérise par une propension élevée à épargner et par un désir faible d'investir. Dans ces conditions, quelle que soit la lettre de l'alphabet à laquelle ressemblera la reprise de l'économie mondiale en dernière analyse, les rendements réels seront faibles. Nos économistes supposant que les banques centrales du monde ne commettront pas d'erreur majeure dans leurs stratégies de sortie, entraînant un regain d'inflation, les rendements nominaux devraient atteindre un point haut, tout en restant à des niveaux assez faibles. ■

Nouvelle dynamique sur le marché des changes

L'aversion au risque exerce moins d'influence sur l'évolution des devises, cédant de plus en plus la place à la croissance relative et aux écarts de taux d'intérêt. En ce qui concerne le dollar, nous tablons sur une nouvelle baisse au cours des prochains mois, compte tenu notamment de son nouveau statut de « devise de financement ». À terme, toutefois, le raffermissement de la croissance et le renversement anticipé de la politique monétaire américaine favoriseront une reprise du billet vert.

Une mutation fondamentale des facteurs conditionnant l'évolution des changes a commencé. Déjà l'influence de l'aversion au risque, qui avait joué un rôle tellement important dans l'évolution des devises durant la majeure partie de la crise économique et financière, commence à diminuer, même si cette influence n'a pas entièrement disparu. À sa place, la croissance relative et les écarts de taux d'intérêt devraient jouer un rôle de plus en plus important au cours des prochains mois. Cette évolution est déjà visible avec certaines devises, notamment la parité USD/JPY, qui a récemment affiché la plus grande sensibilité aux écarts de taux d'intérêt, ouvrant la voie à une nouvelle appréciation de la devise japonaise à court terme.

Ce changement de la dynamique qui conditionne l'évolution des parités nous a conduits à revoir nos prévisions. **Nous avons ainsi été amenés à prévoir une pression plus forte sur le dollar.** Nous sommes également plus baissiers que le consensus. Ce changement repose sur les arguments suivants. Les prévisions de taux d'intérêt aux États-Unis ont évolué dans un sens plus accommodant, ce qui devrait continuer à peser sur la devise américaine compte tenu notamment de **l'attrait croissant du billet vert comme « devise de financement »**. Cette tendance se trouvera exacerbée par l'impact de la hausse des marchés actions, quoique dans une moindre mesure qu'auparavant. La pression qui s'exerce sur l'USD devrait persister durant l'année 2010 à des degrés divers selon les devises. Les seules grandes devises qui devraient se déprécier sur cette période sont le JPY et le CHF.

Nous n'avons pas encore pleinement pris en compte l'influence de l'appétit pour le risque sur les devises. Les marchés ont été soutenus par les signes naissants de reprise au niveau mondial, alimentant une hausse généralisée des marchés actions et des actifs à risque. Cette évolution devrait avoir une influence défavorable sur l'USD pendant plusieurs mois, mais **l'évolution future des devises dépendra également de la forme que prendra la reprise**. Nos prévisions économiques ne tablent pas sur une forte accélération de la croissance, mais nous prévoyons tout de même que l'économie américaine finira par surperformer. De fait, à mesure que l'influence de l'aversion au risque s'amenuisera, **la vigueur relative de l'économie américaine favorisera la reprise de l'USD. En définitive, le rebond du billet vert devrait intervenir au cours de l'année 2011.**

La principale exception à ce scénario est l'EUR. Nous prévoyons que la monnaie européenne baissera plus tôt que la plupart des autres devises par rapport à l'USD. Nous prévoyons que l'USD regagnera une partie du terrain abandonné face à l'EUR durant une grande partie de l'année 2010, pour finir l'année aux alentours de 1,42, mais après avoir testé les 1,50. **Par rapport aux autres devises, l'EUR ne devrait pas non plus afficher de meilleure performance durant cette période.** Nous prévoyons que la BCE relèvera ses taux d'intérêt avant la Fed, ce qui pourrait entraver la progression de l'USD, dans la mesure où la politique moins accommodante adoptée par la BCE pourrait soutenir la monnaie européenne. Toutefois, cette possibilité dépendra beaucoup de la façon dont la hausse des taux de la BCE sera accueillie par les marchés. Si, comme nous le prévoyons, ce resserrement est considéré comme prématuré par les investisseurs qui l'attribuent principalement au souci « obsessionnel » de la BCE de juguler l'inflation au détriment du soutien à l'activité économique, les **marchés pourraient sanctionner l'EUR.**

Nos nouvelles prévisions n'ont pas sensiblement modifié le classement des devises selon leur performance attendue au cours des prochains mois. **Les devises du bloc dollar et des pays exportateurs de matières premières seront les principaux bénéficiaires de la faiblesse de l'USD** ; au cours des douze mois à venir, nous prévoyons que l'AUD, le CAD, la GBP, la NOK et le NZD connaîtront l'appréciation la plus marquée par rapport au dollar. Cette vigueur sera attribuable à la fois au renforcement des perspectives de croissance, à la hausse des cours des matières premières et aux hausses plus rapides que prévu des taux d'intérêt. Par exemple, en Australie nous prévoyons que la RBA relèvera ses taux d'intérêt au premier trimestre 2010.

Après l'accès de vigueur enregistré au cours des six prochains mois, **l'EUR se trouvera dans douze mois plus à la peine par rapport à l'USD.** Parmi les devises du G10, deux autres devises seront désavantagées par rapport à l'USD au cours des douze prochains mois. Il s'agit des autres « devises de financement », à savoir le CHF et le JPY. Ces devises seront pénalisées à mesure que la prime de taux d'intérêt des États-Unis favorisera de nouveau l'USD et que les investisseurs retrouveront leur appétit pour le risque. ■

Les stocks de gasoil sont pleins à l'approche de l'hiver

Les cours du pétrole semblent avoir ignoré l'augmentation des stocks intervenue depuis quelques semaines. Toutefois, si l'on examine de plus près la composition des stocks, ce paradoxe apparent trouve une explication. De fait, si les stocks d'essence des pays de l'OCDE sont restés proches de leur moyenne sur cinq ans durant la haute saison routière, les stocks de gasoil ont atteint des niveaux records. Avec la venue de l'hiver, le niveau élevé des stocks de gasoil devrait peser sur les prix.

Pour reprendre le ministre saoudien du pétrole lors de la réunion de l'OPEP du 9 septembre, « le niveau des stocks n'a aucun impact sur les prix à l'heure actuelle ». Toutefois, si l'on examine de plus près la composition des stocks, une explication se présente. Par rapport à la moyenne des cinq dernières années, le niveau total des stocks de l'industrie pétrolière des pays de l'OCDE s'inscrivait en hausse de 128 Mbl à la fin juillet. Sur un an, les stocks étaient en augmentation de 48 Mbl pour le brut, en hausse de 2 Mbl pour l'essence et en progression de **74 Mbl pour les distillats moyens (gasoil et kérosène)**. Ce déséquilibre dans la répartition des stocks traduit l'impact asymétrique de la récession sur la demande d'essence et de gasoil et les difficultés rencontrées par les raffineurs pour satisfaire la demande estivale. **L'impact de la crise économique s'est fait ressentir le plus durement sur la demande de gasoil (fioul domestique et diesel), qui est utilisé notamment dans le transport de produits industriels et les activités liées au commerce.** L'essence, en revanche, soutenue par la baisse des prix en glissement annuel et par la demande saisonnière, a

mieux résisté. En vue de satisfaire la demande d'essence, les raffineurs ont dû maintenir un niveau minimum de traitements, ce qui s'est traduit par une production excédentaire de gasoil qui a dû être stockée, grâce au report important prévalant sur la courbe du gasoil. En plus des stocks terrestres dans les pays de l'OCDE, 60 Mbl de gasoil seraient également conservés dans des pétroliers, et les capacités de stockage tertiaire sont pleinement employées. **Avec la venue de l'hiver, la demande d'essence est appelée à diminuer et la demande de gasoil (fioul domestique) à augmenter.** Toutefois, une part significative de la demande de gasoil pourrait être satisfaite grâce aux stocks existants, et nous prévoyons que les quantités traitées par les raffineries resteront très faibles au cours des mois à venir, ce qui devrait accroître la pression qui s'exerce sur les cours du pétrole brut. **Nous prévoyons que les prix du West Texas Intermediate (WTI) chuteront jusqu'à 65 USD/bl en moyenne au quatrième trimestre 2009, puis à 60 USD/bl au deuxième trimestre 2010, avant de revenir à 70 USD/bl au troisième trimestre 2010 avec la reprise de la demande d'essence.** ■

Metaux

Robin BHAR
robin.bhar@uk.calyon.com

Or – un actif pour un monde incertain

L'économie mondiale a redémarré, et le fort rebond de la demande qui devrait intervenir au cours des prochains mois, amplifié par le renouvellement des stocks après le déstockage massif qui avait vidé les chaînes de production, devrait être soutenu par des politiques monétaires et budgétaires extrêmement accommodantes. Ce retour de la croissance devrait profiter aux métaux industriels. Nous restons haussiers sur l'or.

Pour la première fois depuis février 2008, l'or a pris pied au-dessus des 1 000 USD/once, après avoir évolué dans la fourchette 930-960 USD/once durant une grande partie de l'été. **Historiquement, les flambées des cours de l'or interviennent dans des conditions économiques qui peuvent grandement varier, à savoir les périodes de stagflation, de panique financière, d'envolée spéculative ou de dévaluation monétaire.**

De nouvelles craintes sont apparues concernant le rythme et l'ampleur de la reprise économique mondiale, entraînant à la fois une correction sur les marchés actions et un rallye sur les marchés obligataires. De fait, cette hausse de l'aversion au risque a profité à l'or, valeur refuge traditionnelle en période de crise sur les marchés financiers. En 2008 et au premier trimestre de cette année, la crainte d'une grande dépression financière avait porté les cours de l'or au-delà des 1 000 USD/once. Aujourd'hui, les cours de l'or sont soutenus par la dépréciation

des devises, notamment l'USD, par les incertitudes économiques et par les craintes d'un regain d'inflation à terme. Par ailleurs, l'annonce par le géant aurifère nord américain Barrick Gold de son intention d'abandonner ses contrats de couverture sur sa production d'or a également soutenu le marché.

À court terme, nous continuons de douter que l'or puisse réellement se maintenir au-dessus de 1 000 USD/once, mais nous sommes plus haussiers à plus long terme. De fait, à chaque fois que les cours ont franchi ce seuil, l'ampleur de la hausse a été limitée par l'accélération des flux liés au recyclage des vieux bijoux en or et par la diminution de la demande physique. Cette fois encore, le marché devrait être touché par les mêmes phénomènes. **Selon nous, le planché s'est désormais établi à 960 USD/once, offrant une plate-forme permettant une hausse progressive des cours de l'or à plus long terme.** ■

A quel type de reprise doit-on s'attendre ?

La « grande récession » est probablement arrivée à son terme cet été. Toutefois, on s'attend à un redressement conjoncturel bien plus lent que la moyenne, compte tenu de l'effet de richesse négatif sur les dépenses des ménages, des restrictions sur le crédit et du désendettement général. Avec le sous-emploi considérable des ressources, l'inflation sous-jacente va ralentir en deçà de 1 % l'année prochaine, encourageant la Fed à maintenir le statu quo.

La consommation se heurte toujours à de sérieux obstacles. Le repli du patrimoine des ménages, à hauteur de 12 200 milliards de dollars par rapport au sommet atteint au troisième trimestre 2007, va peser sur les dépenses pendant encore de nombreux trimestres. D'après l'analyse de la Fed concernant la relation historique entre le patrimoine, le revenu et la consommation, le taux d'épargne des ménages pourrait se stabiliser autour du niveau actuel de 5 %. Cependant, « la volatilité grandissante du revenu et l'accès limité au crédit... pourrait amener les ménages à épargner une part toujours importante de leur revenu ».

Le processus de désendettement se poursuit, les ménages réduisant leurs dettes et augmentant leur épargne. Vers le milieu de la décennie actuelle, l'augmentation du ratio entre la dette privée des ménages et le PIB l'a porté largement au-dessus de sa tendance de long terme : il faudra probablement plusieurs années pour l'y ramener. La réduction de la dette est en partie dictée par le choix des ménages, mais elle est également imputable au durcissement des conditions d'octroi de crédit par les banques, qui ont réduit leur offre de prêts pour assainir leurs propres bilans mis à mal. Résultat là encore : une érosion de la consommation.

Le sous-emploi considérable des ressources sur le marché du travail va ralentir la croissance du revenu et inciter à accroître l'épargne de précaution aux dépens de la consommation. Compte tenu de notre scénario de reprise molle, le taux de chômage ne reculera que lentement tant les entreprises hésiteront à recruter. Néanmoins, la baisse du chômage incitera finalement les consommateurs à ouvrir les cordons de la bourse pour satisfaire la demande accumulée.

Les dépenses de consommation réelles vont, selon nos prévisions, augmenter d'un peu plus de 2 % au troisième 2009, mais ce rythme pourrait refluer en dessous de 1 % au quatrième, une évolution due en partie au programme de mise à la casse qui a dopé les ventes automobiles au troisième trimestre. Ce repli au quatrième trimestre pourrait alimenter les craintes d'une rechute en récession. Nous estimons, cependant, que des dépenses de consommation modestes et la contribution positive d'autres secteurs vont soutenir une croissance positive, quoique inférieure à la tendance en 2010. Nous tablons sur une accélération des dépenses de consommation en 2011.

Les indicateurs récents sur l'activité ont rebondi, notamment dans le secteur manufacturier. Ce redressement s'explique en grande partie par la nécessité de reconstituer les stocks. Les stocks, dont la liquidation massive est à l'origine de près de la moitié du repli total du PIB pendant la récession, devraient connaître un net mouvement en sens inverse au second semestre 2009 et apporter ainsi leur contribution à la croissance du PIB. Cependant, ce rebond technique ne durera pas sauf redémarrage des ventes finales.

Les niveaux bas record d'utilisation des capacités ne militent pas en faveur d'un net accroissement de l'investissement des entreprises. Confrontées à une demande incertaine et désireuses de maîtriser leurs coûts pour soutenir leurs marges, les entreprises ont différé leurs projets d'investissements. De fait, au premier trimestre, les entreprises disposaient en interne de plus de fonds que nécessaire pour financer tous leurs investissements en cours. Les PME qui n'ont pas accès au marché de la dette ont peut-être eu du mal à emprunter auprès de leur banque ; c'est pourquoi certains programmes destinés à faciliter le crédit (tels que le TALF mis en place par la Fed) pourraient être maintenus plus longtemps que d'autres. Du point de vue des entreprises, la faiblesse du marché de l'emploi a contribué à abaisser les coûts unitaires de la main d'œuvre et à soutenir la rentabilité. A mesure que les sociétés verront leur chiffre d'affaires augmenter, elles augmenteront plus volontiers leurs embauches et leurs investissements.

L'immobilier commence à se redresser après un repli de trois ans. Les stocks de logements neufs ont été pour l'essentiel écoulés. L'offre excédentaire dans l'ancien va néanmoins limiter le rebond de l'activité. La baisse des prix de l'immobilier accroît l'accessibilité au logement. Depuis peu, cependant, les mesures des prix des maisons ont recommencé à augmenter. Par conséquent, la baisse des prix en glissement annuel va considérablement ralentir l'année prochaine, contribuant à stabiliser les marchés. Il s'agit là d'une évolution importante dans la mesure où 30 % peut-être des détenteurs de prêts hypothécaires doivent à la banque plus que la valeur actuelle de leur maison, tandis que les taux de saisie poursuivent leur ascension, gonflant l'offre disponible sur le marché. Le crédit d'impôt (jusqu'à 8 000 dollars) octroyé cette année aux primo-accédants a donné un coup de pouce à la demande. Ce programme pourrait vraisemblablement être pro-

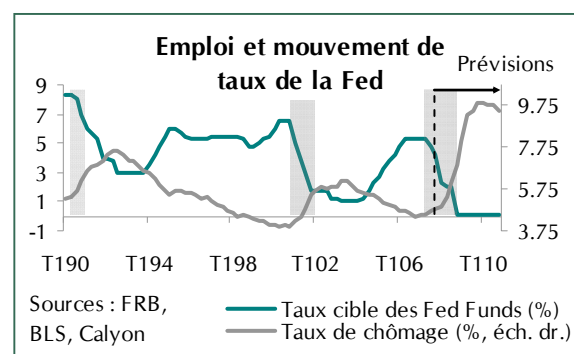
longé si le logement venait à rechuter au début de l'année prochaine. Les autres programmes fédéraux visant à éviter les saisies et à modifier les prêts hypothécaires n'ont rencontré qu'un succès limité à ce jour. Cependant, grâce à la baisse des taux hypothécaires (environ 125 pb en dessous des niveaux de l'année précédente), les emprunteurs ont pu refinancer leurs prêts et aboutir ainsi à des mensualités plus abordables.

Nous tablons sur une relative stabilisation du déficit courant (en % du PIB) en 2010 et en 2011 après une certaine détérioration des exportations réelles nettes au troisième trimestre. La morosité de la consommation au cours des trimestres à venir ainsi que des perspectives limitées sur le front de l'investissement devraient peser sur la croissance des importations. S'agissant des exportations, nous tablons sur un rebond modéré de la croissance des partenaires commerciaux des États-Unis, qui ira en s'accroissant en 2011, ainsi que sur un léger raffermissement du billet vert en 2010 après une dépréciation ininterrompue d'ici à la fin de l'année.

La relance budgétaire va continuer à stimuler la croissance jusqu'en 2010. Le déficit public fédéral devrait approcher de 1 600 milliards de dollars en 2009 et de 1 400 milliards en 2010. Les dépenses publiques locales et au niveau des États ont également pâti de la baisse des recettes fiscales et de l'accroissement des dépenses sociales. Les perspectives sont moins claires pour 2011. Le projet de hausse de l'impôt sur les hauts revenus (plus de 250 000 dollars par an) et l'expiration des allègements fiscaux mis en place par l'administration Bush transformeront la politique budgétaire d'expansionniste à restrictive.

L'inflation sous-jacente devrait ralentir en dessous de 1 % en glissement annuel l'année prochaine. Selon la plupart des membres du FOMC, le sous-emploi significatif des ressources va se traduire par une hausse modérée, voire une baisse des salaires, et des prix au cours des années à venir. Ils se fondent en cela sur le très important *output gap* qui s'est développé au cours de la récession la plus sévère depuis la Grande Dépression (*cf. article ci-contre*). **Avec une inflation inférieure à la cible implicite de la Fed et un chômage toujours élevé (au-**

dessus de 9 %), les Fed funds devraient, selon nos prévisions, se maintenir à leur niveau exceptionnellement bas jusque début 2011. Lors des cycles conjoncturels précédents, la Fed a toujours attendu un repli notable du taux de chômage avant de commencer à durcir sa politique monétaire (*cf. graphique*). Les avis seront sans nul doute partagés entre, d'une part, les responsables de la Fed et, d'autre part, les opérateurs du marché, sur le meilleur moment pour commencer à normaliser les taux. Certains soutiendront que la politique extrêmement accommodante de la Fed risque de se solder par une hausse des prix des actifs ou un désancrage des anticipations d'inflation. D'autres argueront que, face à une bulle des prix d'actifs, les mesures de régulation et de supervision sont plus efficaces que des hausses de taux. Une hausse des anticipations d'inflation serait préoccupante pour la Fed mais la faiblesse actuelle de l'inflation devrait limiter toute remontée. Par ailleurs, la Fed n'ignore pas les risques liés à un retrait prématuré d'une politique accommodante, comme l'ont prouvé le cas du Japon dans les années 1990 ou des États-Unis dans les années 1930.



Lorsque l'économie se sera rétablie, ce qui devrait être le cas, selon nos anticipations, au printemps 2011, la Fed remontera les *Fed Funds* et la rémunération des réserves obligatoires, et usera d'autres instruments, tels que les opérations de *reverse repos* et les dépôts à terme des banques auprès de la Fed, pour réduire l'impact de l'excès de liquidité sur l'économie. Les taux longs vont évoluer plutôt à la hausse, selon nos prévisions, reflétant, en partie, la nécessité d'absorber l'offre accrue de titres du Trésor destinée à financer le déficit. ■

Etats-Unis (a)	2009	2010	2011	2009				2010				2011			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	-2,6	2,4	3,3	-6,4	-1,0	3,4	1,8	2,3	3,0	2,8	3,4	3,6	3,5	3,3	2,9
Consommation privée	-0,7	1,5	2,6	0,6	-1,0	2,2	0,7	1,7	1,9	2,0	2,6	3,1	2,9	2,4	2,6
Investissement, équip. & logiciels	-18,6	1,2	11,4	-36,4	-8,4	-0,2	-5,7	1,9	5,0	8,0	9,2	12,0	13,0	16,0	15,0
Investissement résidentiel	-20,6	12,2	20,9	-38,2	-22,8	11,0	14,0	19,0	12,0	15,0	19,0	26,0	28,0	15,0	18,0
Variation des stocks (b)	-0,7	0,8	0,4	-2,4	-1,4	1,2	1,7	0,5	0,9	0,5	0,6	0,4	0,1	0,2	0,1
Exportations nettes (b)	1,0	-0,1	-0,2	2,6	1,6	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,6
Taux d'épargne	3,9	4,3	4,9	3,7	5,0	3,5	3,6	3,6	5,0	4,1	4,4	4,6	4,7	5,0	5,3
Taux de chômage	9,2	9,8	9,2	8,1	9,2	9,5	9,9	9,9	9,8	9,8	9,5	9,4	9,4	9,2	8,8
Inflation (t/t, %)	-0,4	1,7	1,1	-2,4	1,3	3,2	2,5	1,6	0,9	1,5	0,6	1,0	1,2	1,1	2,1
Balance courante (% PIB)	-3,1	-3,6	-3,6	-2,9	-2,3	-3,5	-3,8	-3,7	-3,5	-3,6	-3,5	-3,5	-3,6	-3,5	-3,7

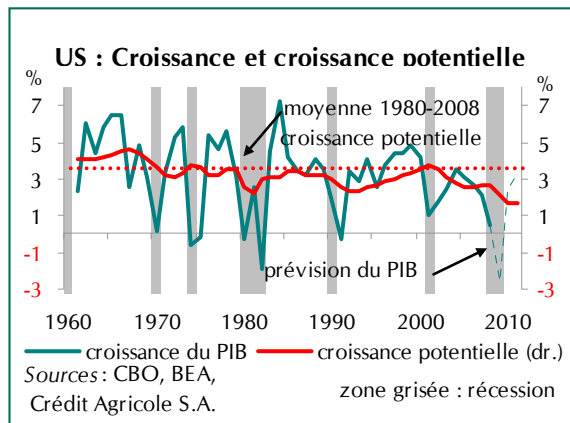
(a) données annualisées

(b) contribution à la croissance du PIB (en %)

Le grand écart (de production)

L'écart de production est suffisamment grand pour exercer d'importantes et durables pressions désinflationnistes. Le risque d'une erreur de politique monétaire, à savoir perdre la maîtrise de l'inflation en resserrant trop tardivement, paraît limité.

Les débats sur la fiabilité de l'estimation de la croissance potentielle sont récurrents et celui d'aujourd'hui sur sa révision en baisse ne fait pas exception. A noter qu'il ne date pas d'hier : c'est dès 2006, avec les premiers signes de ralentissement de la croissance, que certains ont commencé à s'interroger sur celui de la croissance potentielle. Aujourd'hui, le débat a pris une importance particulière. Certains craignent que la Fed soit induite en erreur par des ressources en apparence inemployées en grande quantité. Elle mésestimerait en conséquence le risque inflationniste au point de perdre le contrôle de l'inflation en remontant trop tard ses taux. Les apparences ne nous semblent pas trompeuses à ce point-là. De nombreux indicateurs concordent pour pointer un très faible degré d'utilisation des ressources. Certes, d'importantes capacités de production ont été détruites par la récession. Mais il s'agit le plus probablement d'un choc temporaire sur le niveau du potentiel et non d'une baisse pérenne du rythme de la croissance potentielle. Et même réduit selon certaines mesures alternatives, l'écart de production reste suffisamment important pour exercer des pressions désinflationnistes significatives à l'horizon 2010. Au final, il faudrait une croissance vraiment beaucoup plus vigoureuse qu'attendu pour alimenter un réel risque inflationniste et pousser la Fed à réagir dès 2010¹.

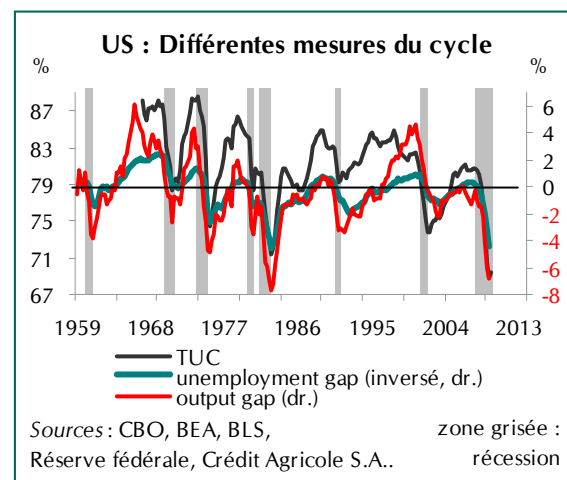


L'inobservable observé

La croissance potentielle, c'est la croissance du PIB qui résulte de l'utilisation optimale des facteurs de production compatible avec une stabilité de l'inflation. Autant dire que ce n'est pas observable en temps réel. On peut déduire la croissance potentielle d'une fonction de production dans laquelle les facteurs de production (capital, travail, énergie, ...) sont combinés avec un certain progrès technique pour obtenir un certain niveau de production. Une manière rapide, mais approximative, de calculer la croissance potentielle est de faire la somme des gains tendanciels de productivité du travail et de la croissance tendancielle de la population active, les gains de productivité étant eux-mêmes fonction de la croissance du progrès technique et de l'augmentation de l'intensité capitaliste (capital par unité de travail). Les estimations de référence de la croissance potentielle sont celles réalisées

par le CBO (Congressional Budget Office) ou l'OCDE, le travail du CBO ayant notre préférence ici. **La croissance potentielle est bien plus stable que la croissance réelle mais elle n'est pas non plus totalement insensible aux fluctuations du cycle (cf. graphique).**

L'écart de production rapporte le PIB réel au PIB potentiel (*output gap*). La différence entre le taux de chômage observé et le taux de chômage naturel (celui d'une économie au plein-emploi) est une mesure alternative (*unemployment gap*). Cet *output gap* ou cet *unemployment gap* sont un indicateur du degré d'utilisation des ressources dans l'ensemble de l'économie, tout comme l'est le Taux d'Utilisation des Capacités de production dans l'industrie (TUC). **D'après ces trois indicateurs, ainsi que d'autres plus sectoriels², de très importantes capacités de production sont aujourd'hui inutilisées (cf. graphique).**



L'inflation sous pression

D'après nous, **ces indicateurs ne laissent guère de doute quant à l'ampleur des pressions désinflationnistes exercées. Et pourtant, il y a débat**, suscité en particulier par une étude récente de la Fed de San Francisco qui s'interroge sur la grandeur de cet *output gap*, pour conclure qu'il n'est pas aussi large qu'on le croit, en arguant du ralentissement modeste de l'inflation sous-jacente³. Pour étayer la démonstration, trois autres indicateurs du marché du travail sont mis en avant, qui suggèrent également un écart de production aujourd'hui beaucoup moins négatif que celui calculé par le CBO. Plus exactement, le taux de chômage naturel serait beaucoup plus élevé (peut-être autour de 6 %) que l'estimation actuelle de 4,8 % du CBO (cf. tableau).

Suivant les travaux de Laubach et Williams (2003), l'ampleur de l'écart de production est dé-

1 – Un désancrage des anticipations d'inflation serait également un élément déterminant.

2 – Tels que le taux de remplissage des hôtels, le pourcentage de logements occupés par un locataire ou le propriétaire laissés vacants, le pourcentage de bureaux vides, le taux de sous-emploi. Selon la définition U6 du BLS, il s'agit du nombre de chômeurs augmentés du nombre de travailleurs en marge du marché du travail et des personnes employées à temps partiel pour raisons économiques. Les personnes dites en marge du marché du travail sont celles qui n'ont pas d'emploi ni n'en cherchent un mais qui se disent disponibles et ont cherché un emploi dans un passé récent.

3 – J. Weidner et J.C. Williams, 2009, "How big is the output gap?", FRBSF Economic Letter, 12 juin.

Estimations alternatives de l'écart de production

	T4 2007 (au pic d'activité)	T4 2008	T1 2009
Output gap du CBO	-1	-4,2	-6,2
Laubach-Williams	1,1	-1	-2
TUC	0,1	-3,2	-4,9
Unemployment gap du CBO	0	-3,6	-5,6
Difficulté à trouver un emploi pour les ménages	-0,5	-2,5	-3,1
Difficulté à pourvoir un poste pour les entreprises	-0,5	-2,5	-3,5
% d'emplois vacants	-0,1	-2,9	-3,9

Source : Weidner et Williams (2009)

4 – T. Laubach et J.C. Williams, 2003, « *Measuring the natural rate of interest* », *Review of Economics and Statistics*, n°85, novembre.

5 – D. Haugh, P. Ollivaud, et D. Turner, 2009, « *The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries* », *OECD Economics Department Working Papers*, n°683, mars.

6 – En effet, en moyenne au cours de la décennie 1980, le Japon a affiché un taux de croissance annuelle de 4 %. Mais ce rythme a fléchi à 1 % au cours de la décennie 1990 et ne s'est redressé qu'à 1,4 % au cours des années 2000.

7 – C'est effectivement plus lent que par le passé, même récent, mais la responsabilité en incombe à une progression de la population active beaucoup moins rapide, sans rapport avec la crise, qui absorbe une partie de l'accélération des gains de productivité.

8 – En lien avec le débat sur l'*output gap* qui ne serait pas aussi négatif qu'on le croit, il y a aussi un débat sur le niveau plus ou moins négatif des *Fed funds* qui découle de la règle de Taylor. Avec les coefficients historiques de Taylor, calibrés, les *Fed funds* seraient à -1 % environ. Avec des coefficients estimés, ils seraient à -5 % au minimum. Le message en revanche est identique : c'est le signe qu'une politique monétaire accommodante est nécessaire.

duite de l'inflation sous-jacente observée : une inflation qui accélère (ralentit) implique un *output gap* positif (négatif)⁴. Jusqu'au milieu des années 1990, cette estimation et celle du CBO évoluaient de concert. Depuis, elles diffèrent sensiblement, la stabilité de l'inflation sous-jacente suggérant un *output gap* à la Laubach-Williams beaucoup moins important que celui du CBO. Le relâchement du lien entre l'*output gap* et l'inflation et la baisse de la croissance potentielle sont deux explications possibles à ce désaccord. Cependant, autant la question d'une baisse de la croissance potentielle se pose (cf. *infra*), autant l'approche retenue par Laubach et Williams pour estimer l'*output gap* est critiquable. En effet, **l'inflation réagit avec retard à l'écart de production : c'est l'inflation de demain, et non celle actuellement observée, qui nous donnera des indications sur l'ampleur de l'écart de production aujourd'hui. Et même à supposer que l'estimation de Laubach-Williams est plus proche de la vérité que celle du CBO, l'écart de production reste suffisamment négatif pour exercer des pressions désinflationnistes à l'horizon de 2010.** Il sera certes plus rapidement comblé. Mais refermer en un an un écart de production négatif à hauteur de 2 % nécessiterait tout de même un taux de croissance réel de l'économie de deux points supérieur au minimum à la croissance potentielle (ou d'un point supérieur pour une fermeture en deux ans). Si l'on retient l'hypothèse conservatrice d'une croissance potentielle de 2,5 % et l'hypothèse optimiste d'un taux de croissance réel de 4,5 % par trimestre (rythme annualisé), l'*output gap* sera encore négatif d'ici la mi-2010.

Une croissance potentielle temporairement ralentie

Pour que la crise et la récession impactent la croissance potentielle, elles doivent affecter la croissance d'un ou plusieurs des facteurs de production. Cela peut se faire de diverses manières. La plus évidente, et la seule prouvée à ce stade, est via la baisse de l'investissement et la destruction de capital physique pendant la récession. Il est également probable que la crise financière en tant que telle laisse des traces, la purge de la bulle de crédit faisant craindre une croissance à terme moins dynamique du fait d'un crédit moins abondant. Selon les prévisions les plus pessimistes, les États-Unis seraient voués à croître de seulement 1-2 % par an, au lieu des 3,5 % historiques. On ne peut non plus complètement exclure le risque d'hystérésis du taux de chômage et donc d'une baisse de l'offre de travail via une augmentation du nombre de travailleurs déqualifiés.

Les leçons que l'on peut tirer des précédentes crises financières sont mitigées⁵. La croissance potentielle des pays nordiques a été temporairement réduite (de l'ordre de 0,6 point par an dans les cinq ans qui ont suivi la crise) mais celle du Japon a été durablement impactée⁶. Pour les pays nordiques, l'impact a transité par une hausse du taux de chômage naturel attribuée en partie aux rigidités structurelles de leurs marchés du travail, tandis que le Japon a souffert d'un tassement des gains tendanciels de productivité du travail.

En revanche, la croissance potentielle des États-Unis est sortie indemne de la crise des caisses d'épargne des années 1980. En sera-t-il de même aujourd'hui ?

Cela paraît difficile compte tenu de l'ampleur et de la nature du choc. **L'intensité de la crise et la sévérité de la récession que les États-Unis viennent d'essuyer ont révélé les failles de leur modèle de croissance patrimoniale et préfigurent un changement de régime. Mais leur histoire économique, l'ampleur des mesures de soutien prises, la flexibilité du marché du travail et la résistance jusqu'à présent des gains de productivité plaident pour un tassement temporaire et non permanent de la croissance potentielle, à l'américaine,** temporaire ne voulant d'ailleurs pas nécessairement dire de courte durée. D'après les dernières prévisions du CBO qui vont jusqu'en 2019, la croissance potentielle, encore estimée à 2,6 % en 2008, fléchirait à 2,2 % en 2009 puis à 1,7 % en 2010 et 2011 avant de se redresser à 2,4 % par an en moyenne pendant les huit années suivantes⁷.

Une Fed en stand-by

En résumé, plus l'hypothèse de la croissance potentielle est basse et plus rapide est la croissance réelle dans les prochains trimestres, plus vite se refermera l'écart de production, plus vite se dissipera le risque de déflation et se développeront des pressions inflationnistes. Et plus vite la Fed remontera ses taux. Or, nous anticipons une croissance plutôt molle en 2010 (relativement aux rythmes habituels en phase de reprise), qui inciterait la Fed à attendre jusque début 2011 pour remonter ses taux. La Fed est sensible, rappelons-le, à l'écart de production et non au seul taux de croissance du PIB réel. Et même sur la base d'une croissance potentielle très ralentie comme l'estime le CBO, la fermeture de l'*output gap* ne s'amorcerait véritablement qu'au tournant 2010-2011. Et pendant ce temps, la désinflation se poursuivrait. De même, à cet horizon, la baisse attendue du taux de chômage ne serait pas significative. Or, historiquement, la Fed n'a jamais remonté ses taux avant d'être sûre que le taux de chômage a atteint son pic. Pourquoi en irait-il différemment demain ?

Qu'elle soit estimée ou calibrée, la règle de Taylor reste un bon guide de l'évolution des *Fed funds*⁸. Et avec nos hypothèses de croissance et d'inflation, elle pointe vers le *statu quo*. De plus, à supposer que la Fed intègre désormais les prix d'actifs dans sa fonction de réaction, elle ne s'écartera de ce que suggère la règle de Taylor, et ne durcira plus tôt sa politique monétaire pour prévenir la formation d'une nouvelle bulle, que si elle dispose de signaux avant-coureurs tangibles. Enfin, malgré les signes de reprise, la persistance de risques baissiers non négligeables, sur la croissance et l'inflation, et la marge de manœuvre limitée pour un assouplissement monétaire supplémentaire pour y faire face plaident aussi pour un *statu quo* prolongé sur les taux. A l'inverse, la Fed a toute latitude, et ne s'en privera pas, pour remonter ses taux si la croissance et l'inflation sont plus rapides que prévu. Le risque qu'elle fasse la même erreur que dans les années 1970, qu'elle surestime la croissance potentielle, sous-estime en conséquence les pressions inflationnistes et relève trop tard ses taux pour éviter un dérapage de l'inflation, nous paraît plus que limité. ■

L'économie se ressaisit

Même si le Japon a connu la pire performance économique au T4 2008 et au T1 2009, la croissance économique trimestrielle est redevenue positive au T2. Dans quelle mesure le changement de gouvernement aura-t-il un impact positif sur les dépenses de consommation ? C'est de la réponse à cette question que dépendent en grande partie les perspectives de ce pays.

Malgré la révision à la baisse par rapport aux premières estimations, le PIB réel sur la période d'avril à juin, a progressé de 0,6 % en glissement trimestriel après quatre trimestres d'affilée de contraction. **Le Japon, fortement tributaire de la demande extérieure, a été lourdement pénalisé par la chute de plus de 50 % des exportations juste après l'éclatement de la crise financière.** Le redressement notable des exportations vers le reste de l'Asie a été en partie absorbé par le ralentissement persistant des ventes à destination des États-Unis et de l'Europe. Les investissements industriels et dans l'immobilier résidentiel ont poursuivi leur contraction et la mauvaise passe va se poursuivre au cours des deux trimestres à venir, mais le rebond observé au second trimestre montre que le Japon doit désormais se tourner vers de nouveaux moteurs de croissance économique.

Sur la période allant d'avril à juin, la consommation des ménages a connu une croissance positive de 0,7 % en glissement trimestriel et, compte tenu du repli significatif des investissements industriels et des exportations au cours de la phase de contraction, la consommation des ménages représente à présent 58,4 % du PIB réel, un record depuis 1983. Au cours des trimestres à venir, la croissance économique sera modérée. En effet, la consommation des ménages comme celle des administrations publiques bénéficiera probablement des mesures de relance, mais les investissements n'en seront pas moins encore réduits en raison des excédents de capacités dans l'industrie et de l'absence d'incitations dans le bâtiment.

Cependant, par rapport au modèle de croissance économique tiré par les exportations à l'origine de fluctuations du cycle conjoncturel, la nouvelle répartition du PIB montre que l'économie doit désormais s'appuyer davantage sur la demande intérieure. Le Japon a, à cet égard, connu un tournant historique le 30 août dernier avec la victoire écrasante, lors des élections générales, du Parti démocratique du Japon (DPJ) sur celui des libéraux démocrates (LDP), restés au pouvoir pendant plus d'un demi-siècle. Alors que l'administration LDP avait essentiellement les faveurs des grandes entreprises et encourageait, par les mesures adoptées, le secteur des exportations, la nouvelle équipe a bénéficié du soutien des ménages, des syndicats, des agriculteurs et des PME et son programme électoral privilégie davantage la consommation, en proposant notamment la gratuité des autoroutes, des aides en faveur de la garde des enfants et de l'éducation, ainsi que l'abolition de taxes provisoires telles que celle sur l'essence. Ces politiques orientées vers la consommation, si elles sont réellement menées à bien et soutenues par des financements appropriés, devraient faciliter la mutation vers une croissance économique plus durable.

Encore faut-il que l'économie et le gouvernement parviennent à surmonter quelques obstacles ; par exem-

ple, les conditions toujours aussi difficiles du marché de l'emploi, dont la détérioration atteint des niveaux historiques. Etant donné que le taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier se maintient autour de 60 %, bien en deçà de la normale (75 %), et que le ratio des travailleurs intérimaires (pouvant être recrutés ou licenciés de manière relativement plus facile que les travailleurs sous contrat à durée indéterminée), est nettement plus élevé, les conditions du marché de l'emploi sont appelées à se détériorer dans les trimestres à venir et le taux de chômage devrait, selon les prévisions, dépasser 6 % avant la fin de l'année 2009.

L'inflation sous-jacente se situe actuellement à -2,2 % en g.a., en raison essentiellement du recul notable des prix de l'énergie. Mais ce taux négatif s'explique également par un autre facteur important : avec un PIB réel en repli pendant quatre trimestres d'affilée avant de redevenir positif sur la période d'avril-juin 2009, l'*output gap* s'est nettement creusé, une évolution qui, compte tenu de son effet différé sur les prix, devrait confirmer notre prévision selon laquelle la mesure de l'inflation sous-jacente devrait rester négative dans les trimestres à venir avant de redevenir positive au quatrième trimestre 2010.

Ces facteurs macro-économiques semblent indiquer que la Banque du Japon va rester dans l'expectative et maintenir des conditions monétaires accommodantes. Alors que ces facteurs macro-économiques et leurs conséquences sur les politiques monétaires devraient avoir un impact négatif sur le yen en théorie, l'appréciation récente de la devise reflète, semble-t-il, l'anticipation par le marché de l'impact potentiel du changement d'administration sur le marché des changes. Les politiques orientées vers la consommation, soutenues par le DPJ, impliquent que cette administration va favoriser le raffermissement de la monnaie en vue d'un accroissement du pouvoir d'achat et d'une augmentation des taux d'intérêt pour compenser les revenus financiers perdus par les ménages japonais sur leurs actifs en raison de la politique antérieure de taux zéro. ■

Japon (a)	2009	2010	2011	2009			
				T1	T2	T3	T4
PIB	-5,4	1,7	1,8	-3,3	0,6	0,3	0,5
Consommation privée	-0,9	1,3	1,4	-1,2	0,7	0,6	0,4
Investissement	-20,0	-0,4	4,2	-8,5	-4,8	-2,2	-0,9
Variation des stocks (b)	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	0,2	0,1
Exportations nettes (b)	-2,3	1,0	0,1	-0,9	1,6	0,2	0,1
Production industrielle	-22,2	7,9	4,7	-34,0	-27,6	-18,9	-5,5
Taux de chômage	5,3	5,6	4,8	5,0	5,2	5,7	6,0
Inflation (Core CPI, a/a, %)	-1,3	-0,5	4,8	0,0	-1,0	-2,4	-1,6
Dette publique (% PIB)	184	192	200				

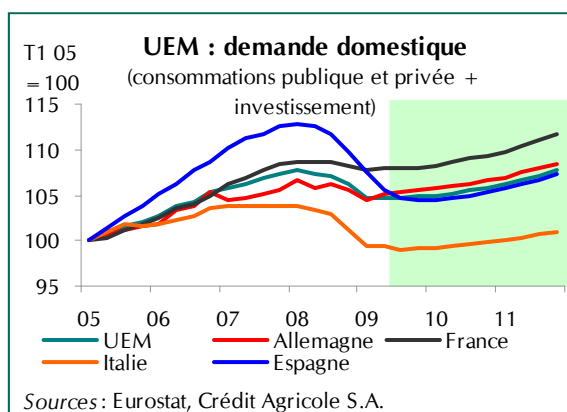
(a) données annualisées

(b) contribution à la croissance du PIB (en %)

Sursaut de croissance

L'activité s'est redressée dès le printemps et la zone euro devrait officiellement sortir de récession au troisième trimestre. La croissance se rapprocherait de son potentiel fin 2010, avec toutefois de fortes disparités entre pays.

Le PIB de la zone euro a surpris favorablement dès le deuxième trimestre en reculant de 0,1 % t/t seulement, après -2,5 % et -1,8 % t/t aux trimestres précédents. Les contributions des exportations nettes (+0,7 pp) et des dépenses de consommation, soutenues par les primes à la casse (+0,1 pp), ont permis de compenser la faiblesse de l'investissement productif (-1,3 % t/t, soit une baisse cumulée de 12 % depuis le pic de 2008). L'Allemagne et la France affichent un taux de croissance positif de 0,3 % t/t, synonyme de sortie de récession. Il devrait en être de même pour l'UEM dans son ensemble au troisième trimestre : nous tablons sur une progression du PIB de 0,4 % t/t. L'incertitude reste inhabituellement élevée mais, dans l'ensemble, les données d'activité pourraient surprendre à la hausse au second semestre.



Toutes les conditions sont réunies pour assister à un vif rebond de l'activité à court terme. Le cycle des stocks devrait contribuer positivement à la croissance après les violents ajustements effectués par les entreprises depuis le début de l'année. Dans un contexte de stocks bas et de stabilisation de la demande, la production industrielle devrait repartir à la hausse à l'automne et une reprise timide des dépenses d'investissement pourrait être envisagée avant la fin de l'année. Enfin, la consommation privée fait preuve de résistance dans un environnement difficile, marqué par la remontée du chômage et le resserrement des conditions de crédit. Nous anticipons une croissance de la consommation de

l'ordre de 1 % au deuxième semestre en rythme annualisé, soutenue par les effets retardés des plans de relance.

La matérialisation de la reprise ne doit pas occulter les risques baissiers qui pèsent toujours sur l'horizon de prévision. **Certains facteurs qui ont temporairement soutenu l'activité vont progressivement disparaître.** Les primes à la casse, en particulier, varient d'un pays à l'autre par leur taille et leur durée, mais l'effet positif de ces mesures s'estomperait d'ici la fin de l'année. Plus généralement, la taille du stimulus fiscal dans les économies les plus fragiles de la zone euro pourrait s'avérer trop faible pour compenser la faiblesse de la demande domestique. Moins compétitives, les économies italiennes et espagnoles pourraient être pénalisées en 2010. Pour l'ensemble de la zone euro, nos prévisions suggèrent un profil de croissance heurté, mais un retour progressif au potentiel d'ici 2011. Au-delà, l'incertitude principale réside dans le degré de resserrement de la politique budgétaire.

Dans ce contexte, **la BCE estime que l'inflation restera inférieure à sa cible en 2010.** Selon elle, les pressions à la baisse sur l'inflation sous-jacente induites par l'écart de production doivent être nuancées, et d'autres facteurs doivent être pris en compte pour évaluer les risques inflationnistes à moyen terme, dont la croissance des agrégats monétaires et le niveau des anticipations d'inflation. La BCE devrait selon nous maintenir un *statu quo* sur les taux (directeurs) en 2010, tout en amorçant une sortie de sa politique de gestion ultra-accommodante de la liquidité interbancaire au premier semestre. Le succès des allocations illimitées de liquidité a poussé les taux de marché vers de nouveaux points bas, inférieurs au taux refi pour la plupart. Entre autres mesures visant à réduire la liquidité excédentaire, la BCE pourrait annoncer des modifications à ses procédures d'appel d'offres dès la fin 2009. Dans ce cas, le taux interbancaire *Eonia* au jour le jour pourrait amorcer une remontée vers le taux refi, ce qui constituerait un resserrement monétaire de fait, préambule à une « vraie » hausse de taux début 2011. ■

UEM	2009	2010	2011	2009				2010				2011			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	-3,8	1,0	1,5	-2,5	-0,1	0,4	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4
Consommation privée	-0,8	0,7	1,4	-0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Investissement	-9,7	0,0	2,1	-5,3	-1,3	-0,3	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7
Variation des stocks (a)	-0,5	0,3	0,0	-1,1	-0,6	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (a)	-1,2	0,2	0,0	-0,5	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Production industrielle	-14,5	1,6	1,9	-7,5	-2,7	2,0	0,8	0,7	-0,5	1,0	-0,5	1,0	0,3	1,0	0,5
Taux de chômage	9,3	10,0	9,8	8,8	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1	10,1	10,1	10,0	9,8	9,7	9,5
Inflation (a/a, %)	0,3	1,1	1,8	1,0	0,2	-0,3	0,3	0,9	0,9	1,3	1,5	1,8	1,8	1,7	1,8

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

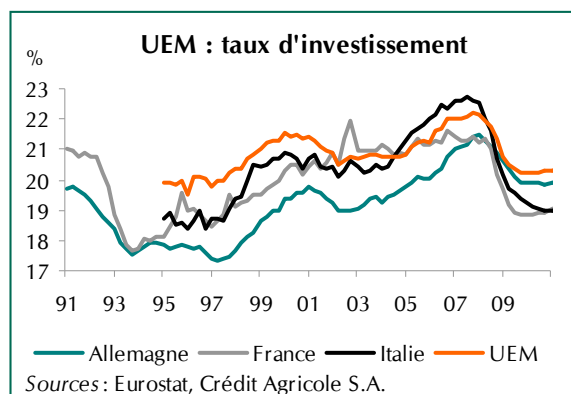
Récession, crise financière et croissance potentielle

La crise financière s'est traduite par la plus forte chute de l'activité d'après-guerre en zone euro. Le PIB de l'ensemble de la zone euro s'est ainsi replié sur cinq trimestres consécutifs à partir du deuxième trimestre 2008. L'investissement et l'emploi ont enregistré une chute sans précédent. Le taux de chômage est en hausse continue depuis quinze mois (+ 2 points en un an). Dans nos projections actuelles, le PIB en zone euro reculerait en moyenne de 3,8 % en 2009 et le taux de chômage continuerait à grimper jusqu'en 2010.

Vue l'ampleur et la durée de la récession, il semble difficile d'imaginer qu'il ne s'agit là que d'une simple déviation temporaire du PIB par rapport à son potentiel. **L'effondrement de l'activité en zone euro a vraisemblablement affecté la production potentielle, en raison notamment de l'impact négatif de la chute de l'investissement et de la hausse du chômage sur les facteurs de production (travail et capital).** Ces effets ont probablement été amplifiés par le fait qu'il s'agit d'une crise financière et bancaire, ayant sérieusement affecté les capacités d'intermédiation des institutions financières. Cependant, si les effets à court terme sur la croissance potentielle sont vraisemblables, ceux à plus long terme restent incertains. Dans cet article, nous passons en revue les canaux par lesquels la récession économique actuelle, et la crise financière en particulier, ont pu affecter la production potentielle.

Récession économique : quel impact sur la production potentielle ?

La récession économique actuelle a vraisemblablement eu un impact sur la production potentielle. En effet, la croissance potentielle a probablement baissé au moins à court terme, du fait du net ralentissement de l'accumulation du stock de capital suite à la chute de l'investissement productif et des effets négatifs sur l'offre de travail en lien avec l'augmentation du chômage¹.



Effondrement de l'investissement et accumulation du capital

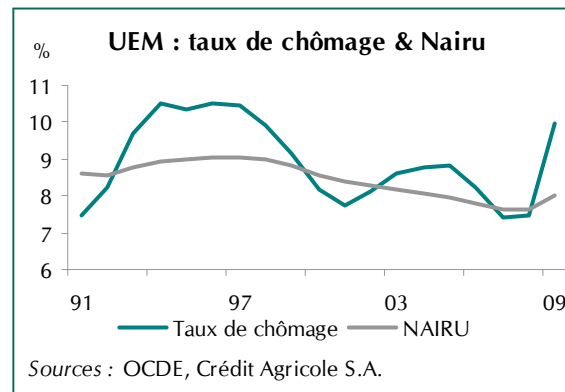
La forte baisse cyclique du taux d'investissement productif dans la phase récessive, s'est sans doute traduite par une réduction des capacités de production. **Le recul de l'accumulation du capi-**

tal productif pourrait toutefois ne s'avérer que temporaire, vu qu'aucun excès d'investissement n'a été commis dans la phase montante du cycle. Historiquement, lors des épisodes récessifs précédents, le taux d'investissement des entreprises européennes a rebondi en phase avec la reprise de l'activité. Mais il est également possible qu'une partie de ce capital soit détruit plus structurellement (fermeture d'usine notamment).

Hausse du chômage et offre de travail

La forte hausse du taux de chômage pourrait entraîner une augmentation significative du taux de chômage structurel (NAIRU, Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment). **L'existence de rigidités nominales importantes en zone euro risque en effet de ralentir le processus d'ajustements sur le marché du travail.**

En fait, l'augmentation du taux de chômage a des effets permanents sur le NAIRU, si elle entraîne des changements structurels (régime d'indemnisation du chômage plus généreux, hausse des cotisations sociales, ...) ralentissant davantage l'ajustement sur le marché du travail. En revanche, si les rigidités structurelles ne s'aggravent pas, le NAIRU ne sera affecté qu'à court terme et de façon transitoire (en raison de frictions sur le marché du travail). A moyen terme, son niveau resterait inchangé et le rythme de la croissance potentielle intact. Lors des périodes précédentes de ralentissement de l'activité en zone euro, la hausse du taux de chômage a été suivie par une remontée du NAIRU qui n'a pu rebaisser qu'une fois la reprise bien engagée et à la faveur de réformes structurelles.



Le niveau élevé du taux de chômage pourrait également influencer le taux de participation, en

¹ – Voir le document de travail de la Commission Européenne N°49 de juin 2009 : « Impact of the current economic and financial crisis on potential output ».

décourageant certains salariés (peu qualifiés, femmes, jeunes ou seniors) à rechercher un emploi. Elle pourrait également entraîner des destructions de capital humain, du fait de la baisse de « l'employabilité » de certains chômeurs de longue durée, leurs compétences n'étant plus utilisées ou devenant obsolètes.

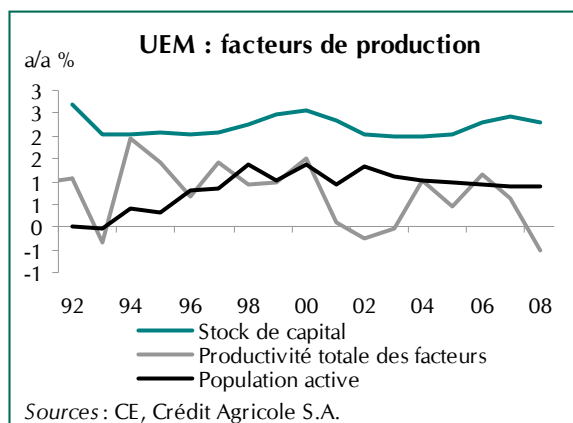
Par ailleurs, les évolutions démographiques en Europe tendent à réduire la croissance de la population active et donc de la production potentielle.

Productivité globale des facteurs

Certains secteurs, tels que les services financiers, la construction ou l'industrie automobile, ont enregistré une baisse significative de leur activité, ce qui a probablement entraîné une réduction de leur productivité.

2 – Voir Reinhart, C.M & K., Rogoff (2009), « *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crisis* », NBER WP No. 13882; ou Cerra, V. & S. Saxena (2007), « *Growth dynamics: the myth of economic recovery* », BIS WP No. 226.

3 – Voir Furceri et Mourougane (2009), « *The effect of financial crisis on potential output : new empirical evidence from OECD countries* », OECD Economic Department WP No. 699.



Et surtout, la chute de l'activité a été synonyme d'une réduction des innovations des entreprises liées à la diminution des dépenses d'investissements de recherche et développement (R&D). **Cet ajustement cyclique risque de peser sur les gains de productivité futurs en bridant temporairement le processus d'innovation.**

La crise financière, un facteur aggravant

La récession actuelle est toutefois particulièrement grave, dans la mesure où la crise économique s'est greffée à la crise financière et bancaire, laquelle a réduit durablement la capacité d'intermédiation des institutions financières. On peut donc penser que ses conséquences seront plus importantes que les récessions traditionnelles. **Cette hypothèse est corroborée par les résultats des études empiriques récentes qui tendent à prouver que les récessions liées à des crises financières sont plus graves et plus longues, en termes de chute de l'activité et d'emploi².** En particulier, une étude récente de l'OCDE montre que les crises financières affectent négativement et durablement la production potentielle³.

Plusieurs raisons incitent à penser que les effets négatifs sur les facteurs de production cités plus

haut ont été aggravés par la crise financière.

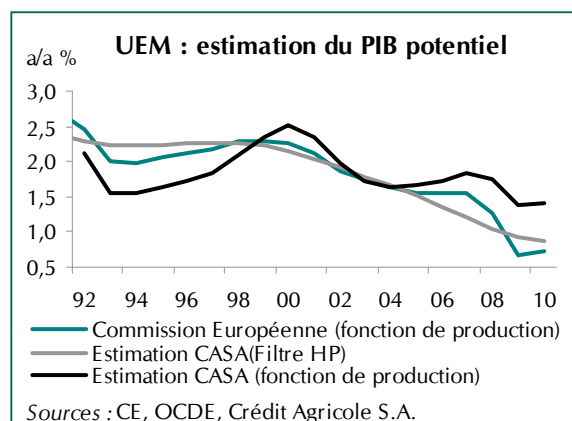
Tout d'abord, la crise financière a potentiellement eu des effets négatifs sur l'accumulation du capital, dans la mesure où elle a entraîné une hausse de l'incertitude, et donc des primes de risque. L'augmentation du coût du capital a, à son tour, renforcé la baisse de l'investissement. Cette situation a pu être aggravée par les problèmes de trésorerie des entreprises, en lien avec le resserrement des conditions de crédit.

Ensuite, cette augmentation des primes de risque peut rétroagir sur le chômage et de façon structurelle si les entreprises réduisent leurs effectifs pour préserver leurs marges, détériorées par la faiblesse de l'activité et la hausse du coût du capital.

A terme, avec la mise en place d'une plus grande régulation des institutions financières (exigence accrue en matière de fonds propres) le coût du capital pourrait être structurellement plus élevé, ce qui va se traduire en tendance par des volumes d'investissement plus faibles.

Quel potentiel de croissance ?

Au total, tous ces éléments suggèrent que la croissance potentielle en zone euro a probablement baissé depuis le début de la crise financière. Les méthodes d'estimations usuelles montrent une baisse importante de la croissance du PIB potentiel depuis le début de la crise financière. Les estimations de la Commission européenne, basées sur une fonction de production, indiquent que la croissance potentielle en zone euro passerait de 1,6 % en 2007 à 0,7 % en 2010. Avec la même méthodologie et sur la base d'hypothèses de ralentissements modérés des rythmes de progression du stock de capital et de l'offre de travail, nos propres estimations tablent sur une faible baisse de la croissance du PIB potentiel en zone euro : de 1,8 % en 2007 à 1,4 % en 2010. Les méthodes statistiques (filtre HP), reposant sur nos prévisions de croissance pour 2009-2010 (respectivement -3,8 % et +1 %), indiquent que la croissance du PIB potentiel en zone euro passerait de 1,2 % en 2007 à 0,9 % en 2010. ■



La fin de la grande récession se précise

La croissance française a rebondi au deuxième trimestre 2009 (+0,3 % t/t). L'activité continuera à se redresser au second semestre 2009, grâce au soutien de facteurs techniques. En moyenne, le PIB reculerait de 2,1 % en 2009. En 2010, la reprise sera molle (+1,1 %).

Contre toute attente, la croissance française a rebondi au deuxième trimestre (+0,3 % t/t). Ce rebond tient essentiellement à l'amélioration du solde du commerce extérieur (+0,9 point). La consommation des ménages a légèrement accéléré et le rythme de baisse de l'investissement s'est ralenti. En revanche, les variations de stocks ont amputé la croissance du trimestre de 0,6 point.

L'activité devrait continuer à croître au second semestre 2009 (+0,3 % t/t en moyenne). La confiance des agents s'est nettement améliorée depuis l'été. Sur-tout, les enquêtes de conjoncture suggèrent que les industriels reconstituent progressivement leurs stocks et que leurs carnets de commandes se regarnissent. On observe des tendances similaires chez nos principaux partenaires commerciaux. Par ailleurs, les mesures du plan de relance, qui ont soutenu la demande interne au deuxième trimestre (prime à la casse, soutien à la trésorerie des entreprises) vont continuer à jouer au second semestre. **Au vu de ces informations, on peut donc penser que la récession technique est terminée.**

Cependant, la dynamique d'activité attendue en début d'année 2010 est entourée d'une grande incertitude. Au stade actuel, le risque d'une rechute de l'activité (double-dip) ne peut être écarté. En effet, la croissance en fin d'année 2009 sera soutenue essentiellement par des facteurs techniques et temporaires. De plus, une bonne partie des mesures du plan de relance devrait cesser à la fin de cette année (soutien à la trésorerie des entreprises notamment). Même si d'autres seront mises en œuvre (investissements publics) ou vraisemblablement reconduites en 2010 (prime à la casse), cela ne devrait pas être suffisant pour dynamiser de façon durable la demande interne. Le risque d'une rechute de l'activité est d'autant plus élevé que la demande extérieure pourrait également se replier à nouveau, une partie des mesures des plans de relance chez nos partenaires commerciaux, en particulier européens, arrivant également à échéance fin 2009.

En scénario central, nous prévoyons donc une demande domestique en croissance faible. La consommation des ménages devrait continuer à progresser sur les mêmes rythmes qu'en début d'année 2009. Le pouvoir d'achat des ménages continuera à bénéficier

du soutien des prestations sociales et des différentes mesures du plan de relance (prime à la casse, soutien aux bas revenus). En revanche, l'effet désinflationniste ne jouerait plus à partir de la fin 2009. En outre, les revenus d'activité devraient continuer à ralentir du fait de la poursuite de la dégradation du marché du travail (taux de chômage à 10 % fin 2010). Dans ce contexte, le taux d'épargne restera élevé (16,6% en 2009 et en 2010).

La baisse de l'investissement des entreprises a tout lieu de se poursuivre d'ici la fin de l'année 2009, même si son intensité devrait se réduire (-6,6 % en moyenne). Les taux d'utilisation des capacités de production se maintiennent à un très bas niveau et les perspectives de demande restent faibles. Une stabilisation est attendue courant 2010. D'une part, la reprise des gains de productivité, résultant du décalage entre l'activité et l'emploi, devrait favoriser la reconstitution de la rentabilité des entreprises. D'autre part, les conditions de financement seront un peu plus favorables, grâce à l'amélioration de l'environnement financier global.

Les exportations vont continuer à progresser en deuxième partie d'année 2009, grâce à la reprise industrielle. La demande mondiale adressée à la France devrait continuer à croître en 2010, l'activité chez nos principaux partenaires commerciaux étant mieux orientée. Cependant, les importations se redresseront, de sorte que la contribution du commerce extérieur sera nulle en 2010.

Les ajustements à venir sur le marché du travail demeurent la principale source d'incertitude entourant notre scénario central. Certes, nous pensons que l'essentiel de l'ajustement de l'emploi a déjà eu lieu au second semestre 2008 et au premier semestre 2009 (-421 600 emplois dans le secteur principalement marchand), les entreprises françaises ayant été particulièrement réactives au cours du cycle actuel. Néanmoins, les rythmes de croissance attendus au cours des prochains trimestres ne seront pas suffisants pour stimuler l'emploi. La hausse du taux de chômage en résultant ainsi que les conséquences sur la demande intérieure constituent donc un important risque pour la consolidation de la reprise anticipée en 2010 (+1,1 % en moyenne). ■

France	2009	2010	2011	2009				2010				2011			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	-2,3	1,1	1,8	-1,4	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Consommation privée	0,7	1,3	2,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Investissement	-6,5	-0,6	1,8	-2,7	-0,8	-0,9	-0,6	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6
Variation des stocks (a)	-1,2	0,1	0,1	-0,7	-0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (a)	-0,4	0,0	-0,3	-0,2	0,8	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Production industrielle	-13,9	0,5	1,4	-8,7	0,4	1,7	0,5	-0,9	0,0	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
Taux d'épargne	16,6	16,6	15,9	16,0	16,7	16,7	16,8	16,8	16,7	16,5	16,5	16,1	15,9	15,8	15,7
Taux de chômage	9,1	9,9	9,9	8,5	9,1	9,3	9,5	9,5	9,9	9,9	10,0	10,2	10,2	9,7	9,4
Inflation (a/a, %)	0,2	1,2	1,5	0,6	-0,2	-0,2	0,6	1,1	1,3	1,1	1,1	1,3	1,4	1,7	1,7

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

A fond la caisse ?

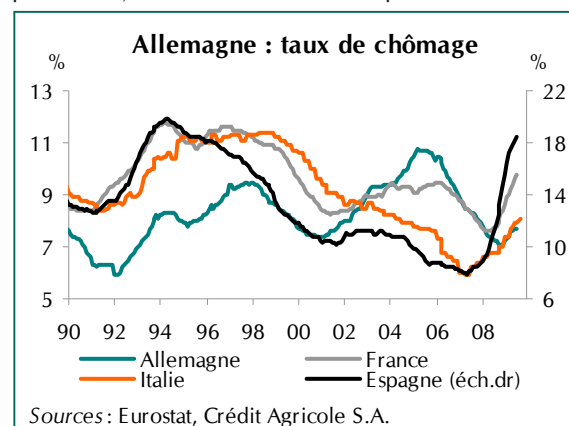
La prime à la casse et la stabilisation des exportations ont permis à l'Allemagne de sortir de récession dès le printemps. Des effets d'entraînement sur l'activité d'autres secteurs pourraient permettre à la croissance de surprendre positivement dans les prochains trimestres.

Le PIB de l'Allemagne a rebondi de 0,3 % t/t au deuxième trimestre, une performance inattendue compte tenu du climat économique encore très défavorable depuis le début de l'année. A ce stade, ce sursaut de croissance implique une sortie technique de récession, mais il reste négligeable au regard de la baisse cumulée de 6,7 % du PIB depuis le début de la récession au printemps 2008. **Il serait donc plus juste de parler de stabilisation de l'économie, d'autant que celle-ci est largement imputable à deux facteurs de soutien temporaire à l'activité.** La prime à la casse « écologique » de 2 500 euros par véhicule remplacé, en particulier, a eu un effet dopant significatif sur les dépenses de consommation des ménages. Entrée en vigueur en janvier 2009, cette mesure devait initialement expirer en décembre, mais l'enveloppe budgétaire de 5 Mds d'euros qui lui était consacrée a d'ores et déjà été épuisée. Dès la fin de l'année, une certaine rechute des ventes et de la production d'automobiles est donc probable, malgré les baisses d'impôt et les autres mesures de soutien à la consommation déjà programmées. La Bundesbank estime que la prime à la casse a permis de gagner environ un point de croissance en 2009, et il faut espérer qu'un effet d'entraînement sur l'appareil de production limite le contrecoup attendu au second semestre.

Le deuxième facteur permettant d'expliquer la bonne surprise du deuxième trimestre vient de l'extérieur. Les exportations nettes ont dopé la croissance à hauteur de 1,7 pp, soit près de trois fois leur contribution pour l'ensemble de la zone euro. **L'Allemagne a su profiter de la stabilisation de la demande étrangère dès le printemps** grâce à sa forte exposition aux secteurs les plus cycliques, son positionnement sur des marchés de niche, et son niveau élevé de compétitivité-prix relativement aux pays voisins. Ce soutien du commerce extérieur n'est probablement pas extrapolable sur le plan comptable, mais en tendance, les exportations devraient continuer de soutenir l'activité jusqu'en 2010. Autre spécificité allemande, l'ajustement des stocks des entreprises s'est fait avec retard et dans des proportions d'autant plus grandes puisque leur baisse a

pesé sur la croissance du T2 à hauteur de 1,9 pp. Leur contribution s'annonce positive au second semestre, même si c'est au prix d'une volatilité macroéconomique toujours très élevée.

Ces facteurs techniques et temporaires ne sont pas les seuls à laisser présager d'un vif rebond du PIB au second semestre. Les commandes à l'industrie ont déjà rebondi de 16 % depuis leur point bas de février. Le marché du travail fait preuve d'une étonnante résistance à la faveur d'une grande flexibilité des entreprises en termes d'heures travaillées. A 7,7 % en juillet en termes harmonisés, le taux de chômage allemand est désormais le plus faible des six plus grands pays de la zone. Enfin, il faut rappeler que le plan de relance allemand est le plus important, en montant total comme en pourcentage du PIB (1,5 % environ pour les baisses d'impôt et les hausses de dépenses publiques ; plus de 3 % en incluant les crédits et garanties au secteur bancaire), et que ses effets seront ressentis pendant plusieurs trimestres. L'essentiel des dépenses publiques, en particulier, ne sera mis en œuvre qu'en 2010.



Les sources d'incertitude restent nombreuses, elles aussi, mais elles concernent davantage les perspectives de moyen terme. L'intensité de la « Grande Récession » rend *a priori* plus délicate la conduite de la politique économique, faisant déjà craindre à certains observateurs que les principales réformes structurelles, en particulier celles des systèmes de retraite et de santé, pourraient être reportées dans le temps. **Dans ce contexte, la maîtrise des finances publiques passera inévitablement par un resserrement de la politique budgétaire dont le calendrier pourrait être largement influencé par le résultat des élections législatives** et la coalition gouvernementale qui sera mise en place. Au-delà des promesses électorales, une frange croissante du parti conservateur de la chancelière Merkel prône une maîtrise des dépenses publiques dès l'année prochaine. De là à revenir sur les engagements budgétaires pour 2010, il n'y a qu'un pas qu'il pourrait être risqué de franchir. ■

Allemagne	2009	2010	2011	2009			
				T1	T2	T3	T4
PIB	-4,9	1,4	1,7	-3,5	0,3	0,8	0,5
Consommation privée	1,0	0,6	1,2	0,6	0,7	0,1	0,2
Investissement	-8,2	2,4	2,6	-7,7	0,8	1,3	0,3
FBCF équipement	-19,5	2,8	3,1	-18,5	-0,5	2,5	0,5
FBCF construction	-0,5	2,0	2,3	0,2	1,4	0,5	0,2
Variation des stocks (a)	-0,5	0,1	0,0	0,0	-1,9	0,9	0,1
Exportations nettes (a)	-3,9	0,4	0,3	-2,8	1,7	-0,3	0,2
Production industrielle (a/a, %)	-15,4	2,9	4,0	-19,0	-16,7	-15,8	-9,5
Taux de chômage	8,3	9,2	8,8	8,0	8,3	8,3	8,6
Inflation (a/a, %)	0,3	0,7	1,6	0,8	0,2	-0,3	0,4

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

Le bout du tunnel est proche ?

Après un recul historique au premier trimestre, le PIB réel italien s'est à nouveau contracté au deuxième trimestre mais à un rythme nettement plus modéré. Les récentes enquêtes signalent que les conditions économiques continuent de s'améliorer. Sur l'ensemble de l'année 2009, le PIB réel reculerait de 5 % (après -1 % en 2008). Il enregistrerait une hausse de 0,6 % en 2010.

L'économie italienne semble reprendre quelques couleurs. Après avoir enregistré un recul historique¹ en début d'année, le PIB réel italien s'est à nouveau contracté au deuxième trimestre mais à un rythme nettement plus modéré (de 0,5 % t/t après -2,7 % t/t au premier trimestre 2009). **L'Italie reste toutefois, avec l'Espagne, dans le peloton de queue des pays européens sur le chemin de la reprise.**

Le redressement des dépenses de consommation des administrations publiques et des ménages (respectivement +1,3 % t/t, après 0,2 % au premier trimestre et +0,3 %, après -1,2 %) ont joué un rôle amortisseur. **Le repli sensible de l'inflation et l'aide apportée par les plans de relance**, en particulier le versement d'une allocation aux ménages aux revenus les plus faibles, la prime à la casse pour les voitures très polluantes et les crédits d'impôts sur l'achat de matériels d'électroménagers, **sont les facteurs explicatifs de cette progression de la demande des ménages.**

En revanche, du côté des entreprises, **l'investissement a continué de reculer sensiblement** (-5,9 % t/t pour l'investissement en équipement après déjà -7 % au cours des deux trimestres précédents). Dans cet environnement, certes de reprise mais encore naissante et fragile, les entreprises italiennes semblent rester prudentes. **Par ailleurs, la demande étrangère n'est toujours pas au rendez-vous**, comme en témoigne le nouveau recul des exportations (-3,7 %, après -11,8 % au premier trimestre 2009). Ces chiffres peuvent paraître surprenants vu que l'Allemagne ou la France, les principaux partenaires commerciaux de l'Italie, sont sortis de récession dès le T2. **Les freins structurels de l'économie italienne, en particulier ses problèmes de compétitivité, ont sans doute pesé.** Les entreprises italiennes font face, depuis des années, à une perte de compétitivité de leurs produits, due au coût de la main d'œuvre élevé et aux rigidités du marché du travail. Outre l'appréciation de l'euro, cette contre-performance structurelle des secteurs exportateurs italiens tend donc à brider la reprise actuelle. Comme au cours du trimestre précédent, en ligne avec la faiblesse de la demande, les entreprises ont massivement déstocké (-0,4 point de contribution à la croissance trimestrielle du PIB).

Les récentes enquêtes signalent que les conditions économiques continuent de s'améliorer. Le climat des affaires établi dans les enquêtes de l'ISAE, PMI, et de la Commission européenne s'est redressé depuis mars/avril. Toutefois, la reprise semble encore

fragile. En particulier, si l'indice de confiance PMI dans l'industrie manufacturière s'est inscrit en net redressement depuis son point bas de mars 2009, il s'est à nouveau infléchi en août (à 44,2, après 45,4 en juillet). **De plus, les indices de confiance tant des ménages que des chefs d'entreprise restent en territoire récessif**, menaçant l'économie italienne d'un nouveau repli de l'activité au troisième trimestre 2009. Par ailleurs, le chômage, variable retardée par rapport au cycle d'activité, a jusqu'à présent progressé de façon contenue, le taux de chômage s'établissant à 7,3 % de la population active au premier trimestre 2009². **Ce sont les recours massifs au chômage technique et au travail à temps partiel qui ont permis d'atténuer l'impact de la récession sur l'emploi ces derniers trimestres.** Mais ces solutions se veulent temporaires et le risque dans les prochains mois est de voir le cœur de l'emploi être touché si l'activité reste déprimée.

En tout cas, la reprise s'annonce laborieuse et la croissance a toutes les chances d'être molle en 2010. Au troisième trimestre 2009, un mouvement de restockage et les effets du plan de soutien gouvernemental vont continuer de soutenir la croissance avec une légère progression attendue du PIB, de 0,1 % t/t. Au-delà, les tendances de fond vont reprendre le dessus et constituer des freins à la reprise. En particulier, le taux de chômage va poursuivre sa hausse jusqu'au printemps 2010, ce qui va peser sur les dépenses de consommation des ménages. Le niveau élevé des capacités productives disponibles et la faiblesse de la demande vont maintenir sous contrainte l'investissement des entreprises. Une partie des mesures fiscales du plan de relance vont progressivement disparaître en 2010. Sur l'ensemble de l'année 2009, le PIB réel reculerait de 5 % (après -1 % en 2008). Il enregistrerait une hausse de 0,6 % en 2010. ■

1 – Recul jamais enregistré depuis 1981, première estimation du PIB par Istat.

2 – A la date de publication de ce document, le chiffre du chômage pour le deuxième trimestre n'est pas encore connu.

Italie	2009	2010	2011	2009			
				T1	T2	T3	T4
PIB	-5,0	0,6	1,1	-2,7	-0,5	0,1	0,2
Consommation privée	-1,7	0,6	0,9	-1,2	0,3	0,2	0,1
Investissement	-13,1	-0,8	2,2	-5,0	-2,9	-1,6	0,1
FBCF équipement	-17,8	-1,2	1,8	-7,0	-5,9	-1,4	0,1
FBCF construction	-6,9	-0,3	2,7	-1,0	-1,6	-1,0	0,0
Variation des stocks (a)	-0,3	0,1	-0,1	-0,4	-0,4	0,4	0,1
Exportations nettes (a)	-1,3	0,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,1	0,0
Taux de chômage	7,7	8,6	8,5	7,3	7,6	7,8	8,2
Inflation (a/a, %)	0,6	1,4	1,9	1,4	0,9	0,0	0,4
Déficit public (% PIB)	-5,2	-4,8	-3,7	-	-	-	-

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

Sous la pression du chômage et de la dette publique

Au deuxième trimestre 2009, le PIB réel s'est à nouveau contracté, de 1,1 % t/t, après déjà -1,6 % au T1 2009. La faiblesse du marché du travail va peser sur la reprise. C'est pourquoi nous tablons sur une récession prolongée en Espagne, avec un PIB en recul de 3,7 % en 2009 et de 0,3 % en 2010.

Sans surprise, la récession espagnole se prolonge, et ce depuis quatre trimestres. En effet, au deuxième trimestre 2009, le PIB réel s'est à nouveau contracté, de -1,1 % t/t, après déjà -1,6 % au premier trimestre 2009. Comme au cours des trimestres précédents, l'effondrement de la demande intérieure hors stocks (-1,6 % t/t après -2,2 % au premier trimestre) – à l'exception des dépenses publiques (+0,4 % t/t après +1,1 %) – explique très largement cette chute. La contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle du PIB a été une nouvelle fois positive (0,9 pp, après 1,4 pp au premier trimestre), sous l'effet de la forte contraction des importations. **En dépit du repli sensible de l'inflation, de la baisse des taux d'intérêt et des différentes mesures gouvernementales, la consommation privée a été lourdement pénalisée par l'envolée du taux de chômage et l'accès restreint au crédit.** Face à la faiblesse de la demande des ménages et le niveau élevé de leur endettement, les entreprises continuent de couper dans leurs coûts et ont arrêté d'investir (-6,5 % t/t, après -14,4 % au premier trimestre 2009). Quant aux stocks, ils ont continué de s'alléger (pesant à hauteur de -0,3 pp sur la croissance du PIB trimestriel), en ligne avec la baisse d'activité observée ces derniers trimestres.

Le ralentissement de la contraction de l'activité au deuxième trimestre suggère néanmoins que le point bas de l'activité a été atteint. Les données d'enquêtes, comme l'indice PMI, après avoir atteint un point bas à la fin de l'année 2008, ont rebondi depuis le début de l'année. De même, l'indice de confiance des ménages s'est nettement redressé depuis son record de faiblesse en septembre 2008. Mais ces indicateurs se situent toujours à des niveaux récessifs. En effet, à 79,5, l'indice de confiance des ménages reflète toujours une grande prudence¹. Les ventes de détail, elles aussi, sont moins mal orientées, mais elles continuent de reculer de 4,6 % a/a en juillet (après un point bas fin février à -11,7 % a/a).

La sortie de crise passera par l'amélioration du marché du travail

Le marché de l'emploi en Espagne se caractérise par un niveau de chômage structurellement supérieur à celui des autres pays de la zone euro, en raison d'une

réglementation du travail très favorable aux travailleurs en CDI, au coût élevé des indemnités de licenciement et aux rigidités salariales. Mais aujourd'hui, l'ajustement sur le marché du travail espagnol est particulièrement violent et rapide, en phase avec la profondeur de la récession. **Le taux de chômage a été multiplié par deux depuis le début de la crise. Fin juin, le taux de chômage a atteint 17,9 % de la population active, le plus mauvais chiffre de l'Union européenne.** C'est la forte proportion d'emplois temporaires dans l'économie espagnole – plus de 20 % du total des emplois –, en particulier dans le secteur de la construction, qui a accéléré l'envolée du chômage. Aujourd'hui, le point haut ne semble pas atteint. Après trois mois de recul dû à des facteurs saisonniers (la saison touristique), le nombre de chômeurs a augmenté à nouveau en août (85 000 personnes, contre 103 000 un an plus tôt). De plus, tant que les mises en chantier continuent de reculer, les pertes d'emplois vont se poursuivre dans ce secteur sachant que depuis 1996, l'immobilier et les secteurs connexes ont contribué à 25 % de la croissance et des créations d'emplois.

Cette situation continuera d'handicaper fortement la reprise espagnole, s'inscrivant en retard par rapport à ses partenaires européens. Confrontés à cette détérioration du marché du travail, les ménages vont continuer de réduire leurs dépenses. Si la baisse actuelle des prix (l'inflation étant passée à -0,8 % a/a en août) peut les soulager, la poursuite de la montée du chômage autour de 19,5 % en 2010 devrait les pousser à épargner davantage. Quant aux entreprises, face à ces perspectives moroses, elles devraient continuer de réduire leurs investissements au cours des prochains trimestres. C'est pourquoi nous tablons sur une récession prolongée en Espagne, avec un PIB en recul de 3,7 % en 2009 et de 0,3 % en 2010.

Des mesures de soutien au tour de vis budgétaire

La récession a provoqué une forte détérioration des finances publiques espagnoles. Le déficit public a atteint 49,6 milliards d'euros fin juillet, soit 4,7 % du PIB. Afin d'amortir les effets de la crise, les impôts ont été abaissés. Les rentrées fiscales issues des taxes indirectes comme la TVA pâtissent de la faiblesse de la demande et sont en net recul. Côté dépenses, les coûts liés aux paiements des indemnités chômage continuent à augmenter. Selon le ministre de l'Économie, la dette publique pourrait s'approcher des 60 % du PIB fin 2010 (contre 39,5 % en 2008). Afin de réduire le déficit public à l'horizon de 2012 comme l'exige le Conseil européen via la procédure pour déficit excessif (le 27 avril 2009), le gouvernement vient d'annoncer des mesures d'austérité pour 2010 à travers une hausse de la pression fiscale qui représenterait 1,5 % du PIB et une réduction des dépenses publiques de 4,5 % par rapport à 2009. Toutefois, le gouvernement devra veiller à ce que ces différentes mesures de rigueur ne viennent pas compromettre la reprise attendue de l'économie espagnole. ■

1- 100 étant le seuil séparant les phases d'optimisme et de pessimisme des consommateurs.

Espagne	2009	2010	2011	2009			
				T1	T2	T3	T4
PIB	-3,7	-0,3	1,4	-1,6	-1,1	-0,4	-0,2
Consommation privée	-5,6	-1,2	1,2	-2,2	-1,6	-1,2	-0,7
Investissement	-15,2	-4,1	0,8	-6,3	-3,9	-1,8	-1,2
FBCF équipement	-25,2	-1,3	2,4	-14,4	-6,5	-0,9	-0,2
FBCF construction	-11,5	-7,3	-1,2	-3,3	-2,9	-2,7	-2,2
Variation des stocks (a)	-0,6	0,4	0,0	-0,3	-0,3	0,5	0,2
Exportations nettes (a)	3,2	0,2	-0,1	1,4	0,9	-0,1	0,0
Taux de chômage	18,2	19,3	18,5	16,4	17,9	19,1	19,4
Inflation (a/a, %)	-0,2	1,7	2,6	0,5	-0,7	-0,9	0,4
Excédent public (% PIB)	-7,1	-7,5	-6,5	-	-	-	-

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

La Grèce résiste mieux à la crise

Le ralentissement de l'activité économique est beaucoup moins marqué que la moyenne de la zone euro. La baisse des importations soutient la croissance du PIB, mais les exportations et les investissements pèsent sur la performance de l'économie. Le processus de désinflation devrait s'interrompre.

La Grèce a été touchée par la crise financière avec un certain temps de retard et moins durement que les autres pays de la zone euro. Les perspectives économiques globales paraissent moins défavorables qu'il y a deux trimestres. Après une légère progression de 0,3 % en glissement annuel au premier trimestre 2009, le PIB a subi une contraction — pour la première fois depuis 1993 — de 0,3 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2009. Ainsi, l'économie grecque a stagné au premier semestre 2009 par rapport au premier semestre 2008 à la faveur de la baisse des importations. En revanche, le niveau des exportations s'est avéré très décevant (en baisse de 15,6 % en glissement annuel au premier semestre 2009) en raison de la faiblesse de la demande extérieure. Toutefois, les importations se sont inscrites en forte baisse (-19,2 % en glissement annuel sur la période), à cause du déclin de la demande intérieure et de la forte diminution des cours du pétrole. **Cette double évolution s'est traduite par une contribution positive substantielle des exportations nettes à la croissance du PIB, faisant contrepoids à la contribution négative de la demande intérieure.** La demande intérieure a également été soutenue par la consommation des administrations publiques, en forte augmentation (en hausse de 4,8 % sur un an au S1 2009) malgré les efforts mis en œuvre par le gouvernement pour réduire les dépenses publiques.

La hausse du chômage et le durcissement des conditions de crédit ont pesé sur les dépenses de consommation qui ont reculé de 1,1 % au premier semestre 2009. La chute aurait pu être plus marquée, mais le niveau élevé des salaires réels, du fait des accords salariaux favorables signés l'année dernière pour la période 2008-2009 sur la base de prévisions d'inflation élevées, ont apporté un certain soutien aux dépenses des ménages. En revanche, l'investissement a enregistré un déclin marqué (-11,3 % en glissement annuel au premier semestre 2009). Les chantiers mis en œuvre par le gouvernement ne suffisent pas à contre-balancer le recul des investissements dans les biens d'équipement et le logement.

Côté positif, l'indicateur du sentiment économique s'est amélioré en août, pour le cinquième mois consécutif. Cet indicateur s'inscrit en hausse de 16,3 points par rapport à son point bas de mars, mais il reste très en-deçà de ses niveaux de 2008. Par ailleurs, après être resté près d'un an en-deçà de la valeur neutre de 50, l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier pour le mois d'août est repassé légèrement au-dessus de ce niveau au-delà duquel l'économie est en expansion. Toutefois, cette tendance doit encore se confirmer. Pour l'année 2009 dans son ensemble, l'activité économique devrait se situer en territoire négatif. La demande intérieure devrait rester faible. **La plupart des indicateurs à court terme montrent que les ménages continuent à modérer leurs dépenses tandis que les entreprises resserrent leurs projets d'investissement.**

Ce ralentissement de l'activité économique a eu pour effet de réduire les pressions inflationnistes. Toutefois, la baisse des prix de l'énergie et des matières premières est la cause principale du processus graduel de désinflation. L'inflation totale a chuté jusqu'à 0,7 % en mai-juillet. En août, cet indice est légèrement reparti à la hausse (à 1,0 %) et devrait conserver cette orientation. L'inflation totale devrait se situer légèrement au-dessus de 1 % en moyenne en 2009, maintenant son différentiel positif par rapport à la moyenne de la zone euro, traduisant une croissance économique plus vigoureuse et une hausse plus rapide des coûts de main d'œuvre en Grèce.

Conséquence logique du ralentissement de la croissance économique, la tendance à la baisse du chômage observée pendant quatre ans entre 2005 et 2008 s'est interrompue. Le taux de chômage est repassé au-dessus des 9 % entre janvier et avril pour retomber à environ 8,5 % en mai-juin. Toutefois, cette amélioration est temporaire, essentiellement due à des facteurs saisonniers.

Globalement, la Grèce résiste mieux à la crise que d'autres pays de la zone euro. Toutefois, le pays est confronté à un certain nombre de défis qui risquent de compromettre sa situation. **La Grèce doit trouver un moyen de gérer efficacement ses déséquilibres internes et externes chroniques et accélérer le rythme des réformes afin de s'assurer que la croissance renoue avec son potentiel à long terme.** Il est impératif de ramener le déficit budgétaire jusqu'au seuil de 3 % du PIB ou en dessous — contre 6 % du PIB prévus cette année — afin de limiter les risques qui pèsent sur la reprise de l'économie. Il sera également nécessaire de mettre en œuvre des réformes du système des retraites pour faire face aux coûts liés au vieillissement de la population, et d'accroître la performance du marché du travail et des administrations publiques. Les élections législatives d'octobre 2009 retarderont inévitablement les réformes économiques, mais si le résultat des élections aboutissait à la formation d'un gouvernement de coalition, l'instabilité politique retarderait encore les réformes, ce qui pèserait sur une situation budgétaire et des perspectives de croissance déjà précaires. ■

Grèce	2009	2010	2011	2009			
				T1	T2	T3	T4
PIB	-0,5	0,2	1,3	-1,2	0,2	-0,3	0,1
Consommation privée	-1,0	0,3	0,9	-0,5	-0,8	0,2	0,2
Investissement	-15,3	0,0	3,4	-7,6	-12,8	-2,9	0,2
FBCF équipement	-14,0	1,4	3,5	-17,7	10,0	-3,5	1,6
FBCF construction	-21,2	2,1	3,0	-11,8	-13,8	-2,0	1,8
Variation des stocks (a)	-1,0	0,2	0,0	0,0	-2,4	0,3	0,2
Exportations nettes (a)	3,8	-0,3	-0,1	-0,2	6,1	-0,2	-0,1
Taux de chômage	9,1	9,5	9,3	9,3	8,9	8,8	9,3
Inflation (a/a, %)	1,3	1,8	2,2	1,8	0,8	0,9	1,6
Excédent public (% PIB)	-6,5	-5,0	-4,0	-	-	-	-

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

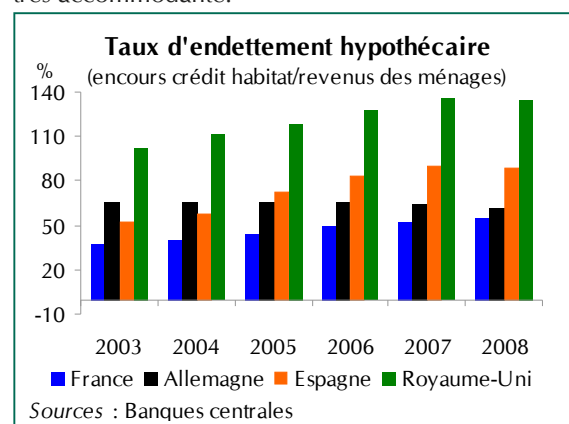
Du mieux, mais les excès passés ont un prix

Des effets techniques et temporaires vont doper les chiffres de croissance en deuxième partie d'année et extirper l'économie britannique de la récession. Au-delà, la cure de désendettement des ménages va constituer un frein durable à la croissance, ce qui est synonyme de reprise molle et sous optimale.

Les ménages restent le maillon faible de l'économie britannique. Leur situation financière n'est guère reluisante avec un des taux d'endettement les plus élevés d'Europe (180 % du revenu disponible). Le rétablissement de leur finance est un mal nécessaire qui va constituer un frein durable à la consommation, laquelle devrait se replier de 2,6 % cette année avant de se stabiliser en 2010 (+0,2 % en moyenne annuelle). La hausse du chômage qui va culminer à 9,4 % au T3 2010 et l'accès restreint au crédit vont aussi contraindre les dépenses des ménages qui vont concentrer leurs achats sur les biens « essentiels » et bon marché. Face à la faiblesse des débouchés domestiques, les entreprises vont continuer à ajuster leurs bases de coûts et à couper dans leurs dépenses d'investissement (-16,8 % en 2009). **Mais comme ailleurs, le Royaume-Uni va profiter en deuxième partie d'année du redémarrage de l'activité industrielle au niveau mondial, et ce d'autant que la faiblesse de la livre lui a permis de regagner en compétitivité.** Les exportations renoueraient avec la croissance dès le troisième trimestre tandis que les importations ne sont pas appelées à se redresser à la même vitesse, en phase avec la faiblesse anticipée de la demande domestique. Au total, les exportations nettes vont apporter plus d'un point de croissance cette année, un soutien opportun eu égard au recul déjà très prononcé de l'activité en 2009 (-4,2 % en moyenne annuelle). La sortie de la récession au T3 (+0,4 % t/t selon nos prévisions) n'aura rien de pérenne car largement imputable à des effets de stocks. Au-delà de ces effets techniques et temporaires, la reprise qui s'annonce sera laborieuse : avec 1,1 % de croissance anticipée en 2010, l'économie britannique serait loin de renouer avec son rythme potentiel (estimé autour de 2,5 %).

En dépit de cet environnement conjoncturel morose, les prix font preuve d'une certaine rigidité au Royaume-Uni, avec une inflation totale qui reste résolument au-dessus de la ligne des zéros (1,6 % en août), là où ailleurs, aux États-Unis et en zone euro, les indices de prix évoluent en territoire négatif. Cette résistance à la baisse de l'indice global s'explique pour partie par la chute de la livre qui a

considérablement amoindri les effets de base liés à l'effondrement du prix des matières premières depuis l'été dernier. Les forces inflationnistes insufflées par le ralentissement économique n'ont néanmoins pas fini de pressuriser la chaîne des prix. Dans les mois qui viennent, c'est une certaine volatilité qui devrait prévaloir avec un rebond sensible de l'inflation début 2010 si, comme annoncé, le gouvernement revient sur la baisse de la TVA consentie en novembre 2008. Hors éléments circonstanciels, aucune tension inflationniste ne devrait se matérialiser vu les séquelles laissées par la crise en termes de surcapacités et de sous-emploi, ce qui devrait laisser les coudées franches à la Banque d'Angleterre (BoE) pour maintenir une politique très accommodante.



D'ailleurs, bien que l'inflation ait coutume de surprendre à la hausse, la BoE n'en a pas pour autant durci le ton. Au contraire, elle a même décidé d'élargir en août dernier, son dispositif d'assouplissement quantitatif (avec 50 Mds GBP d'achats supplémentaires de titres publics pour un total de 175 Mds GBP), afin de soutenir l'économie. Trois membres du comité, dont le patron de la BoE, Mervyn King, se sont même opposés à cette décision en se prononçant pour une augmentation plus importante encore du QE. Si le débat reste ouvert sur l'opportunité d'un nouvel élargissement, l'hypothèse la plus probable est qu'on en reste là. Les mécanismes de transmission sont longs et l'économie devrait se redresser suffisamment dans l'intervalle pour justifier un *statu quo*. En tout cas, la BoE va garder les yeux rivés sur l'évolution des agrégats de monnaie et de crédit pour juger de l'efficacité de ces mesures non conventionnelles. Si elle estime en avoir assez fait sur le front du QE tout en doutant de sa pleine efficacité, elle pourrait procéder alors à une baisse du taux de rémunération des réserves afin d'inciter les établissements bancaires à utiliser cette liquidité à des emplois plus productifs, notamment en prêtant davantage. Il n'est pas question de relancer le crédit à tout va, compte tenu des niveaux élevés d'endettement mais plutôt d'aider à son redémarrage en accompagnement de la reprise. ■

Royaume-Uni	2009	2010	2011	2009			
				T1	T2	T3	T4
PIB	-4,2	1,1	1,9	-2,4	-0,7	0,4	0,3
Consommation privée	-2,6	0,2	1,6	-1,3	-0,7	-0,1	0,0
Consommation publique	4,8	-1,7	-1,7	0,2	0,8	0,5	0,5
Investissement	-16,8	-1,7	1,9	-7,5	-4,5	-2,0	0,0
Variation des stocks (a)	-1,6	0,9	0,2	-0,4	0,3	0,7	0,3
Exportations nettes (a)	1,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
Balance publique (% du PIB)	-11,0	-9,5	-7,5	-	-	-	-
Taux d'épargne	4,2	6,0	6,5	3,0	3,3	4,8	5,5
Taux de chômage (ONS)	7,7	9,1	8,8	6,9	7,5	8,0	8,5
Inflation (HICP, a/a, %)	2,0	1,8	1,8	3,0	2,1	1,4	1,5

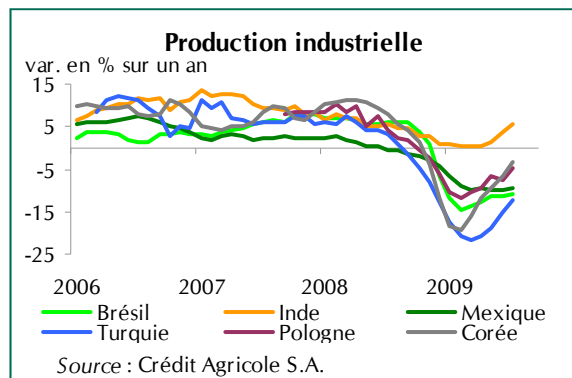
(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

La reprise est-elle durable ?

La reprise sur les marchés émergents devrait rester vigoureuse au cours des deux à trois prochains trimestres, mais au-delà, des incertitudes demeurent. La remontée graduelle de l'inflation devrait alimenter l'anticipation d'une hausse des taux, qui soutiendra la plupart des devises émergentes, mais l'évolution du marché actions mondial reste un des principaux facteurs de risque.

Une reprise vigoureuse est amorcée. La reprise économique s'est accélérée sur les marchés émergents au cours des derniers mois. Ces marchés ont bénéficié à la fois des politiques de relance au niveau national et de la reprise graduelle de la demande mondiale. Ils ont aussi été soutenus par la faiblesse record des taux d'intérêt (localement, et sur les marchés du G3) et par des programmes de relance budgétaire assez substantiels. **Ces politiques de relance ne seront sans doute pas abandonnées rapidement.** La Chine en offre une bonne illustration. Les responsables politiques chinois sont certes devenus moins accommodants au cours des derniers mois. Mais il nous semble que le récent changement de ton des autorités monétaires chinoises est lié davantage à la volonté de limiter la spéculation sur la base des crédits distribués au premier semestre qu'à la volonté d'opérer un resserrement significatif. Le Premier ministre l'a récemment réaffirmé : le soutien à la croissance reste l'objectif prioritaire de la Chine. Elle devrait donc maintenir une politique monétaire accommodante jusqu'à confirmation du caractère durable de la reprise de l'économie mondiale.

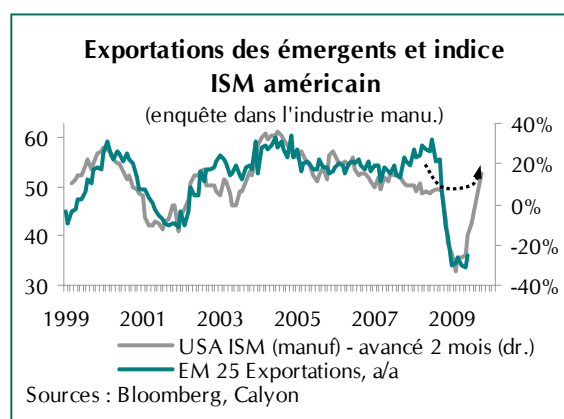
Cette reprise progressive de la demande dans les économies « développées » (le G3) soutient les exportations des marchés émergents... Et ce soutien va sans doute se renforcer. **Grâce à la corrélation relativement étroite entre les exportations des marchés émergents et l'indice de confiance ISM pour l'industrie aux États-Unis, les exportations semblent appelées à nettement se redresser au cours des prochains mois**, pour atteindre un rythme de croissance à deux chiffres à la fin de cette année ou au début de l'année prochaine.



Les flammes de l'enfer

Les marchés émergents sont en train de sortir de l'enfer de la récession, et leur redressement pourrait paraître spectaculaire au cours des mois à venir. Toutefois, la plupart de ces pays pourraient de nouveau risquer un retour de flamme alors même qu'ils seront en pleine reprise. Les marchés émergents présentent en effet plusieurs éléments de vulnérabilité. Tout d'abord, **le rebond de la consommation du secteur pri-**

vé sera limité par la hausse des taux de chômage dans les pays qui ont été les plus durement touchés par l'effondrement des exportations et de la production industrielle, et notamment les pays les plus ouverts. Même dans les grandes économies (telles que la Chine) qui peuvent aussi s'appuyer sur la demande intérieure et qui ne dépendent pas uniquement des exportations, les responsables politiques considèrent les incertitudes sur l'évolution de l'emploi comme une préoccupation majeure.



Ensuite, et surtout, **le rebond des marchés émergents reste très dépendant de la reprise la consommation aux États-Unis et en Europe.** Certes, la consommation du secteur privé sur les marchés émergents a été soutenue par le développement des classes moyennes dans ces pays. Mais les marchés émergents ne représentent toujours que 29 % de la consommation totale du secteur privé mondial, les 71 % restants se concentrant dans les économies du G3 : les consommateurs des pays émergents ne pourront donc pas se substituer totalement à ceux du G3, et la reprise dans les marchés émergents ne sera soutenable que si le rebond s'avère durable aux États-Unis et en Europe. En outre, et même si beaucoup de gouvernements des pays émergents ont encore les moyens de soutenir leurs économies si nécessaire, ils devraient l'année prochaine se focaliser davantage sur la maîtrise budgétaire. Faute de quoi, certains pourraient voir leur notation par les agences menacée. Concrètement, **cela impliquera une modération des dépenses publiques, et parfois des hausses d'impôts**, toutes choses peu favorables à une relance.

L'accès au crédit et la vulnérabilité des entreprises constituent un autre facteur de risque pour la reprise. On observe sur cet aspect des écarts significatifs d'une région à l'autre. En Asie, la plupart des économies (sauf la Corée dans une certaine mesure) se trouvent dans une situation assez favorable, caractérisée par des taux d'épargne nationaux élevés, des systèmes bancaires assez liquides et un ratio encours de

crédits/encours de dépôts de 84 % en moyenne. À l'autre extrême, les économies d'Europe de l'Est sont plus vulnérables, avec des systèmes bancaires plus dépendants du financement externe, et un ratio encours de crédits/encours de dépôts de 136 % en moyenne.

Par ailleurs, **les fragilités des entreprises pourraient freiner la reprise de l'investissement**. Globalement, quatre facteurs affaiblissent les entreprises des pays émergents. Tout d'abord, la **contraction mondiale de l'activité** (par exemple : les équipementiers automobiles), aggravée dans certains cas par un effondrement des prix : le chiffre d'affaires de certains producteurs russes de matières premières a connu une chute de plus de 50%. Ensuite, la **dépréciation des devises** ; certains pourraient en tirer avantage (par exemple : les sociétés minières mexicaines), mais pour la plupart, les recettes sont libellées en devise locale tandis qu'une partie de la dette a été souscrite en USD ou en EUR (par exemple : les sociétés de services aux collectivités), de sorte que la dépréciation des devises locales a accru le poids de la dette. En troisième lieu, **des stratégies trop ambitieuses** : les conditions de crédit facile et à bon marché qui prévalaient durant la période 2004-2007 ont pour certaines entreprises constitué une tentation irrésistible à se lancer dans des programmes d'expansion ou d'acquisition financés par l'emprunt (nombreux exemples dans les secteurs des produits de base : sidérurgie, ciment, verre...). Le service de cette dette s'avère aujourd'hui beaucoup plus douloureux que prévu il y a deux ans. Enfin, **le resserrement du crédit au niveau national** dans certains pays : très souvent, la forte croissance du crédit observée entre 2005 et la mi-2008 a soudain été stoppée, et dans quelques cas (notamment dans certains pays d'Europe centrale et orientale) on observe même une contraction nette du crédit de la part des banques locales. Naturellement, on trouve les situations les plus dramatiques dans les pays où la récession se conjugue à une forte dépréciation de la devise locale et à l'interruption soudaine de l'offre de crédit : il s'agit principalement des pays d'Europe de l'Est, mais aussi de l'Argentine, du Mexique, et de Dubaï. Ces fragilités affecteront les capacités d'investissement des entreprises, mais aussi, à travers l'accroissement des prêts non performants, le bilan des banques et donc leur volonté de prêter.

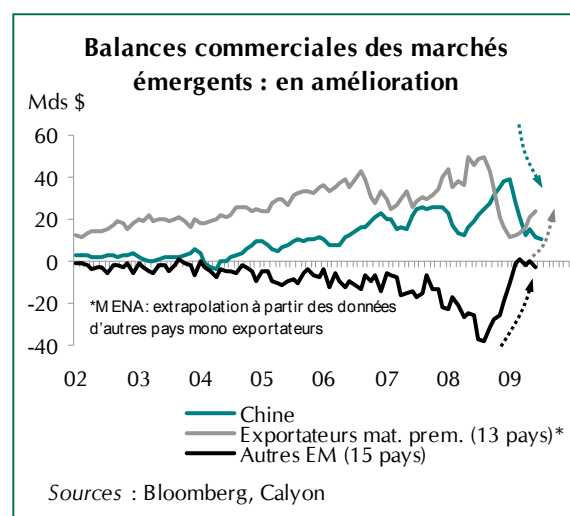
En somme, si nous prévoyons une reprise soutenue (et même étonnamment soutenue) au cours des deux à trois prochains trimestres, des incertitudes considérables persistent sur la pérennité de cette reprise au-delà de cette période.

Cependant, la reprise devrait conduire à une hausse des taux d'intérêt et des devises. Nous anticipons que **la reprise de l'inflation interviendra plus tôt sur les marchés émergents que sur les marchés développés**. D'abord parce que la reprise de la consommation du secteur privé soutiendra les prix. Cette reprise ne sera en général pas contrainte par un problème de suren-

dettement des ménages (comme aux États-Unis). Ensuite, les cours du pétrole, qui devraient terminer 2009 environ 75 % au-dessus de leurs niveaux du début de janvier, alimenteront les pressions inflationnistes. Enfin, au cours des prochains mois, l'inflation totale sera sans doute accrue en glissement annuel par un effet de base statistique. Nous prévoyons donc une remontée des taux d'inflation au cours des deux à trois trimestres à venir, sans pour autant qu'elle revienne aux niveaux de 2007. **Cette évolution devrait alimenter l'anticipation d'un début de normalisation de la politique monétaire par les banques centrales, qui devraient relever leurs taux avant la Fed et la BCE.**

La confirmation de la reprise économique et la perspective d'une hausse des taux d'intérêt devraient également soutenir les devises de la plupart des pays émergents au cours des prochains mois. Les balances commerciales qui, aux exceptions notoires de la Chine et du Mexique, se sont améliorées ces derniers mois, contribueront à cette évolution. Les exportateurs de matières premières ont bénéficié de la reprise des cours. Dans d'autres pays, la faiblesse de la demande intérieure a compensé la décélération des exportations.

Cette tendance haussière des devises des pays émergents pourrait être compromise par les marchés actions. L'indice MSCI Emerging Markets et le S&P 500 sont assez fortement corrélés : les marchés émergents seraient donc assez exposés au risque d'un mouvement de liquidation à Wall Street. Ils pourraient alors enregistrer des sorties de capitaux significatives, qui pèseraient sur les devises. Les plus vulnérables seraient celles qui se sont le plus appréciées depuis le début de l'année (BRL et ZAR par exemple). ■



Un ajustement remarqué de la politique économique

L'économie chinoise affiche une croissance très vigoureuse. Nous avons relevé nos prévisions de croissance. Les autorités chinoises ont adopté une politique plus restrictive. Toutefois, nous prévoyons qu'elles continueront de donner la priorité à la croissance économique et qu'elles envisageront avec beaucoup de prudence la possibilité d'un resserrement monétaire.

Au cours des deux derniers mois, les autorités monétaires chinoises ont adopté un ton plus restrictif, ce qui a calmé le marché actions, entraînant une forte correction à la baisse en août. Ce changement de ton résulte d'un constat clair : **le plan de relance a porté ses fruits et l'économie chinoise affiche une croissance très vigoureuse**. Malgré le redémarrage encore très timide des exportations, on assiste à un rebond très net de la production industrielle. Les ventes au détail sont restées très soutenues, l'investissement a poursuivi son accélération en août, et l'inflation devrait revenir en territoire positif au cours des prochains mois.

D'après notre analyse, le dynamisme de l'investissement devrait continuer de soutenir la croissance économique après le début de l'année 2010. Nous venons de relever nos prévisions de croissance du PIB : de 7,5 % à 8,0 % en 2009, et de 8,0 % à 8,6 % en 2010.

Dans ces conditions, la Banque Populaire de Chine (PBOC) tente logiquement de reprendre la maîtrise de la croissance du crédit, afin de limiter d'une part le risque d'une nouvelle accélération des prêts non performants liée à l'envolée du crédit au premier semestre, et d'autre part le recours à l'emprunt à des fins spéculatives.

Cela dit, malgré ce changement de ton ostensible de la politique monétaire, il nous semble que la probabilité d'un fort resserrement monétaire reste limitée pour l'heure. En effet, **les autorités chinoises continueront de donner la priorité à la croissance économique par rapport à d'autres objectifs possibles (limiter la spéculation, juguler l'inflation)**. La PBOC devrait garder cette position au cours des mois à venir, jusqu'à ce que les signaux de reprise de l'économie mondiale deviennent plus tangibles. D'après notre analyse, la PBOC pourrait s'abstenir de relever son taux à un an jusqu'à la fin de l'année. ■

Cynthia KALASOPATAN
cynthia.kalasopatan@credit-agricole-sa.fr

Inde

Résilience, mais attention à la mousson

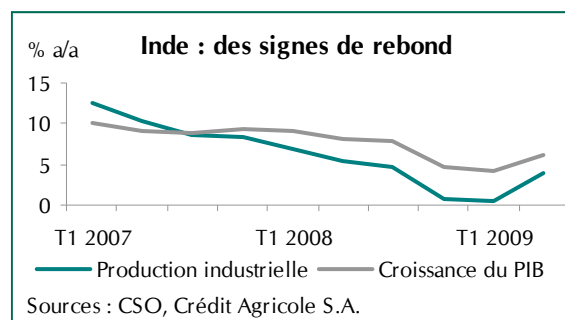
Les nombreux signes de reprise économique observés au deuxième trimestre laissent espérer de bonnes perspectives de croissance au cours de l'année fiscale 2009/2010. Cependant, une mousson insuffisante pourrait remettre en cause ce scénario.

Les mesures gouvernementales et la forte demande rurale liée à la bonne mousson de l'année précédente ont aidé le pays à surmonter la crise économique mondiale. Le PIB indien a enregistré une croissance de 4,1 % a/a au T1, alors que les autres pays asiatiques sont pour la plupart entrés en récession.

Les chiffres meilleurs que prévu au T2 laissent également espérer que le pire est passé. La croissance du PIB s'est accélérée à 6,1 % a/a et la production industrielle a rebondi à 7,8 % a/a en juin (-0,6 % en décembre). Les entreprises, frappées de plein fouet par la crise des liquidités, s'en sortent mieux aujourd'hui. Par ailleurs, la victoire écrasante du parti du Congrès en mai ouvre des perspectives prometteuses. **Une croissance du PIB de 6 % a/a est attendue au cours de 2009/2010 et de 7 % en 2010/2011.**

Il convient néanmoins de noter que trois risques majeurs pourraient compromettre ce scénario. Le

premier d'entre eux, qui constitue aussi la menace la plus sérieuse, est celui d'une mauvaise mousson susceptible d'affecter la demande dans les zones rurales. Dans une moindre mesure, le redressement plus long que prévu dans les pays développés risque également de peser sur la croissance. De même, l'absence d'engagement ferme d'une réduction de la dette publique, actuellement à des sommets, pourrait avoir de graves conséquences sur les conditions de financement des entreprises à court terme. ■



L'hiver sera chaud

La reprise gagne du terrain en Russie et devrait s'accélérer d'ici à la fin de l'année. La demande intérieure reste néanmoins faible, limitant d'autant les perspectives de croissance en 2010. Avec le ralentissement de l'inflation, le cycle de détente monétaire devrait durer jusqu'en 2010. Toutefois, compte tenu de la fragilité du RUB, la banque centrale devra rester prudente.

Après un premier semestre 2009 catastrophique pour l'économie russe, le bout du tunnel est désormais en vue. **L'activité commence à rebondir**, avec des PMI en zone d'expansion pour la première fois depuis un an. Les données réelles ont confirmé les bonnes nouvelles antérieures et, malgré une hausse régulière, les prêts non performants semblent en partie maîtrisés. **Dans ces conditions, après 2009 — annus horribilis s'il en est —, la croissance devrait se redresser, passant à 2,5% en 2010, contre -7 % l'année précédente.**

Quelques nuages persistent néanmoins à l'horizon. **La demande domestique reste très faible et tant qu'elle ne décollera pas il n'y aura pas de redressement durable.** Les ventes au détail se dégradent progressivement tandis que les salaires réels et le revenu ne s'améliorent pas davantage.

Dans un tel contexte, le cycle de détente introduit par la CBR va dans le bon sens. **La tendance ac-**

tuelle à la désinflation laisse entrevoir de nouvelles baisses du taux refi, qui, selon nos prévisions, devrait atteindre 9,5% d'ici à la fin de l'année. Même si l'inflation se révèle plus rigide que prévu, la faiblesse de la demande intérieure ainsi que la baisse des salaires réels et du revenu ne peuvent qu'encourager le processus de désinflation à terme.

Cependant, il est encore trop tôt pour se réjouir. Avec le raffermissement du RUB, la CBR a commencé à parler du ciblage de l'inflation et du flottement de la devise. Mais cela nous semble un peu prématuré. Comme l'a montré la volatilité du taux de change cet été, **le RUB demeure fragile et très sensible aux fluctuations des cours du pétrole.** Selon notre analyse, le RUB pourrait s'apprécier **au cours des trimestres à venir, mais la volatilité devrait rester forte.** ■

Turquie

Sylvain LACLIAS
sylvain.laclias@credit-agricole-sa.fr

Un plan triennal en demi-teinte

Le programme économique 2010-2012 vient d'être présenté. Il était attendu depuis plusieurs mois. L'enjeu : faire taire les inquiétudes liées à la dégradation des finances publiques. Le défi est à moitié relevé : les objectifs sont satisfaisants, mais pas les moyens pour y parvenir, insuffisants ou pas assez détaillés. Un accord avec le FMI achèverait les dernières craintes, mais cette perspective s'éloigne.

Le gouvernement vient de présenter son programme économique de moyen terme. En perspective : rebond de l'activité économique sur fond de rééquilibrage budgétaire, d'inflation maîtrisée et de déficit contenu de la balance courante (cf. **tableau**). En d'autres termes, les dirigeants turcs anticipent à l'horizon de 2012 le retour à une croissance soutenue durable et équilibrée.

Le FMI a plutôt bien accueilli ce plan triennal, jugeant les hypothèses macroéconomiques retenues réalistes et les objectifs budgétaires appropriés pour stabiliser le niveau d'endettement public. Il recommande toutefois des mesures additionnelles pour contenir les pressions sur les dépenses publiques et

asseoir plus fermement le redressement des finances de l'État.

La façon dont le gouvernement compte arriver à ses fins et réaliser les prévisions avancées reste en fait floue. Si ce programme va dans le bon sens et est en cela encourageant, il doit donc encore convaincre pleinement, le FMI d'abord, mais aussi les investisseurs, qui n'ont pas réagi négativement à son annonce, mais restent eux aussi sur leur faim. Cela passera dans un premier temps par une clarification des moyens à mettre en œuvre, puis dans un second temps par leur application assidue. Sans cela, l'accès aux financements externes pourra être plus difficile, la reprise pourra être contrainte et retardée, et la crainte des marchés, à savoir la détérioration plus avant des comptes publics (et ses conséquences sur la stabilité macroéconomique), pourra se matérialiser. ■

	2009	2010	2011	2012
Croissance du PIB (%)	-6,0	3,5	4,0	5,0
Inflation (%)	5,9	5,3	4,9	4,8
Solde budgétaire primaire (% du PIB)	-2,1	-0,3	0,4	1,0
Dette publique (% du PIB)	47,3	49,0	48,8	47,8
Solde courant (% du PIB)	-1,8	-2,8	-3,3	-3,9

Sources : SPO, Ambassade de France en Turquie

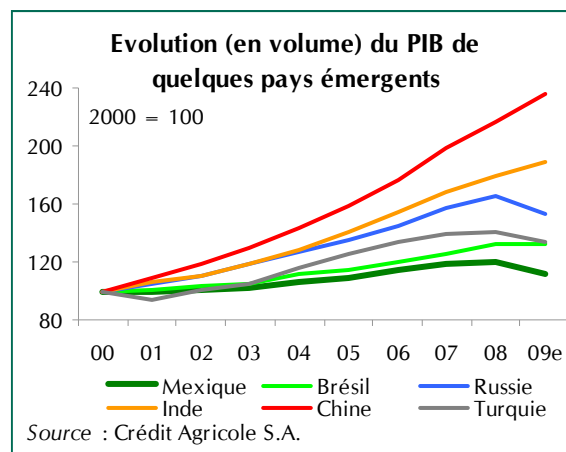
Besoin de réformes

Le Mexique confirme son extrême sensibilité à la conjoncture des États-Unis. Après une très mauvaise année 2009, un rebond est donc probable en 2010. Mais les perspectives à moyen terme restent handicapées par l'immobilisme des responsables politiques.

La contraction de l'économie mexicaine était **attendue** : les États-Unis absorbent plus de 80 % des exportations mexicaines et les productions industrielles des deux pays sont étroitement corrélées. **L'ampleur du repli de l'activité au Mexique a cependant surpris** : la production manufacturière a chuté de 14,5 % (a/a) au premier semestre 2009. Et le secteur des services, que l'on imaginait un peu plus résistant à la conjoncture du pays voisin, recule dans les mêmes proportions : au deuxième trimestre 2009, le PIB tertiaire baisse de 10,4 % (a/a). Même si un point bas pourrait avoir été atteint en mai-juin (la production industrielle n'a chuté que de 7,0 % en juillet, le meilleur chiffre depuis novembre 2008), le recul de l'activité au premier semestre a été tel que **le PIB va se contracter d'au moins 6,5 % sur l'ensemble de 2009, et le rebond en 2010 risque d'être modeste (2,5 %).**

Mais c'est le moyen terme qui préoccupe. Le Mexique semble incapable de mettre en œuvre les réformes structurelles indispensables pour relancer sa croissance, très médiocre depuis 2000 (à peine

supérieure à celle de la population), et redonner de l'air à ses finances publiques, trop dépendantes d'une production pétrolière en déclin. Les élections de juillet passé, qui ont donné une majorité parlementaire à une opposition qui risque d'être peu portée au compromis avec le gouvernement Calderón, laissent **peu d'espoir pour des réformes significatives d'ici à 2012.** ■



Vladimir VALE
vladimir.vale@br.calyon.com

Brésil

Le retour de la croissance

Le Brésil a tourné le dos à la récession. L'impact limité de la crise sur le marché du travail, la politique macro-économique anticyclique et le retour de la croissance du crédit ont créé les conditions d'une reprise tirée par les dépenses de consommation des ménages. Les premiers chiffres sur le troisième trimestre 2009 confirment cette tendance.

Le PIB réel a progressé de 1,9 % au deuxième trimestre 2009 par rapport au premier. Cette croissance est imputable à une augmentation de 2,1 % des dépenses de consommation des ménages. L'investissement est, par ailleurs, resté inchangé et va probablement continuer à peser sur la croissance aussi longtemps qu'il y aura une sous-utilisation significative des capacités.

L'économie brésilienne a réussi à recréer la quasi-totalité des emplois perdus pendant la forte contraction du quatrième trimestre 2008. La production industrielle a augmenté au cours des sept derniers mois et, contre toute attente, même la production de biens d'équipement est en train de se redresser. Ces chiffres permettent d'anticiper une poursuite de la croissance au cours des trimestres à venir. Nous avons donc, au vu de ces chiffres positifs, révisé nos prévisions de croissance du PIB pour 2009 (de -0,5 % à 0 %) et 2010 (de 3,7 % à 4 %).

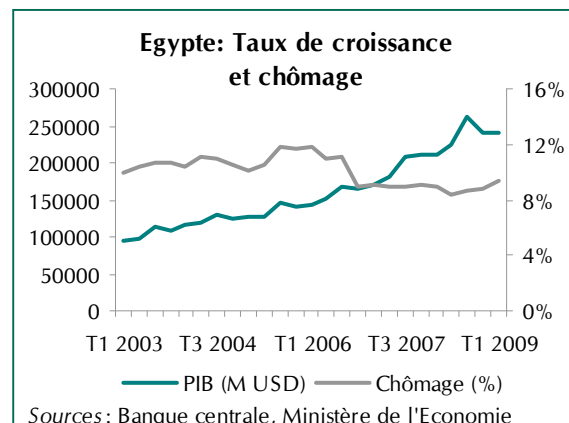
Compte tenu de la sous-utilisation des capacités de production, l'inflation va probablement rester maîtrisée à court et moyen termes. **Toutefois, comme l'économie donne des signes réguliers de reprise, il est assez peu probable que la BCB abaisse de nouveau son taux directeur, le Selic, au cours du cycle actuel.** En fait, avec la réduction de l'output gap dans les trimestres à venir, la politique monétaire devra probablement être resserrée à un moment ou à un autre au cours du second semestre 2010. S'agissant du taux de change, nous avons révisé nos prévisions pour l'USD/BRL vers la fin de l'année, le ramenant de 1,9 à 1,8, forts de la certitude que le Brésil va bénéficier de solides afflux de capitaux à court terme. Par ailleurs, le taux de change devrait rester stable en 2010 en raison du fait que la demande intérieure est le moteur de la reprise (augmentant ainsi le déficit des comptes courants) et que les élections présidentielles de l'année prochaine risquent de provoquer certaines turbulences politiques. ■

Égypte : l'économie résiste à la crise

L'économie égyptienne est affectée par la crise économique en raison de sa dépendance à diverses sources de revenus en devises. Mais si la croissance économique s'est dégradée cette année, l'Égypte affiche une résistance meilleure que prévu.

Les dernières statistiques disponibles sur l'économie égyptienne offrent une image dégradée mais somme toute rassurante de l'évolution économique récente du pays. La croissance du PIB en 2008-2009 était de 4,7 %, contre 7,2 % un an auparavant. Le gouvernement estime que cette performance — il attendait 4,5 % — marque le début de la reprise économique. L'économie a été fragilisée par la chute simultanée des exportations, des revenus du canal de Suez, des recettes touristiques et des transferts privés. Néanmoins, le secteur bancaire, qui dispose de suffisamment de liquidités, a soutenu l'économie avec une progression de 21,8 % des crédits domestiques sur un an, soutenue par une demande intérieure dynamique. L'Égypte tire parti des nombreuses réformes entamées depuis 2004, qui se sont traduites par une entrée importante d'investissements étrangers, mais aussi par la hausse des recettes fiscales et d'une progression quasi-généralisée des salaires. **Rattrapée par la crise économique, l'Égypte peut, pour un temps limité, se reposer sur cette dynamique et maintenir un taux de croissance positif.** Un aspect négatif ne

peut pourtant être occulté : une croissance limitée à 5 % du PIB n'empêche pas le chômage de croître et la situation sociale de se dégrader. Même si la croissance reste positive, la course aux réformes engagée par le gouvernement ne peut souffrir un ralentissement excessif au risque d'être rattrapée par une crise sociale. ■



Moyen-Orient

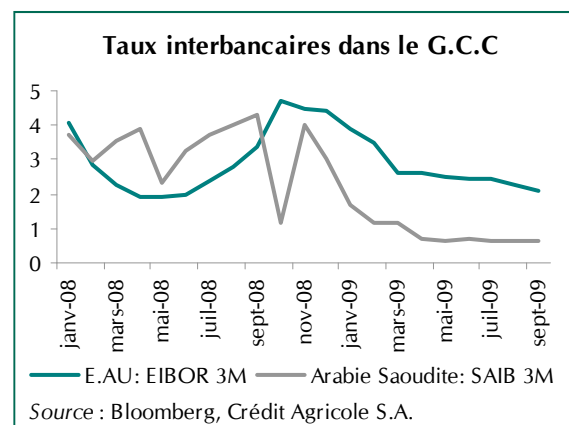
Riadh EL-HAFDHI
riadh.el-hafdh@credit-agricole-sa.fr

Nouveaux coups durs pour le crédit bancaire dans le Golfe

La hausse des recettes pétrolières ne permet toujours pas de débloquent les crédits bancaires. Suite à la contraction des liquidités, des problèmes d'endettement et de transparence apparaissent au sein de certains des plus importants groupes locaux.

La chute des revenus pétroliers depuis l'été 2008 s'est traduite par un ralentissement marqué de la progression des crédits dans le GCC (Arabie saoudite, E.A.U., Oman, Qatar, Bahreïn et Koweït). Aux E.A.U., elle fut même négative en juillet. La chute des revenus pétroliers et une sortie rapide de capitaux étrangers ont en effet engendré de fortes tensions sur les liquidités et une hausse rapide du coût du crédit au second semestre 2008. Si les gouvernements ont réagi vigoureusement par d'importants dépôts dans leurs banques et contribué ainsi à normaliser les taux interbancaires, le crédit reste grippé. Des situations d'endettement excessif sont en effet apparues au sein de certaines grandes entreprises du GCC, ce qui contribue à entretenir l'aversion au risque des banques. En Arabie saoudite, trois des plus importants conglomérats familiaux ont fait défaut sur une partie de leurs dettes, affectant les bilans de plusieurs dizaines de banques. Pour ces groupes, ce sont des problèmes de transparence qui ressortent au grand jour, et les banques, se trouvant en difficulté pour mesurer clairement leur exposi-

tion, augmentent leurs exigences. **Un retour à une croissance vigoureuse dans le GCC ne passera pas uniquement par la hausse des cours du pétrole.** Elle devra désormais s'accompagner d'un renforcement de la transparence des bilans des entreprises. Sinon, faute de confiance, la reprise économique aura peu de vigueur. ■



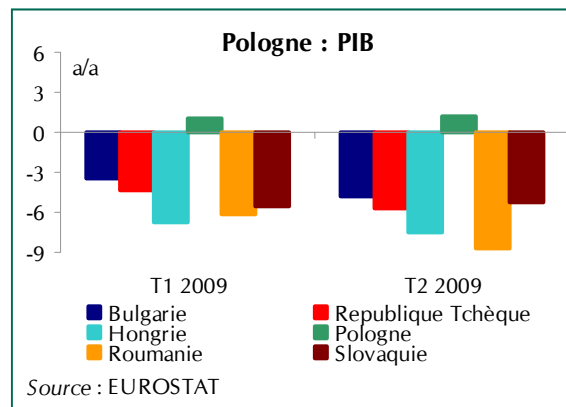
La Pologne fait mieux que les économies comparables

Comme le confirment les chiffres relatifs au deuxième trimestre, la Pologne résiste mieux que d'autres au repli conjoncturel mondial au point qu'elle pourrait être la seule économie européenne à échapper à la récession cette année.

Le PIB réel a progressé de 1,4 % en glissement annuel et de +1,7 % au premier trimestre, l'augmentation en glissement trimestriel s'élevant à 0,5 %. Le chiffre total, meilleur que prévu, a incité nombre d'analystes à réviser à la hausse leurs projections antérieurement négatives pour 2009, mais ce chiffre a néanmoins corroboré notre scénario établi au début de l'année, à savoir l'absence de récession en 2009.

La répartition détaillée par composantes jette toutefois une ombre au tableau, faisant ressortir principalement la contribution positive des exportations nettes à la croissance, mais aussi le recul de la demande intérieure. De plus, l'accélération des exportations nettes s'explique par un repli plus sensible des importations que des exportations. Compte tenu du ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement, les taux d'utilisation des capacités devraient rester faibles dans les mois à venir, tandis que le chômage va probablement évoluer à la hausse.

Tout bien considéré, il s'agit là d'une bonne performance de la Pologne par rapport aux économies comparables. A l'évidence, la dépendance relativement faible de ce pays à l'égard des exportations et une plus large diversification, ajoutées au régime de taux de change flottant qui a permis une dépréciation notable de la devise en termes nominaux et réels, ont constitué de puissants facteurs de soutien à la croissance économique. ■



Christopher KWIECINSKI
christopher.kwiecinski@credit-agricole-sa.fr

PECO

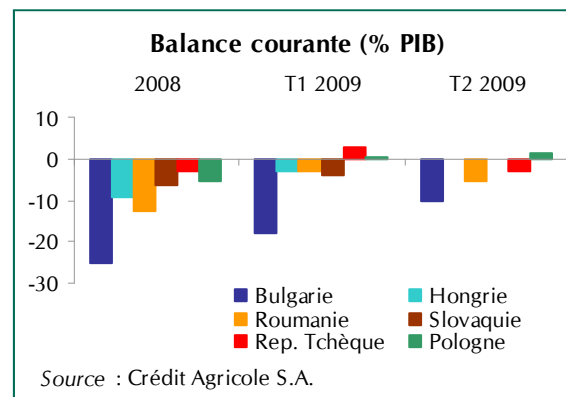
Le ciel ne s'est pas effondré

Depuis que la crise financière internationale a gagné l'Europe centrale, il y a un an, les pronostics les plus sombres se sont succédé concernant la région. Or aucun de ces scénarios pessimistes ne s'est confirmé jusqu'à présent et il y a peu de chances qu'ils le soient maintenant que les perspectives économiques commencent à s'améliorer dans la zone euro.

Il convient de souligner qu'en dehors de quelques banques détenues par des capitaux nationaux, il n'y a eu ni désintégration systémique, ni faillite incontrôlée d'un établissement bancaire dans la région. Aucune société mère occidentale ayant une solide part de marché dans le secteur financier en Europe centrale et orientale n'a abandonné sa filiale dans la région, même si, bien sûr, les afflux de capitaux ont connu une chute notable. Aucune devise d'Europe centrale et orientale ne s'est effondrée et aucune monnaie arrimée à l'euro n'a dégringolé jusqu'à présent, malgré de fortes dépréciations dans les pays dotés de taux de change flottants. Enfin, plusieurs emprunts obligataires des NEM ont réussi à se placer.

La transition vers une plus large démocratie s'est poursuivie parmi les nouveaux États-membres de l'Union européenne (NEM), les politiques populistes et irresponsables ayant eu relativement peu de succès. Malgré la montée des tensions sociales et le mécontentement de l'opinion publique, en particu-

lier dans les pays confrontés à d'importants ajustements et à des élections, il n'y pas eu de troubles sociaux à grande échelle, susceptibles de faire dérailler le processus de réformes structurelles. Certes, la région reste confrontée à de graves défis, mais le succès relatif avec lequel elle a réussi à surmonter la crise a au moins réussi jusqu'à présent à faire taire les Cassandre. ■



	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (en % du PIB)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Etats-Unis	-2,6	2,4	3,3	-0,4	1,7	1,1	-3,1	-3,6	-3,6
Japon	-5,8	1,5	1,4	-1,3	-0,5	0,6	2,7	3,7	3,6
Zone euro	-3,8	1,0	1,5	0,2	1,1	1,8	-0,7	-0,7	0,0
Allemagne	-4,9	1,4	1,7	0,2	0,7	1,6	4,2	4,5	6,0
France	-2,1	1,1	1,8	0,1	1,1	1,5	-3,2	-3,4	-3,1
Italie	-5,0	0,6	1,1	0,6	1,4	1,9	-2,6	-2,7	-2,5
Espagne	-3,7	-0,3	1,4	-0,2	1,8	2,5	-8,0	-6,5	-6,0
Pays-Bas	-4,1	0,7	1,8	1,0	0,3	1,3	5,9	5,3	6,0
Belgique	-2,9	1,0	1,8	-0,1	0,8	1,7	-2,5	-2,7	-2,3
Royaume-Uni	-4,2	1,1	1,9	1,9	1,5	1,8	-1,5	-2,0	-1,6
Norvège	-0,5	1,8	2,4	2,1	1,9	2,4	13,8	14,0	15,0
Suède	-4,1	1,4	2,2	-0,2	1,6	1,9	6,2	7,0	7,0
Suisse	-2,8	-0,5	0,9	-0,8	0,0	0,4	6,0	7,0	7,0
Canada	-2,3	2,5	3,5	0,5	1,9	2,2	-2,6	-2,1	1,1
Australie	0,5	1,0	3,0	1,5	2,0	2,2	-4,0	-5,0	-5,0
Nouvelle-Zélande	-2,5	1,5	3,5	1,8	2,0	2,0	-6,5	-6,0	-6,0
Asie	4,9	6,9	7,5	0,8	3,6	4,0	3,6	4,1	3,2
Chine	8,0	8,6	9,0	0,0	3,0	3,5	6,0	7,0	6,0
Hong Kong	-3,0	4,5	5,0	0,7	1,8	3,0	8,5	9,0	8,0
Inde	6,0	7,0	7,5	0,8	5,0	5,5	-0,7	-1,0	-2,0
Indonésie	3,0	4,0	4,5	4,9	5,8	5,0	0,0	1,0	1,0
Corée	-2,0	3,5	5,0	2,7	3,0	3,5	2,5	1,5	0,5
Malaisie	-2,0	4,0	5,5	1,0	2,0	2,5	9,0	11,0	12,0
Philippines	1,0	4,5	5,5	3,5	4,5	5,0	0,5	1,5	1,0
Singapour	-3,5	4,0	5,5	0,0	2,5	3,0	12,5	15,5	14,0
Taiwan	-4,0	5,0	5,5	-0,5	1,5	2,0	7,0	6,5	5,5
Thaïlande	-3,0	3,5	4,5	-0,8	2,5	3,0	3,0	3,0	2,0
Vietnam	2,5	4,0	5,0	6,6	6,0	8,0	-5,0	-7,0	-7,0
Amérique latine	-2,7	3,0	3,4	6,7	5,3	5,5	-1,2	-1,3	-1,4
Argentine	-3,0	1,0	2,5	14,8	10,0	10,0	0,5	1,0	1,0
Brésil	0,0	4,0	4,0	4,9	4,4	5,0	-1,1	-2,0	-1,5
Mexique	-6,5	2,5	3,0	5,4	4,2	4,0	-2,3	-1,4	-2,5
Europe - émergents	-5,0	1,9	4,0	7,9	6,7	6,7	-0,5	-0,4	0,0
République tchèque	-3,0	0,2	3,5	1,2	1,5	2,0	-2,7	-3,0	-3,5
Hongrie	-5,0	-0,5	2,5	6,0	3,5	5,0	-4,0	-3,5	-4,0
Pologne	0,5	2,0	3,5	3,5	2,8	3,0	-4,0	-3,5	-4,0
Russie	-7,0	2,5	4,5	11,5	9,5	9,0	2,5	2,5	4,0
Roumanie	-6,0	-1,0	3,0	6,0	4,0	5,5	-5,5	-3,0	-6,0
Turquie	-5,5	2,0	4,0	6,2	6,5	7,0	-2,0	-2,5	-3,0
Afrique & Moyen-Orient	-0,2	3,6	4,9	4,7	5,1	5,6	-1,2	1,0	0,9
Algérie	3,4	4,5	4,0	1,8	4,0	4,5	-2,0	-1,8	-2,0
Egypte	4,7	4,0	5,0	9,7	6,0	6,0	-2,0	-1,8	-2,0
Koweït	-0,7	4,5	6,0	7,0	5,6	6,0	19,0	27,0	26,0
Liban	2,4	3,3	4,0	2,0	3,5	4,0	-10,5	-10,8	-11,0
Maroc	2,2	3,0	4,5	2,2	2,8	3,0	-3,2	-2,6	-3,0
Qatar	9,0	24,0	12,0	-1,4	4,0	4,5	7,1	22,0	25,0
Arabie saoudite	-1,0	3,3	4,5	3,1	4,0	4,5	3,0	7,0	6,5
Afrique du Sud	-4,0	1,5	3,5	7,3	6,5	7,0	-6,5	-5,0	-5,0
Emirats arabes unis	-1,8	4,0	6,5	2,8	5,5	6,0	1,0	4,0	4,0
Tunisie	2,0	2,2	4,0	3,3	3,1	3,5	-3,0	-2,8	-3,0
Total	-1,1	3,3	4,0	1,2	2,5	2,8	0,1	0,3	0,3
Pays industrialisés	-3,4	1,7	2,4	-0,1	1,2	1,4	-1,2	-1,3	-0,9
Pays émergents	2,0	5,4	6,2	3,0	4,4	4,7	1,9	2,4	1,9

Notes:

(1) Royaume-Uni : HICP ; Inde : prix de gros ; Chine, index prix de détail ; Brésil : IPCA, Afrique du Sud : CPI-X

(2) Inde : fin de l'année fiscale en mars.

Prévisions taux d'intérêt

Au 28 septembre 2009

	28-sept.	déc-09	mars-10	juin-10	sept-10	déc-10	mars-11	juin-11	sept-11	déc-11
Etats-Unis										
Fed funds	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0,50	1,00	1,50
3 mois	0,28	0,30	0,30	0,40	0,50	0,70	0,70	1,00	1,50	2,00
Taux 2 ans	0,97	1,45	1,75	2,25	2,75	3,25	3,25	3,50	3,75	4,00
Taux 10 ans	3,31	4,20	4,20	4,30	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Japon										
Call	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	0,50	0,50
3 mois	0,35	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,60	0,70	0,70
Taux 2 ans	0,22	0,20	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30	0,50	0,60	0,60
Taux 10 ans	1,29	1,40	1,50	1,50	1,60	1,60	1,70	1,80	2,00	2,00
Zone euro										
Repo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	2,00	2,50	3,00
3 mois	0,70	1,10	1,30	1,30	1,40	1,50	2,00	2,50	3,00	3,50
Taux 2 ans	1,21	1,70	1,80	2,20	2,75	3,25	3,50	3,75	4,00	4,00
Taux 10 ans (All.)	3,23	4,00	4,10	4,10	4,20	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30
Royaume-Uni										
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,75	2,50	3,25
3 mois	0,55	0,60	0,70	0,80	0,80	0,80	1,70	2,40	3,15	3,75
Taux 2 ans	0,74	1,40	1,70	1,90	2,00	2,75	3,00	3,40	3,75	4,00
Taux 10 ans	3,59	4,10	4,10	4,30	4,40	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Suède										
Repo	0,25	0,25	0,25	0,25	0,75	1,50	2,00	2,50	3,00	3,00
3 mois	0,52	0,60	0,60	0,60	1,10	1,90	2,30	2,80	3,30	3,30
Taux 10 ans	3,36	3,80	4,10	4,10	4,20	4,30	4,30	4,40	4,40	4,40
Norvège										
Deposité	1,25	1,25	1,25	1,50	2,00	2,50	3,00	3,50	3,75	3,75
3 mois	1,77	1,70	1,80	2,10	2,50	2,90	3,30	3,80	4,00	4,00
Taux 10 ans	4,25	4,30	4,30	4,40	4,50	4,50	4,60	4,60	4,60	4,60
Suisse										
3 mois	0,29	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50
Taux 10 ans	2,03	2,35	2,35	2,35	2,50	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
Canada										
Overnight Target	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,50	2,00	2,25
3 mois	0,40	0,50	0,50	0,50	0,50	0,80	1,30	1,75	2,25	2,50
Taux 10 ans	3,37	3,70	3,85	3,90	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Australie										
Cash Target	3,00	3,00	3,25	3,75	4,00	4,25	5,25	5,75	6,00	6,00
3 mois	3,03	3,60	3,80	4,10	4,40	4,70	5,40	5,90	6,15	6,15
Taux 10 ans	5,14	5,40	5,70	6,10	6,35	6,50	6,45	6,50	6,50	6,50
Nouvelle-Zélande										
Official Cash Rate	2,50	2,50	2,50	2,75	3,25	3,50	4,75	5,50	6,00	6,50
3 mois	2,68	3,00	3,00	3,15	3,40	3,75	4,90	5,70	6,25	6,70
Taux 10 ans	5,58	6,20	6,30	6,40	6,50	6,60	6,70	6,80	6,80	6,80

Prévisions de prix des matières premières

Métaux		T4 08	2008	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	2009	2010	2011
Aluminium	\$/t c/lb	1 837	2 579	1 366	1 496	1 750	1 988	1 650	2 300	2 500
Cuivre	\$/t c/lb	3 943	6 968	3 460	4 694	5 500	6 345	5 000	7 500	8 000
Plomb	\$/t c/lb	1 257	2 096	1 166	1 509	1 900	2 225	1 700	2 400	2 700
Nickel	\$/t c/lb	10 963	21 146	10 550	13 067	17 000	19 384	15 000	20 000	24 000
Zinc	\$/t c/lb	1 199	1 886	1 183	1 481	1 750	2 105	1 630	2 325	2 600

Pétrole		T1 08	T2 08	T3 08	T4 08	2008	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	2009	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	2010
NYMEX WTI	\$/BBL	98	124	118	59	100	43	60	68	65	59	63	60	70	72	66
Brent	\$/BBL	97	121	115	55	97	44	59	68	64	59	63	59	70	71	65

Prévisions taux de change

Au 28 septembre 2009

Taux de change USD		28-sept.	déc-09	mars-10	juin-10	sept-10	déc-10	mars-11	juin-11	sept-11	déc-11
Pays industrialisés											
Euro	EUR/USD	1,46	1,50	1,50	1,46	1,44	1,42	1,40	1,38	1,36	1,35
Japon	USD/JPY	89,58	90,00	94,00	98,00	100,00	105,00	110,00	112,00	113,00	115,00
Royaume-Uni	GBP/USD	1,59	1,76	1,79	1,78	1,80	1,82	1,82	1,82	1,81	1,80
Suisse	USD/CHF	1,03	1,02	1,03	1,06	1,08	1,11	1,13	1,15	1,18	1,19
Canada	USD/CAD	1,10	1,07	1,03	1,01	1,00	1,00	0,98	0,97	0,96	0,96
Australie	AUD/USD	0,86	0,88	0,90	0,92	0,93	0,94	0,94	0,93	0,91	0,91
Nouvelle-Zélande	NZD/USD	0,71	0,71	0,72	0,73	0,74	0,75	0,75	0,75	0,74	0,73
Asie											
Chine	USD/CNY	6,83	6,83	6,80	6,70	6,60	6,50	6,43	6,35	6,28	6,20
Hong Kong	USD/HKD	7,75	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80
Inde	USD/INR	48,06	46,00	45,00	43,00	43,00	43,00	42,50	42,00	41,50	41,00
Indonésie	USD/IDR	9 735	9 800	9 700	9 500	9 400	9 300	9 200	9 100	9 000	8 900
Malaisie	USD/MYR	3,48	3,45	3,42	3,38	3,33	3,30	3,24	3,18	3,11	3,05
Philippines	USD/PHP	47,62	48,00	47,80	47,50	47,30	47,00	46,50	46,00	45,50	45,00
Singapour	USD/SGD	1,42	1,41	1,40	1,39	1,38	1,37	1,35	1,34	1,32	1,30
Corée du Sud	USD/KRW	1 196	1 200	1 160	1 140	1 120	1 100	1 075	1 050	1 025	1 000
Taiwan	USD/TWD	32,47	32,00	31,70	31,00	30,50	30,00	29,75	29,50	29,25	29,00
Thaïlande	USD/THB	33,60	33,80	33,50	33,00	32,50	32,00	31,63	31,25	30,88	30,50
Vietnam	USD/VND	17 841	17 700	17 500	17 350	17 100	17 000	16 940	16 880	16 800	16 750
Amérique latine											
Argentine	USD/ARS	3,84	4,03	4,16	4,29	4,42	4,56	4,62	4,68	4,74	4,80
Brésil	USD/BRL	1,79	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,77	1,74	1,71	1,68
Mexique	USD/MXN	13,59	13,30	12,80	12,90	12,70	12,40	12,38	12,35	12,33	12,30
Afrique & Moyen-Orient											
Afrique du Sud	USD/ZAR	7,46	8,00	8,00	7,90	7,85	7,80	7,73	7,65	7,58	7,50
Europe - émergents											
Pologne	USD/PLN	2,90	2,67	2,60	2,53	2,50	2,46	2,43	2,39	2,35	2,30
Russie	USD/RUB	30,20	30,55	30,14	30,35	30,50	30,73	30,00	30,00	30,00	27,65
Turquie	USD/TRY	1,49	1,50	1,47	1,45	1,43	1,42	1,41	1,40	1,39	1,38
Parités croisées contre euro											
Pays industrialisés											
Japon	EUR/JPY	131	135	141	143	144	149	154	155	154	155
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,92	0,85	0,84	0,82	0,80	0,78	0,77	0,76	0,75	0,75
Suisse	EUR/CHF	1,51	1,53	1,54	1,55	1,56	1,57	1,58	1,59	1,60	1,60
Suède	EUR/SEK	10,27	10,20	10,10	10,00	9,90	9,80	9,70	9,60	9,60	9,50
Norvège	EUR/NOK	8,57	8,40	8,30	8,20	8,00	7,80	7,60	7,50	7,50	7,40
Europe centrale											
République tchèque	EUR/CZK	25,28	25,00	24,00	23,00	23,00	22,50	22,00	21,50	21,00	20,50
Hongrie	EUR/HUF	270	270	270	260	260	260	255	250	245	240
Pologne	EUR/PLN	4,23	4,00	3,90	3,70	3,60	3,50	3,40	3,30	3,20	3,10
Roumanie	EUR/RON	4,22	4,50	4,40	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30

Directeur de la publication : Jean-Paul BETBEZE — Rédaction en chef : Jean-Paul BETBEZE et Isabelle JOB — ISSN 1960-257X

Réalisation & Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty — Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques — 75710 PARIS Cedex 15 — Fax : +33 143 23 58 60

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

www.credit-agricole.com - Rubrique Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques