

## Vue d'ensemble Docteur Easing

Page 2

### Focus 1

Page 4

#### BCE : une vie après la baisse des taux

La détérioration de la situation économique et le ralentissement de l'inflation plaident en faveur de nouveaux assouplissements des taux d'intérêt. Le taux de refinancement pourrait ainsi être ramené à 1 % en avril. Au-delà, les anticipations d'inflation pourraient se replier bien en deçà du plafond de 2 % fixé par la BCE, ce qui pourrait l'inciter à baisser davantage le taux de refinancement. Les marges de manœuvre de la politique monétaire traditionnelle (par la fixation des taux d'intérêt) sont néanmoins quasiment épuisées et la Banque centrale devrait avoir recours assez rapidement à de nouveaux instruments de politique monétaire non conventionnels pour stimuler l'économie.

### Focus 2

Page 8

#### Mexique : une économie durement éprouvée mais des amortisseurs plus solides

A l'instar de la plupart des pays émergents, le Mexique est confronté depuis septembre 2008 à un phénomène global d'aversion au risque qui s'est traduit par une forte dépréciation de sa monnaie, un plongeon de la bourse mexicaine et un élargissement des spreads. Même si les politiques monétaires et budgétaires devraient permettre d'atténuer l'impact de la récession dans une certaine mesure, le Mexique devrait faire face à la plus importante contraction du PIB réel de la région et à la pire récession depuis la 'crise Tequila' de 1994-95 en raison de la forte interaction avec l'économie américaine et de l'ampleur de la crise financière internationale. Néanmoins, les fondamentaux macroéconomiques du pays semblent plus solides qu'en 1994-95 et 2001-02 grâce à des finances publiques plus saines, à une meilleure position de liquidité extérieure et à un système bancaire intrinsèquement plus solide.

### Focus 3

Page 14

#### Japon : les *Flow of Funds accounts* du quatrième trimestre 2008

Les *Flow of Funds accounts* du T4 08 montrent que la crise mondiale touche en premier lieu les entreprises et les ménages dont la richesse financière se contracte de façon marquée. En dépit de la tourmente économique et financière, l'ensemble des actifs financiers détenus par les banques a continué de croître au T4 2008, malgré la baisse rapide de leurs profits.

### Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 16

#### Data Focus

#### Etats-Unis : commandes de biens durables (février)

Page 20

**Eco**  
**WEEK**

Direction  
des Études  
Économiques

## Vue d'ensemble Docteur Easing

Le Secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, a précisé le 23 mars les modalités de fonctionnement du Programme d'investissement public privé (PPIP) qui avait été annoncé quelques semaines auparavant. A l'époque, les marchés avaient marqué une vive déception, très probablement à cause du manque de détails sur les modalités pratiques de rachat des actifs illiquides, et en premier lieu de fixation de leurs prix. Il en a été très différemment cette fois, les marchés d'actions saluant par des hausses substantielles les annonces faites.

Le principe d'associer investissements publics (Trésor et FDIC) et privés pour sortir du bilan des banques des prêts et des actifs « toxiques » a été confirmé. Sur la base d'un investissement public de 75 à 100 milliards de dollars (issus des fonds débloqués par le Congrès dans le cadre du TARP), le gouvernement pense pouvoir mobiliser entre USD500 et 1000 milliards au total. Le secteur privé sera encouragé à participer au mécanisme via des financements à faibles taux d'intérêt, fournis par la Fed et le *Federal Deposit Insurance* (FDIC), en complément d'un investissement en capital. Ces financements (*non recourse loans*) seront garantis par les actifs achetés.

Plus précisément, le PPIP va comporter deux dispositifs, l'un destiné au rachat des crédits immobiliers, l'autre à celui de titres douteux (émis avant 2009) adossés à des portefeuilles de crédits (*non Agency Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS) qui bénéficiaient d'une notation AAA à leur émission, *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS) et *Asset-Backed Securities* notés AAA actuellement). Du point de vue opérationnel, les fonds levés serviront à faire des offres lors d'enchères que le FDIC mènera pour le compte des banques intéressées à vendre prêts ou actifs. Les modalités de chaque enchère seront déterminées en fonction des caractéristiques propres du prêt ou de l'actif concerné, et il ne faut donc pas attendre de résultats homogènes. Le PPIP devrait permettre de redonner de la fluidité aux différents marchés d'ABS et ainsi de contribuer à relancer le marché du crédit. En effet, en particulier, la chute du marché immobilier a largement entamé la confiance des investisseurs dans les MBS, la valeur du crédit sous-jacent dépassant souvent le prix de vente du bien immobilier financé par le prêt. En outre, le mécanisme d'enchère avec la participation du secteur privé devrait permettre d'éviter un des écueils sur lequel avait échoué la première version du TARP, le soupçon que l'Etat soit conduit à racheter à des prix trop élevés.

Le prix obtenu à chaque enchère sera en effet déterminant : qu'il soit trop bas, et la banque devra enregistrer des dépréciations plus fortes, conduisant à de nouveaux besoins potentiels en capital (dont on ignore s'ils seront couverts par une injection de

capital du Trésor) ; à l'inverse, s'il était trop élevé, il pénaliserait les investisseurs. Le point est d'autant plus délicat que le PPIP établit une distinction très nette entre les actifs financiers, dont on peut penser qu'ils ont été déjà dépréciés par les banques selon la règle du « *mark-to-market* », et les prêts, généralement dépréciés seulement lorsque la perte est constatée.

Plus généralement, si les actifs concernés par le PPIP, considérés aujourd'hui comme « toxiques », le sont à cause de l'absence d'un marché (i.e. d'un manque de liquidité), le programme devrait être succès, puisqu'il répond précisément à cette carence. Le PPIP va alors contribuer tout à la fois à l'assainissement du bilan des banques, par l'extraction des actifs douteux, et, par leur valorisation, à la diminution des incertitudes qui minent les marchés depuis de longs mois. En revanche, si le problème est celui de la valeur réelle de ces mêmes actifs, rien ne sera réglé.

Dans la zone euro, la semaine sera marquée par la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, jeudi 2 avril. Nous attendons une réduction du taux *refi* à 1%. En effet, depuis la dernière réunion tenue en mars, les données et enquêtes publiées ont confirmé la poursuite de la détérioration de la situation économique et du recul de l'inflation. Les marges de manœuvre de la politique monétaire traditionnelle (par la fixation des taux d'intérêt) sont néanmoins quasiment épuisées et la Banque centrale devrait avoir recours assez rapidement à de nouveaux instruments de politique monétaire non conventionnels pour stimuler l'économie (pour plus de détails, voir Focus 1, « *BCE : une vie après la baisse des taux* »).

Au Royaume-Uni, les marchés ont commencé à reconsidérer qui va payer les conséquences de l'assouplissement quantitatif (QE). Juste après la sévère mise en garde du Gouverneur de la BoE, Mervyn King, contre les risques que ferait courir un second plan de relance, l'adjudication des Gilt à 40 ans a été souscrite (une première depuis 2002), seuls 93% des titres offerts trouvant preneur. En outre, le rendement du Gilt à 10 ans a augmenté de 20 pb, revenant presque au niveau où il se situait avant les premières mesures de QE. Certes, des problèmes spécifiques expliquent en partie les problèmes rencontrés par l'adjudication des *Gilts* (demande moins forte, en particulier sur la partie longue, en fin de trimestre), toutefois il s'agit d'un signal d'alerte (et pas seulement pour le gouvernement britannique). Une perte de crédibilité en matière de finances publiques pourrait pousser les rendements à la hausse, ...amenant la BoE à amplifier l'assouplissement quantitatif, peut-être au-delà ce que la prudence exigerait.

## Devises et taux d'intérêt

|                  | Jeudi<br>26 mars | Jeudi<br>19 mars | Plus haut<br>52 semaines | Plus bas<br>52 semaines |         | Jeudi<br>26 mars | Jeudi<br>19 mars | Plus haut<br>52 semaines | Plus bas<br>52 semaines |
|------------------|------------------|------------------|--------------------------|-------------------------|---------|------------------|------------------|--------------------------|-------------------------|
| Libor à 3 mois   | 1,23             | 1,23             | 4,82                     | 1,08                    | EUR/USD | 1,3572           | 1,3684           | 1,5980                   | 1,2480                  |
| US-Bonds 10 ans  | 2,75             | 2,60             | 4,27                     | 2,07                    | USD/JPY | 98,38            | 94,05            | 110,48                   | 87,68                   |
| Euribor à 3 mois | 1,54             | 1,58             | 5,39                     | 1,54                    | EUR/JPY | 133,45           | 128,71           | 169,47                   | 113,08                  |
| Bund 10 ans      | 3,13             | 3,03             | 4,68                     | 2,90                    | EUR/GBP | 0,9349           | 0,9401           | 0,9601                   | 0,7753                  |
| Taux à 3 mois    | 1,10             | 1,10             | 1,60                     | 0,75                    | USD/CHF | 1,1269           | 1,1226           | 1,2244                   | 0,9890                  |
| JGB 10 ans       | 1,31             | 1,28             | 1,88                     | 1,17                    | EUR/CHF | 1,5286           | 1,5362           | 1,6352                   | 1,4433                  |

Source : Financial Times, (\*) cours de clôture du jeudi

## Focus 1

### BCE : une vie après la baisse des taux

- Depuis l'automne, la BCE fournit des liquidités à taux fixes sans limitation de montant aux contreparties de la zone euro.
- Cela a contribué à faire baisser le taux de l'Eonia au jour le jour, désormais proche du taux d'intérêt de la facilité de dépôt (0,50%), devenu *de facto* le taux directeur clé.
- La détérioration de la situation économique et le ralentissement de l'inflation plaident en faveur de nouveaux assouplissements des taux d'intérêt. Le taux de refinancement pourrait ainsi être ramené à 1 % en avril.
- Au-delà, les anticipations d'inflation pourraient se replier bien en deçà du plafond de 2 % fixé par la BCE, ce qui pourrait l'inciter à baisser davantage le taux de refinancement.
- Les marges de manœuvre de la politique monétaire traditionnelle (par la fixation des taux d'intérêt) sont néanmoins quasiment épuisées et la Banque centrale devrait avoir recours assez rapidement à de nouveaux instruments de politique monétaire non conventionnels pour stimuler l'économie.

Lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du mois de mars, la BCE a réduit le taux de refinancement de 50 pb supplémentaires, à 1,50 %. Depuis octobre 2008, les assouplissements successifs atteignent 275 pb au total. Par ailleurs, la BCE a également fait part, début mars, de sa décision de maintenir les procédures actuelles de refinancement (montants illimités et à taux fixe), aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de 2009.

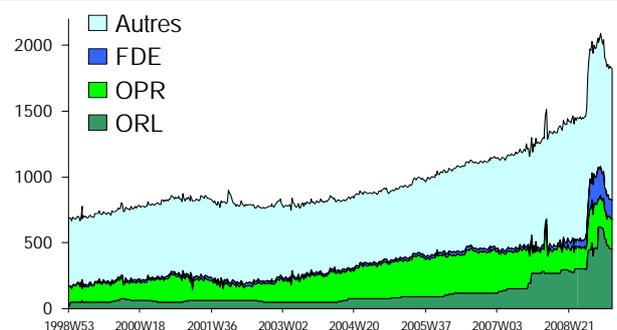
### La taille du bilan de la BCE a presque doublé

Depuis le tout début de la crise financière en août 2007, la taille du bilan de la BCE a quasiment doublé (graphique 1). Depuis la chute de Lehman Brothers, la BCE a multiplié les mesures non conventionnelles (allongement de la maturité des opérations de refinancement, adjudications à taux fixe et pour des montants illimités). Ces décisions ont contribué à atténuer les tensions sur le marché monétaire qui étaient devenues extrêmement élevées dans le sillage de la faillite de la banque d'affaires. Le moindre recours à la facilité de prêt marginal par les banques commerciales et le repli des taux de l'Euribor sur les différentes maturités témoignent de cette tendance à l'apaisement.

En particulier, la décision prise par la BCE début octobre de mener ses opérations de refinancement à taux fixe (le taux *ref*) et pour des montants illimités a conduit le taux de l'Eonia à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt de la BCE (inférieur de 100 pb au taux de refinancement). Celui-ci est ainsi devenu *de facto* le nouveau taux clé de la politique monétaire dans la zone euro (graphique 2). Par ailleurs, l'annonce, début mars, du maintien de ces procédures aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de 2009, a rassuré les banques et conduit à une demande moins forte de liquidité lors des opérations de refinancement ainsi qu'à une baisse concomitante de l'utilisation de la facilité de dépôt (graphique 3). Celle-ci demeure néanmoins à des niveaux totalement inconnus avant la crise.

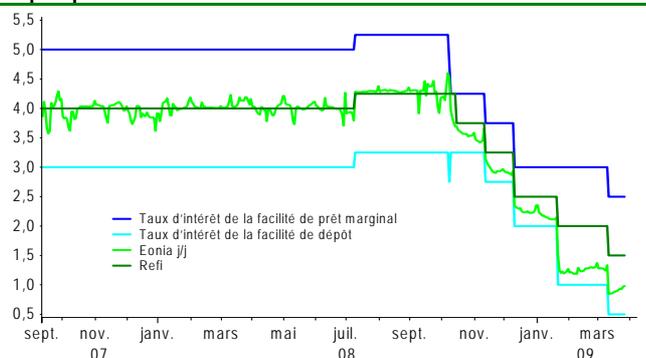
Toutefois, les tensions persistent sur le marché monétaire. Ainsi, le coût de la liquidité à trois mois (mesuré par l'écart entre l'Euribor 3 mois et le taux de swap Eonia à 3 mois) reste relativement élevé, (graphique 4).

Graphique n°1 : Actifs de la BCE



Source : BCE - OPR = Opération principale de refinancement ; ORL = Opération de refinancement à LT ; FDE = Fonds en devises aux résidents de la zone euro.

Graphique n°2 : taux directeurs de la BCE et Eonia



Source : BCE (milliards d'euros)

## Les conditions économiques plaident en faveur d'un nouvel assouplissement des taux en avril

Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, les données publiées ont confirmé la poursuite de la dégradation de la situation économique, ce qui plaide en faveur de nouveaux assouplissements de taux. En janvier, la production industrielle s'est contractée de 3,5 % en glissement mensuel, en repli pour le cinquième mois consécutif. La tendance sous-jacente, mesurée par le taux de variation sur six mois, reste orientée à la baisse. Entre août et janvier, elle s'est repliée à -7,5 %, son plus mauvais résultat depuis que la série a été créée au début des années 90. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprise restent orientées à la baisse. Même si l'indice PMI composite s'est un peu redressé en mars par rapport à février, la moyenne du T1 2009 est inférieure à celle du T4 2008, lorsque le PIB s'était contracté de 1,5 % en glissement trimestriel. Dans ces conditions, nous ne pouvons exclure la possibilité que le PIB se contracte plus fortement au T1 2009 par rapport au T4 2008.

Après le léger rebond constaté en février, l'inflation devrait repartir à la baisse en mars (l'estimation préliminaire sera publiée en début de semaine prochaine). Nous tablons sur une inflation sous-jacente modérée, tandis que les effets de base positifs relatifs aux prix de l'énergie devraient contribuer à faire baisser l'inflation totale.

Dans ce contexte, la BCE pourrait selon nous abaisser de 50 pb son taux de refinancement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de la semaine prochaine. Toutefois, une baisse limitée à 25pb ne peut être totalement exclue.

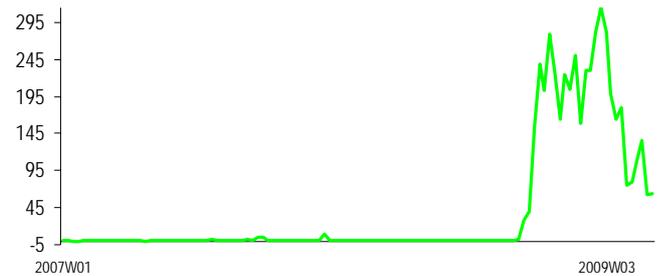
Les marchés monétaires anticipent également de nouvelles baisses du taux de refinancement. Le taux de swap eonia est constamment inférieur au taux de l'eonia comme cela s'observe à chaque fois que les marchés prévoient une baisse du taux de refinancement (graphique 4).

Si le taux de refinancement est ramené à 1 % la semaine prochaine (ou en mai au plus tard), et que le corridor de la facilité de prêt marginal reste inchangé, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt serait égal à zéro et le taux de l'Eonia au jour le jour se rapprocherait de cette limite. Il n'est donc pas exclu que la BCE revienne, la semaine prochaine, ou en mai, à un couloir de 100 pb pour ses taux directeurs, avec le taux de la facilité marginale d'emprunt à 50pb au dessus du *refi* et celui de la facilité de dépôt à 50 pb au-dessous. Ceci permettrait des baisses ultérieures du *refi*.

Certes, certains membres du Conseil des gouverneurs considèrent qu'un taux de 1 % constitue un plancher pour le taux de refinancement (ainsi que l'a récemment déclaré Axel Weber) et les taux du marché se situent déjà à un très bas niveau. Toutefois, face à la montée des risques déflationnistes, de nouvelles actions sont nécessaires.

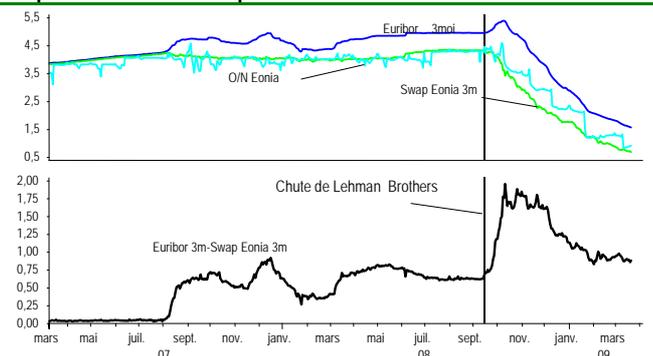
Enfin, malgré la baisse des taux nominaux, et à l'inverse de ce que souhaiterait la BCE, les conditions monétaires et financières se sont tendues compte tenu du recul marqué de l'inflation, du ralentissement de l'offre de monnaie et de la faiblesse des marchés actions. Le rebond récent de l'euro ne peut qu'accroître cette tendance.

**Graph. n°3 : facilité de dépôt**



Source : BCE

**Graph. n°4 : tensions persistantes sur le marché monétaire**



Source : Reuters EcoWin Pro

## Et ensuite ?

Les mesures que prendra la BCE devraient être déterminées principalement par les anticipations d'inflation. Il existe différents moyens pour mesurer les anticipations d'inflation (encadré n°1). Les points morts d'inflation implicites anticipés à cinq ans à un horizon de cinq ans sont actuellement en ligne avec le plafond de 2 % fixé par la BCE pour garantir la stabilité des prix à moyen terme.

Les anticipations d'inflation pourraient néanmoins commencer à se détendre. L'inflation pourrait notamment passer en territoire négatif cet été, essentiellement à la faveur d'effets de base liés à l'énergie, avant de rebondir au cours du dernier trimestre de l'année car les effets de base produiront un résultat inverse. Jean-Claude Trichet, le président de la BCE, a insisté à plusieurs reprises sur le fait que la volatilité de l'inflation n'aurait pas d'impact sur les décisions de politique monétaire. Toutefois, l'inflation sous-jacente pourrait se modérer dans le courant de l'année sous l'effet conjugué d'une

contraction de la demande, d'une hausse du chômage et des effets retardés de la baisse des cours des matières premières. Dans cet esprit, les données d'enquêtes ont révélé que les anticipations des prix de vente des entreprises se situent à leur niveau le plus bas jamais observé. A 1,7 % en février, l'inflation sous-jacente pourrait s'établir bien en deçà de 1 % en fin d'année. En 2010, cette tendance pourrait se poursuivre et l'inflation sous-jacente, qui réagit avec retard à l'évolution de l'activité, pourrait passer en territoire négatif au cours de la seconde moitié de l'année prochaine. Les risques de déflation pourraient augmenter, ce qui aurait pour effet de ramener les anticipations d'inflation bien en deçà du plafond de 2 % fixé par la BCE pour garantir la stabilité des prix à moyen terme.

## Des mesures de politique monétaire non conventionnelles de plus en plus probables

Afin d'éviter un enracinement des anticipations de déflation, la BCE pourrait alors devoir baisser le *refi* sous 1%. Les marges de manœuvre de la politique monétaire traditionnelle sont néanmoins quasiment épuisées et la Banque centrale devrait avoir recours assez rapidement à de nouveaux instruments de politique monétaire non conventionnels pour stimuler l'économie.

*L'assouplissement du crédit*, qui consisterait pour la BCE à racheter des titres de dette auprès du secteur privé non bancaire, semble désormais la mesure la plus plausible, la plus efficace et la plus simple à mettre en œuvre compte tenu du statut juridique qui régit les opérations de la BCE (encadré n°2).

Toutefois, cela pourrait ne pas suffire, ce qui conduirait la BCE à s'engager, avant la fin de l'année, dans la voie de l'assouplissement quantitatif en achetant des titres d'Etat.

### Encadré n°1 : Mesures des anticipations d'inflation

Il existe plusieurs mesures des anticipations d'inflation établies à partir de différentes sources (enquêtes et marchés financiers) et de différents agents économiques (consommateurs, intervenants sur les marchés, prévisionnistes professionnels). Les anticipations d'inflation à long terme peuvent également permettre d'évaluer la crédibilité de la BCE au regard de sa capacité à atteindre son objectif d'inflation.

La Commission européenne publie dans son enquête mensuelle auprès des ménages et des chefs d'entreprise, la perception de l'inflation à 12 mois par les consommateurs. Il s'agit d'une mesure qualitative de l'inflation, dans la mesure où les panélistes doivent indiquer s'ils pensent que l'inflation va augmenter, rester stable ou diminuer<sup>1</sup>. A partir des réponses fournies, il est ainsi possible d'établir une évaluation quantitative de l'inflation<sup>2</sup>. La perception de l'inflation

<sup>1</sup> Il est précisément demandé aux panélistes de répondre aux questions qualitatives suivantes : 1) La hausse des prix va s'accélérer ; 2) Les prix vont augmenter au même rythme ; 3) Les prix vont augmenter moins rapidement ; 4) Les prix vont rester globalement stables ; et 5) Les prix vont diminuer.

<sup>2</sup> Une possibilité est d'utiliser l'approche probabiliste décrite dans 'The Rationality of Consumers' Inflation Expectations: Survey-Based Evidence for

par les consommateurs semble en revanche particulièrement sensible aux fluctuations de l'inflation du moment. Au cours de l'été dernier par exemple, lorsque les prix de l'alimentation et du pétrole ont grimpé, les anticipations d'inflation des consommateurs se sont envolées, avant de baisser sensiblement lorsque les cours du pétrole ont amorcé leur repli. C'est la raison pour laquelle l'indice mesurant les anticipations d'inflation des consommateurs pourrait devenir négatif cet été lorsque l'inflation basculera en territoire négatif principalement en raison de l'évolution des prix de l'énergie (graphique 5).

La BCE fait souvent référence à l'enquête des prévisionnistes professionnels (EPP) qu'elle considère comme une source utile en matière de prévisions d'inflation. La dernière enquête publiée en février a révélé que les panélistes ont revu en baisse de façon sensible leurs prévisions d'inflation pour 2009 (à 0,9 %, contre 2,2 % en novembre 2008). S'agissant de l'année 2010, l'inflation devrait s'établir à 1,7 % (graphique 6). Les prochaines prévisions d'inflation pour 2010 (attendues au milieu du T2 2009) devraient de nouveau être revues à la baisse selon nous. Les prévisions d'inflation à long terme (à un horizon de cinq ans) sont stables aux alentours de 2 %. Néanmoins, les prévisions d'inflation à cinq ans pourraient être faussées. En effet, le plafond d'inflation de 2 % fixé par la BCE pour garantir la stabilité des prix à moyen terme influence manifestement les projections des prévisionnistes. C'est la raison pour laquelle rien ne permet vraiment d'affirmer que les prévisions d'inflation à cinq ans établies par les prévisionnistes professionnels sont correctes ou une simple traduction de la définition de la stabilité des prix telle qu'elle est définie par la BCE.

Les anticipations d'inflation peuvent enfin provenir des marchés financiers. Les points morts d'inflation au comptant correspondent à la différence entre les rendements des obligations d'Etat traditionnelles et des obligations d'Etat indexées à l'inflation de même maturité. Le point mort d'inflation au comptant à cinq ans se situe actuellement aux alentours de 1,15 %, alors que le point mort d'inflation au comptant à 10 ans est proche de 1,5 % (graphique 7). Le point mort d'inflation implicite anticipé à cinq ans à un horizon de cinq ans<sup>3</sup> (souvent cité par la BCE comme une mesure des anticipations d'inflation) et le taux de swap implicite anticipé à cinq ans à un horizon de cinq ans indexé à l'inflation, sont proches respectivement de 2 % et de 2,4 %. Les points morts d'inflation et les points morts d'inflation implicites sont néanmoins soumis à certaines distorsions en raison de la volatilité élevée observée au cours des derniers mois

the Euro Area', Forsells et Kenny (2002), le document de travail n°163 de la BCE (août), 'Inflation expectations and Inflation Uncertainty in the Eurozone : Evidence from survey data', Arnold et Lemmen (2006) et le document de travail n°1667 du CESIFO.

<sup>3</sup> Les taux implicites anticipés pourraient être calculés à partir des taux au comptant actuels à différentes maturités. Si  $z(t)$  et  $Z(T)$  correspondent aux rendements des obligations d'Etat et  $t$  et  $T$  aux années d'échéance (où  $t < T$ ), le taux implicite anticipé au temps '0' pour la période comprise entre  $t$  et  $T$  est donné par la formule suivante :

$$f(0, t, T) = \left( \frac{(1 + Z(T))^T}{(1 + z(t))^t} \right)^{\frac{1}{T-t}} - 1$$

**Encadré n°2 : Procédures de la BCE**

L'article 18.1 du « *Protocole sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne* » stipule :

*Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accomplir ses missions, la BCE et les banques centrales nationales peuvent :*

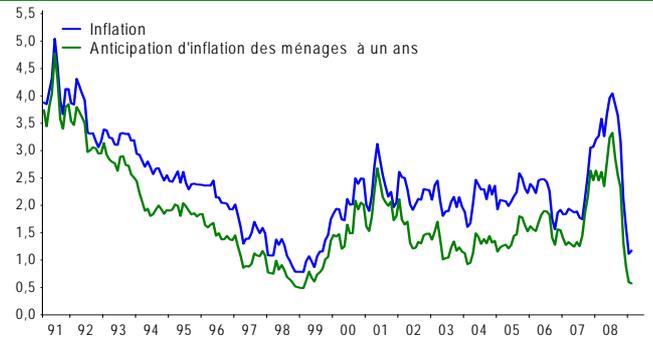
- *intervenir sur les marchés de capitaux, soit en achetant et en vendant ferme (au comptant et à terme), soit en prenant et mettant en pension, soit en prêtant ou en empruntant des créances et des titres négociables, libellés en monnaies communautaires ou non communautaires, ainsi que des métaux précieux ;*
- *effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts.*

La BCE a donc la possibilité d'acheter des instruments négociables sur le second marché. D'autre part, la référence à l'expression 'autres intervenants du marché' suppose la possibilité pour la Banque de prêter directement, vraisemblablement aux entreprises, quoique en contrepartie de sûretés.

*Clause de non solidarité.*

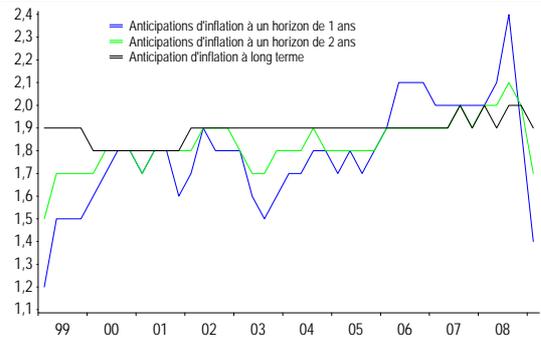
L'article 21 du Protocole détaille le principe de 'non solidarité' énoncé par l'article 101 du TCE qui interdit à la BCE d'acquérir directement des instruments de dette auprès des gouvernements ou d'autres entités publiques. Toutefois, étant donné que les titres d'Etat entrent dans la catégorie plus générale des instruments négociables, la BCE peut en acquérir sur les marchés secondaires. Le rachat d'obligations d'Etat serait néanmoins délicat d'un point de vue politique étant donné que les obligations d'Etat émises par les 16 pays de la zone euro affichent des écarts de rendement qui se sont considérablement accrus au cours des derniers mois.

**Graphique n°5 : perception de l'inflation par les consommateurs**



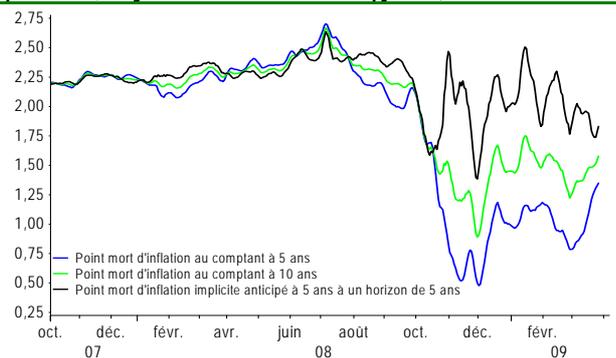
Sources : Eurostat, Commission européenne et BNP Paribas

**Graphique n°6 : enquête des prévisionnistes professionnels**



Source : BCE

**Graphique. n°7 : points morts d'inflation au comptant et implicites (moyenne mobile sur cinq jours)**



Sources : Reuters EcoWin Pro et BNP Paribas

## Focus 2

# Mexique : une économie durement éprouvée mais des amortisseurs plus solides

- A l'instar de la plupart des pays émergents, le Mexique est confronté depuis septembre 2008 à un phénomène global d'aversion au risque qui s'est traduit par une forte dépréciation de sa monnaie, un plongeon de la bourse mexicaine et un élargissement des spreads.
- Même si les politiques monétaires et budgétaires devraient permettre d'atténuer l'impact de la récession dans une certaine mesure, le Mexique devrait faire face à la plus importante contraction du PIB réel de la région et à la pire récession depuis la 'crise Tequila' de 1994-95 en raison de la forte interaction avec l'économie américaine et de l'ampleur de la crise financière internationale.
- Néanmoins, les fondamentaux macroéconomiques du pays semblent plus solides qu'en 1994-95 et 2001-02 grâce à des finances publiques plus saines, à une meilleure position de liquidité extérieure et à un système bancaire intrinsèquement plus solide.

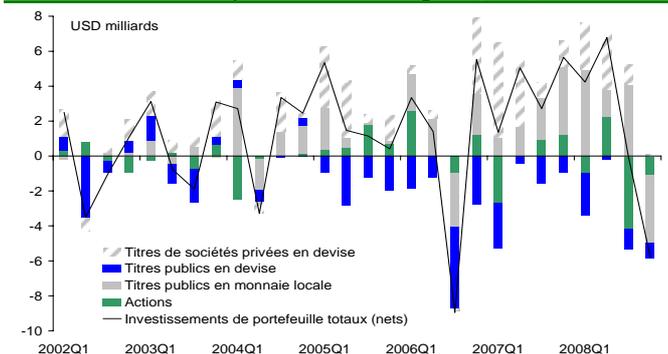
## Le calme avant la tempête

L'intégration progressive du Mexique au sein de la sphère financière internationale, associée à l'intérêt des investisseurs en faveur des marchés émergents a engendré une forte augmentation des investissements de portefeuille au cours des dernières années, plaçant le pays dans une situation de vulnérabilité face aux fluctuations du sentiment du marché. Déterminé à affirmer son indépendance, sa crédibilité et son engagement à combattre l'inflation, la Banque centrale mexicaine (Banxico) a enclenché un cycle de resserrement monétaire en avril 2007 qui s'est traduit par une multiplication par trois de l'écart de rendement entre les fonds investis en peso (MXN) et ceux investis en dollar (USD), générant d'importantes opérations de 'carry-trade' au cours du S1 2008. Les investissements de portefeuille étrangers se sont soldés par des entrées nettes de 11,0 MdUSD au S1 2008 (6,8 MdUSD sur le seul T2 2008), dont la moitié investis en euroobligations émises par des entreprises locales.

En août 2008, les réserves de change ont atteint un montant substantiel de 81 MdUSD, alors que la 'hot money' (c'est-à-dire les investissements étrangers susceptibles d'être rapatriés rapidement dans le cas d'un retournement du sentiment des investisseurs, notamment au Mexique où il n'existe aucun contrôle des capitaux) se sont élevés à près de 200 MdUSD.

Cet afflux de capitaux à court terme, associé à la hausse des cours du pétrole et au fait que l'économie mexicaine semblait à l'époque résister au ralentissement américain, explique l'appréciation de 9 % en termes nominaux du MXN face au USD au cours des sept premiers mois de 2008, s'échangeant à 9.9MXN pour 1USD, son plus haut niveau depuis 2002. Le 25 juillet, le Ministère des finances a ainsi acheté 8 MdUSD (apparemment dans le but de rembourser par anticipation une partie de la dette publique du pays) auprès de la banque centrale, à un taux de change très avantageux. La banque centrale a de son côté suspendu ses opérations de ventes quotidiennes de dollars (32 MdUSD/jour en moyenne) mises en place en 2003 dans le but de limiter l'accumulation des réserves de change et le coût induit par la stérilisation. Ces mesures coordonnées étaient destinées à faire savoir aux marchés que les autorités mexicaines ne souhaitaient pas la poursuite de l'appréciation du MXN.

### Investissements de portefeuille étrangers (nets)



Source : Banxico

## Un changement de paradigme

Le renversement de tendance dans l'évolution du taux de change s'est produit dans le sillage de la baisse des cours du pétrole observée depuis la mi-juillet 2008, alors que l'économie réelle mexicaine (production industrielle, consommation, chômage, crédit bancaire, volume des exportations, transferts de fonds par les émigrés, déficit des comptes extérieurs, etc.), de même que les indices de confiance des entreprises et des ménages ont commencé à subir les conséquences du ralentissement américain (voir ci-après).

La crise financière internationale a durement touché les pays émergents et le Mexique ne fait pas exception. L'IPC, l'indice de référence de la *Bolsa* mexicaine a cédé 26 % depuis début septembre (-35 % depuis début 2008), et la capitalisation boursière s'est contractée, représentant désormais 25 % environ du PIB annuel en dollars, contre presque 50 % en mai 2008. Les actifs en

titres cotés à la *Bolsa* détenus par des non-résidents, qui représentaient près de la moitié de la capitalisation boursière mexicaine début 2008, ont fondu de 30 % au cours du seul mois d'octobre. Les flux d'investissements de portefeuille se sont soldés par des sorties de 5,8 MdUSD au cours du T4 2008.

Le Mexique s'était employé ces dernières années à établir la confiance dans la stabilité du régime de change flottant. Mais le MXN a échappé à tout contrôle et s'est effondré jusqu'à 16 % au cours de la journée du 8 octobre, sa plus mauvaise performance intrajournalière depuis la 'crise Tequila' en 1994-95. En dépit de mesures de sauvetage sans précédent mises en œuvre par les gouvernements du monde entier en vue d'assurer la liquidité sur les marchés interbancaires et de recapitaliser les systèmes bancaires des 'pays développés', sans compter l'intervention massive de Banxico, le MXN s'est déprécié de 36 % face au USD entre début août 2008 et début mars 2009, à 15,5 MXN pour 1 USD, avant de se redresser à 14,3 MXN pour 1 USD le 23 mars 2009.

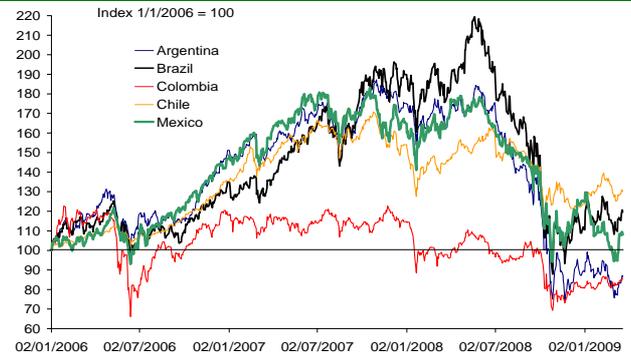
La faiblesse la volatilité de la devise mexicaine ont été exacerbées par le déboucement de positions de dérivés de change prises par des entreprises locales ; celles-ci ayant emprunté massivement en USD pour profiter de l'appréciation du MXN, de la faible volatilité ainsi que de taux d'intérêt américains inférieurs. Selon l'IFI, l'exposition globale aux dérivés de change des entreprises mexicaines avoisinait les 20 MdUSD avant le début de la crise. Apparemment, une vingtaine d'entreprises ont fait état de pertes sur dérivés de change pour un montant de l'ordre de 2,8 MdUSD, dont la société Comerci, troisième distributeur du pays, qui a déposé son bilan après avoir enregistré des pertes de 1,3 MdUSD liées à des opérations de change.

## La réponse des autorités mexicaines

### Des mesures pour soutenir la devise et la liquidité

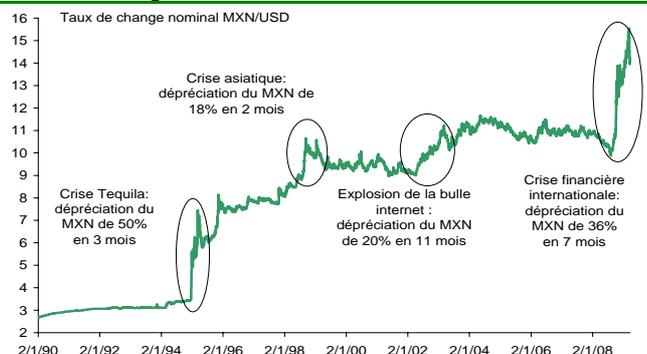
L'impact potentiel de la brusque fluctuation du taux de change sur le bilan des entreprises locales est l'une des raisons qui a incité la banque centrale à intervenir énergiquement. Banxico est intervenue sur le marché des changes pour la première fois depuis septembre 1998 dans le but d'atténuer la volatilité en garantissant l'offre de dollars au moment même où la liquidité s'asséchait sur le marché, en raison, d'une part, de la forte demande des entreprises qui avaient pris des positions sur des dérivés de change et, d'autre part, des remboursements élevés de billets de trésorerie. Banxico a ainsi vendu l'équivalent de 8,5 MdUSD *via* des appels d'offres exceptionnels au comptant entre le 8 et le 10 octobre 2008, et a réintroduit un programme d'appels d'offres quotidiens au comptant d'un montant de 400 MUSD, déclenché lorsque la devise se déprécie de plus de 2 % le jour précédent l'appel d'offre programmé. La banque centrale a modifié son programme d'intervention sur le marché des changes depuis deux semaines ;

## Bourses régionales



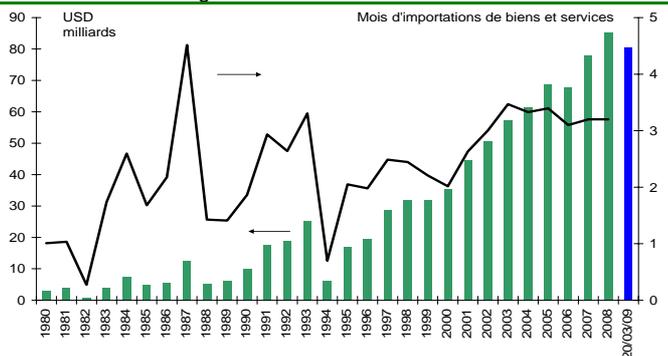
Source : Data Insight

## Taux de change nominal MXN/USD



Source : Banxico

## Réserves de changes



Sources : Banxico, FMI, IIF

elle offre désormais 100 MUSD quotidiennement et a limité l'intervention réglementée à 300 MUSD maximum par jour.

Au final, Banxico a vendu l'équivalent de 20 MdUSD à partir de ses réserves de change depuis le 8 octobre 2008, soit 25 % du total. Mais malgré l'ampleur de ces interventions, les réserves internationales ont modérément diminué grâce aux transferts en provenance du Trésor mexicain et de Pemex, la compagnie

pétrolière publique. Banxico a indiqué que les réserves de change s'élevaient à 80,6 MdUSD le 20 mars 2009. Par ailleurs, la Réserve fédérale américaine a accordé à Banxico une ligne de swap de 30 MdUSD ; un montant supplémentaire de 23,5 MdUSD pourrait être mis à sa disposition *via* la facilité de prêt de liquidités à court terme du FMI.

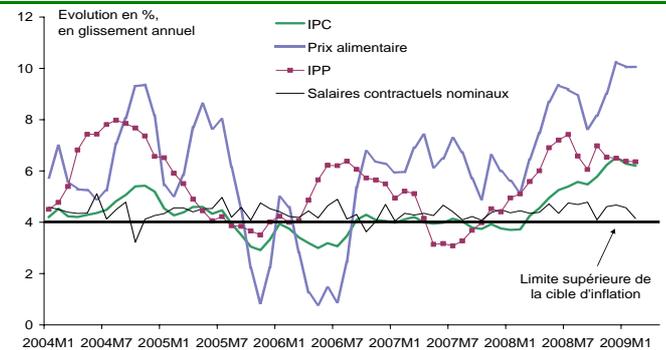
La banque centrale a aussi mis en place un programme de swap de taux d'intérêt à destination des institutions financières nationales et assoupli les règles d'accès au guichet de l'escompte en élargissant l'éventail des actifs admis en garanties comme les obligations d'entreprises, les obligations hypothécaires municipales et les dépôts en dollars. Banxico et le Ministère des finances ont mis en place une stratégie coordonnée destinée à améliorer le bon fonctionnement des marchés financiers locaux, comprenant un arbitrage en faveur des titres de créances à court terme de façon à répondre à la demande pour les obligations d'Etat à court terme, à améliorer la liquidité des obligations d'Etat à long terme et à aplatir la courbe des taux.

Parallèlement, la banque centrale a été confrontée au dilemme classique entre stabilité du taux de change et inflation d'une part et compétitivité et activité économique de l'autre. Les répercussions (*pass-through*) de la faiblesse du taux de change sur l'inflation (l'inflation annuelle a atteint 6,2 % en février 2009, ce qui est bien supérieur à l'objectif de 3,0 %) ont pour l'heure empêché la banque centrale de fixer son taux directeur à un niveau neutre, en d'autres termes de faire coïncider le taux directeur réel avec le taux de croissance réel de l'économie. Néanmoins, étant donné que les risques pesant sur la croissance sont de plus en plus pregnants, la banque centrale a engagé un cycle d'assouplissement monétaire. Le taux directeur (TdF) a été assoupli de 50 pb en janvier, 25 pb en février et 75 pb en mars, à 6,75 %. Banxico considère désormais que les risques inflationnistes sont orientés à la baisse en dépit des pressions à court terme et devrait donc annoncer de nouvelles baisses de taux dans les mois à venir.

## Mesures en faveur de l'activité

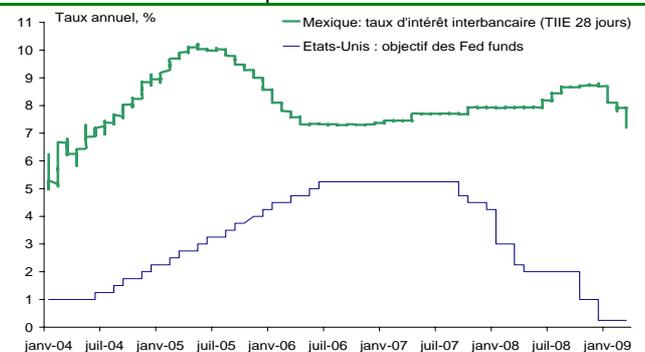
En octobre, le congrès a adopté une version modifiée du budget 2009 qui intègre un plan d'urgence destiné à soutenir l'activité économique et l'emploi. Le nouveau budget a été augmenté de 200 MdMXN et prévoit un déficit budgétaire de 1,8 %, (contre un budget à l'équilibre dans sa première mouture). Par ailleurs, le congrès a approuvé l'emprunt de 380 MdMXN (contre 295 MdMXN initialement) sur le marché domestique et de 5 MdUSD (contre 500 MUSD seulement) sur les marchés financiers internationaux. Parallèlement, le gouvernement a annoncé une série de mesures d'un montant de 208 MdMXN parmi lesquelles l'octroi de prêts hypothécaires par l'intermédiaire de la *Sociedad Hipotecaria Federal* (SHF), des garanties d'emprunt destinées à aider les entreprises locales à refinancer leur dette commerciale *via* les banques de développement Bancomext et Nafin, des prêts aux municipalités et aux gouvernements locaux par l'intermédiaire de

## IPC, IPP et croissance des salaires



Source : Banxico

## Taux d'intérêts au Mexique et aux États-Unis



Sources : Banxico, Réserve fédérale américaine

Banobras, la banque dédiée au développement des infrastructures, ainsi que le financement des entreprises engagées dans des projets d'infrastructure.

Le gouvernement a dévoilé en janvier 2009 un deuxième plan de relance budgétaire ; celui-ci reflète davantage une réorientation des priorités en termes de dépenses plutôt qu'un réel effort budgétaire supplémentaire. Parmi les 25 mesures que comporte le plan, figurent l'extension des allocations de chômage, le soutien aux ménages à bas salaire et aux petites et moyennes entreprises, *via* une baisse des tarifs énergétiques et l'accès élargi au crédit, ainsi que le renforcement du programme d'infrastructures pour 2009.

## Évaluation de l'ampleur et des conséquences de la crise actuelle

### Une forte corrélation avec le cycle économique des États-Unis

Une analyse comparative des cycles économiques du Mexique et des États-Unis au cours des vingt dernières années, à partir des

taux de croissance en moyenne mobile sur cinq ans, indique que les deux pays ont eu des évolutions économiques complètement distinctes jusqu'à la crise mexicaine de 1994-95. A l'inverse, suite à la création de l'ALENA, les performances économiques des deux nations se sont progressivement rapprochées, même si le cycle mexicain demeure plus heurté et volatil.

Cette synchronisation économique procède naturellement de l'importance des échanges commerciaux entre les deux pays, les États-Unis représentant quasiment l'unique partenaire commercial du Mexique, avec 80 % des exportations de ce dernier.

Ce constat corrobore l'idée d'une forte intégration des processus de production américain et mexicain, organisé autour d'une « division du travail » basée notamment sur la sous-traitance d'une partie de la production américaine par les *maquilas* mexicaines ; d'où l'importance des échanges intra-industrie et des biens intermédiaires et d'équipement dans les exportations mexicaines. De façon plus surprenante, cette conclusion s'applique aussi au secteur des services, les « non-tradable », intuitivement considérés comme faiblement exposés à un choc d'offre ou de demande aux États-Unis. Ces résultats suggèrent donc l'existence d'importants « spillover effects » des exportations sur le reste de l'économie mexicaine (pour davantage de détails, voir Conjoncture, mars 2008, *Un Mexique toujours exposé, mais moins vulnérable*).

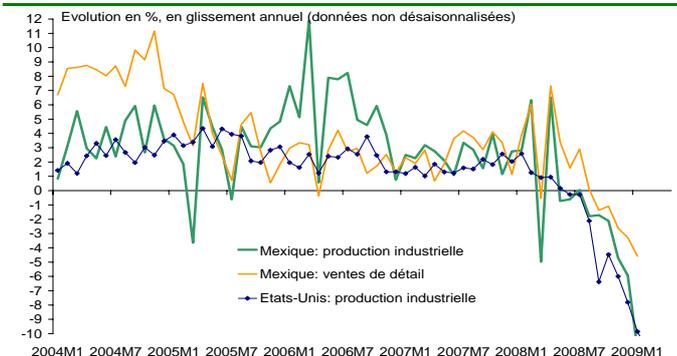
En outre, les liens entre les deux économies dépassent largement la simple intégration des échanges commerciaux. Les transferts de fonds des Mexicains émigrés - principalement aux États-Unis, qui comptent plus de 10 millions de résidents d'origine mexicaine -, sont devenus un facteur crucial de stabilité macroéconomique du pays depuis dix ans, mais dont le rôle va bien au-delà d'une simple contribution à la consolidation des comptes extérieurs et au dynamisme de la consommation intérieure. L'importance des *remesas* stigmatise une émigration massive - à l'origine de tensions diplomatiques entre les deux pays compte tenu de l'importance de l'émigration clandestine - considérée comme une « soupape de sécurité » apaisant les tensions sociales dans un pays où les opportunités d'emploi offertes à une grande frange de la population faiblement éduquée et pauvre restent limitées.

## Une « économie réelle » en souffrance

Compte tenu de l'intensification de la crise financière internationale et du ralentissement de l'économie américaine depuis octobre 2008, les autorités mexicaines ont admis que leur pays subirait une récession majeure en 2009, Banxico prévoyant à présent une contraction de l'activité comprise entre 0.8% et 1.8% en rythme annualisé.

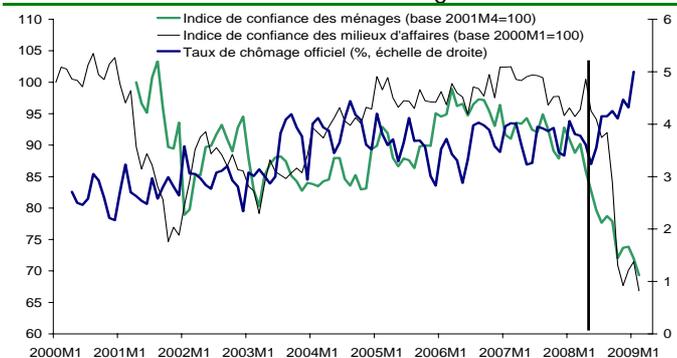
Sur le plan technique, le Mexique est déjà en récession, puisque son PIB réel s'est contracté de respectivement 0,5 % et 0,8 % aux troisième et quatrième trimestres 2008 d'un trimestre sur l'autre. Les volumes d'exportations ont chuté de 8,8 % en glissement annuel au quatrième trimestre, tandis que ceux des importations

## Production industrielle et ventes de détail



Sources : Inegi, Réserve fédérale américaine

## Indices de confiance et taux de chômage



Source : Banxico

reculaient de 7,7 %. La production industrielle a diminué pour le septième mois consécutif en janvier 2009. Toutes les composantes de l'industrie ont enregistré une croissance négative et le décrochement de -11,1 % enregistré en glissement annuel en janvier représente la plus forte baisse depuis mi-1995. L'industrie automobile, sans doute le secteur le plus intégré à la chaîne de production américaine, s'est effondrée de 51% en rythme annuel en janvier. Dans le même temps, le secteur pétrolier du pays a poursuivi son inexorable déclin, la production et les exportations de pétrole brut chutant de respectivement 9% et 17% en volume en 2008. En ce qui concerne le secteur de la construction (-8,5 % en glissement annuel en janvier), l'impact de la crise économique actuelle dépendra des capacités du gouvernement à mettre en œuvre son programme d'infrastructures.

Malgré la dégradation de la confiance des entreprises, l'investissement a légèrement progressé, de 0,6 % en glissement annuel au quatrième trimestre, tandis que la consommation privée abandonnait 1,3 %. La forte diminution des ventes de détail, ainsi que la contraction du secteur tertiaire, procèdent de la restriction de l'accès au crédit et de la hausse du chômage qui pèsent sur le moral des ménages. En outre, la réduction des transferts de fonds de la part des travailleurs émigrés (-3,6 % en 2008) s'est accélérée.

Les *remesas* ont chuté de 12 % en glissement annuel en janvier, soit l'une des plus fortes baisses jamais enregistrées. Ce phénomène met le doigt sur la pression à laquelle sont soumis les travailleurs mexicains aux États-Unis et sur les problèmes potentiels que cela suppose en termes de montée du chômage et de troubles sociaux au Mexique si de nombreux émigrés décidaient de rentrer dans leur pays.

## La leçon des crises précédentes

### 1994-95 : le cas-type d'une crise de la balance des paiements

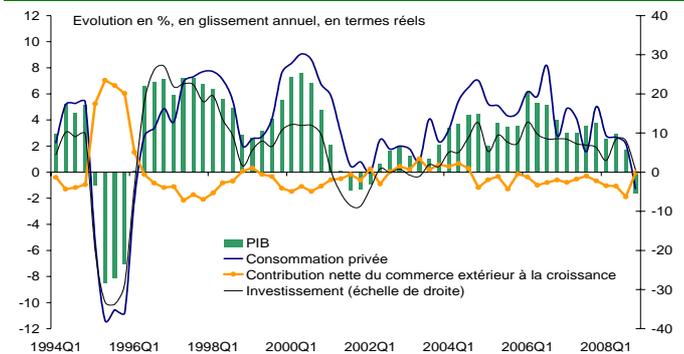
Au cours des vingt dernières années, le Mexique a engagé un processus de libéralisation économique et financière avec comme point d'orgue l'entrée dans l'ALENA en 1994. Ses changements structurels rapides et le vent d'optimisme sur les perspectives de croissance du Mexique ont été des vecteurs de la crise économique et financière de 1994-95. Les sorties massives de capitaux qui avaient afflué dans le pays depuis la fin des années quatre-vingt, ainsi que le « credit crunch », marquant un coup d'arrêt à plusieurs années d'expansion non contrôlée du crédit alloué par un secteur bancaire fragile, ont amplifié la crise de la balance des paiements courants

L'accumulation de déficits commerciaux importants a rendu le régime de change fixe d'autant moins soutenable que les États-Unis ont commencé à resserrer leur politique monétaire. Des sorties massives de capitaux, qui avaient afflué dans le pays depuis la fin des années 1980, combinées à un resserrement du crédit, qui a subitement mis fin à plusieurs années de développement incontrôlé des prêts, ont amplifié les pressions sur la balance des paiements. Compte tenu de la fragilité du secteur bancaire mexicain, les autorités locales ont été incapables de prendre les mesures appropriées pour soutenir le peso (notamment une augmentation des taux d'intérêts). Dans ces conditions, l'émergence de tensions sociopolitiques majeures en 1994 (année électorale), cumulée à l'épuisement des réserves de change, a déclenché une crise de liquidité marquée par une chute du PIB réel de 6,2 % en 1995 et par une dépréciation de 50 % du MXN en trois mois. Le support financier accordé alors au Mexique par les États-Unis, directement ou *via* le FMI, est estimé à près de 40 MdUSD. Dès 1996, la croissance du PIB réel mexicain a rebondi à +5,1%, soutenue par des exportations dynamiques profitant d'une monnaie faible.

### 2001-02 : un choc de l'offre venu des États-Unis combiné à une politique budgétaire procyclique

L'analyse précédente des liens étroits entre les économies du Mexique et des États-Unis permet de comprendre dans une certaine mesure le ralentissement économique de 2001-02, qui fut plus marqué au Mexique qu'aux États-Unis du fait de l'origine et de la nature de la crise. Celle-ci procédait d'un choc de l'offre aux États-Unis après l'accumulation de capacités de production excédentaires

## Croissance économique et composantes



Source: Inegi

pendant la période euphorique de la bulle technologique. Après une année exceptionnellement dynamique en 2000, les volumes d'exportation mexicains se sont contractés de 3,5 % en 2001, tandis que les volumes d'importation américains reculaient de 2,7 %. La même année, la production et l'investissement industriels mexicains chutaient de respectivement 5,9 % et 5,6 %, contre des baisses de 6 % et 1,8 % aux États-Unis. Au final, l'économie mexicaine n'a pas été considérablement plus touchée que celle de son grand voisin (-0,2 % contre +0,8 % en 2001), mais il lui a fallu plus de temps pour se redresser (+0,8 % contre +1,6 % en 2002). Les différences de gravité et de durée de la crise entre les deux pays mettent en avant l'incapacité du gouvernement mexicain de l'époque à adopter, contrairement aux États-Unis, une politique budgétaire contracyclique pour soutenir la croissance.

### Depuis 2008 : une grave crise financière et économique mondiale née aux États-Unis, mais des fondamentaux macroéconomiques plus solides

En 1994-95, la crise procédait largement de déséquilibres et de faiblesses endogènes à l'économie mexicaine, alors que la crise actuelle apparaît largement d'origine exogène et pourrait par conséquent s'avérer moins sévère. Compte tenu de l'ampleur des chocs externes et de la corrélation entre la conjoncture au Mexique et le cycle économique des États-Unis, notre scénario central table sur une contraction de 3 % du PIB réel en 2009, soit la récession la plus sérieuse depuis 1995. Nous estimons cependant que la crise actuelle pourrait durer plus longtemps que les deux précédents épisodes de ralentissement économique, avec un très léger redressement de l'économie mexicaine de +0,5 % en 2010.

De fait, en raison de la chute de la demande mondiale, les exportations mexicaines ne devraient pas repartir rapidement à la hausse, contrairement à ce qui s'était passé au milieu des années 1990. En outre, le biais contracyclique de la politique budgétaire ne devrait avoir qu'une couverture limitée. Les deux plans de relance devraient engendrer une dynamique de l'ordre de 2,0-2,5 % du PIB sur plusieurs années, sans impact majeur sur la croissance en

2009. Dans le meilleur des cas, cela permettra de modérer la contraction de l'investissement.

Quoi qu'il en soit, outre la nature mondiale de la récession actuelle, plusieurs caractéristiques différencient la situation présente du Mexique de celle des crises précédentes, et le pays devrait probablement mieux résister aux troubles financiers récents et aux difficultés économiques actuelles :

i/ La qualité de crédit des entreprises mexicaines suscite des préoccupations, devant amortir un montant significatif de dette extérieure en 2009 et étant exposées à une récession mondiale sérieuse et durable. Cependant, le risque systémique de crédit est atténué par la relative stabilité du système bancaire mexicain, caractérisé par un bon niveau de capitalisation, par un ratio prêts/dépôts relativement modéré malgré la forte progression du crédit intérieur, par un pourcentage de créances douteuses encore peu élevé, par d'importantes provisions et, enfin, par le fait que les filiales des banques étrangères (65% des capitaux propres du système bancaire sont détenus par des investisseurs étrangers) ne sont pas dépendantes des lignes de financement des sociétés mères. Au total, les mesures dévoilées par le gouvernement à ce jour ne prévoyaient pas d'aide au système bancaire, qui est actuellement en mesure d'absorber les chocs, contrairement à 1995, lorsque sa fragilité n'avait fait qu'exacerber la crise.

ii/ Au cours des deux crises majeures qui ont touché le Mexique au cours des 25 dernières années – la crise de solvabilité de la dette souveraine au début des années 1980 et celle de la balance des paiements en 1994-95 – le secteur public a joué un rôle central de catalyseur. Ces dernières années, la situation des finances publiques s'est considérablement améliorée. La politique budgétaire restrictive adoptée depuis la fin des années 1990 a contribué à stimuler la confiance des investisseurs internationaux et amélioré la stabilité macroéconomique du pays. Il est évident

que le solde budgétaire passera dans le rouge cette année, mais la liquidité du secteur public n'est pas en jeu, du moins à court terme, grâce à un accès toujours relativement aisé au marché obligataire international et au marché local (soutenu ces dernières années par le développement des fonds de pension domestiques), mais aussi au montant des réserves de change officielles et à la couverture contre la baisse des cours du pétrole mise en place par le gouvernement en juillet 2008.

iii/ En raison de la dégradation attendue de la balance commerciale, de la diminution des transferts de fonds et de l'assèchement des flux de capitaux (IDE, investissements de portefeuille et crédit syndiqué), la couverture des besoins de financement de 2009 se traduira probablement par une diminution des réserves de change officielles. En outre, les capitaux spéculatifs restent très importants. Nous estimons toutefois qu'une crise de la balance des paiements associée à une chute libre de la monnaie nationale est peu probable ; en effet, le déficit courant actuel reste tout à fait maîtrisable et, en cas d'extrême urgence, le pays pourra recourir à sa ligne de swap avec les États-Unis et à la facilité à court terme accordée par le FMI.

Demeurent toutefois de nombreuses faiblesses et incertitudes. Le Mexique est considéré comme une démocratie formelle, basée sur des institutions politiques relativement solides. Des incertitudes politiques pourraient cependant se faire jour suite aux élections de mi-mandat en juillet 2009 que le parti du Président Calderon est en passe de perdre. La guerre sanglante menée contre et entre les cartels de la drogue est notamment devenue une source de graves préoccupations, le crime organisé et la corruption généralisée qui en découle menaçant l'état de droit au Mexique. A moyen terme, la réforme budgétaire n'a pas réussi à élargir l'assiette fiscale et, surtout, l'avenir du secteur énergétique est particulièrement inquiétant en raison de la forte dépendance des recettes fiscales liées aux prix du pétrole.

## Focus 3

### Japon : les *Flow of Funds accounts* du quatrième trimestre 2008

- Les *Flow of Funds accounts* du T4 08 montrent que la crise mondiale touche en premier lieu les entreprises et les ménages, dont la richesse financière se contracte de façon marquée.
- En dépit de la tourmente économique et financière, l'ensemble des actifs financiers détenus par les banques a continué de croître au T4 2008, malgré la baisse rapide de leurs profits.

#### Sayonara

L'économie nipponne s'est effondrée au T4 08, après déjà deux trimestres de repli de l'activité. Le PIB s'est contracté de 3,2% t/t, entraîné à la baisse par la chute de l'investissement et des exportations, étroitement corrélés à la demande mondiale. Dans ce contexte, les entreprises et les ménages sont les premiers touchés par la crise. La reprise économique ne sera que très progressive à partir du second semestre 2010. Nous prévoyons une contraction du PIB de près de 7% en 2009.

#### Revers de fortune

L'encours d'actifs financiers détenus par les ménages s'est contracté au T4 08, pour le cinquième trimestre consécutif (-5,7% g.a.).

Seule la part des liquidités et dépôts dans leur portefeuille a continué de progresser (+0,9% g.a.). Les comptes bancaires ou assimilés (comptes à vue et comptes à terme) représentaient plus de la moitié des leurs actifs financiers au T4 08 (55,1%). La montée des incertitudes économiques, financières mais aussi politiques, explique l'attitude extrêmement prudente des ménages.

La décomposition par secteur d'allocation du portefeuille d'actifs financiers détenu par les particuliers montre que leurs placements en actions ont plongé au T4 08 (-40,2% g.a. après -42,6% au T3 08 et -37,6% au T2 08). Cette chute au quatrième trimestre correspond à celle de la Bourse de Tokyo (plus de 40% sur un an). Globalement, les placements en actions représentaient à peine plus de 6% (6,1%) du total des actifs financiers détenus par les ménages au T4 2008, contre environ 10% au T4 2007 et 13% un an plus tôt. Parallèlement, la part des instruments de taux a, elle aussi, diminué pour s'établir à environ 6%, en dépit du *rally* obligataire observé au quatrième trimestre. En effet, le rendement du JGB's à 10 ans s'est établi en fin d'année autour de 1,20%, perdant près de 30 points de base par rapport à 2007. Enfin, les

produits d'assurance et de retraites complémentaires sont restés quasiment inchangés au T4 08 par rapport à l'année dernière (-0,2% g.a.). Au quatrième trimestre, ils représentaient plus du quart de l'ensemble des actifs financiers détenus par les ménages (27,9%), comme aux Etats-Unis.

Tableau 1 : Actifs financiers des ménages

| 1 000 mds de yens                                | 2007  | T3 08 | T4 08 |
|--|-------|-------|-------|
| Liquidités et dépôts                             | 784,4 | 778,7 | 791,5 |
| % total  | 50,8  | 53,1  | 55,2  |
| g.a.   | +0,9  | 1,1   | 0,9   |
| Actifs autres que actions et titres de propriété | 116,1 | 101,9 |       |
| % total  | 7,5   | 6,9   | 6,3   |
| g.a.   | +11,9 | -12,8 | -21,1 |
| Actions et titres de propriété                   | 145,5 | 106,7 | 87,0  |
| % total  | 9,5   | 7,3   | 6,1   |
| g.a.   | -26,7 | -42,6 | -40,2 |
| Assurances et retraites complémentaires          | 401,7 | 402,0 | 400,9 |
| % total  | 26,4  | 27,7  | 27,9  |
| g.a.   | +1,2  | -0,3  | -0,2  |

Source : BoJ – Flow of Funds Accounts T4 2008

#### Les banques échappent encore à la tourmente

En dépit de la tourmente économique et financière, l'ensemble des actifs financiers détenus par les banques a continué de croître au T4 08, en hausse de 0,4% g.a. La décomposition de leurs portefeuilles d'actifs (cf. tableau 2) montre que les banques japonaises ont privilégié une gestion prudente, contribuant au mouvement généralisé de « *flight to quality* ». Ainsi, la part des instruments de taux a-t-elle encore progressé d'une année sur l'autre, bien qu'à un rythme nettement ralenti par rapport aux trimestres précédents (+4,5% g.a., par rapport à +65% en moyenne sur les trois trimestres précédents). Elle représente désormais plus de 29% du total de leur actif au T4 08. Par ailleurs, l'encours de prêts bancaires accordés a augmenté de 3,1% g.a. au T4 08 (ceux consentis aux ménages et aux entreprises privées non financières représentent près des trois quarts de l'encours total). A cet égard, il faut noter que la crise financière a amené les entreprises, les grandes entreprises, à recourir de façon accrue au financement intermédié. Les prêts bancaires, qui leur ont été accordées, toutes tailles confondues, ont progressé de 11,5% g.a. au T4 08. Pourtant, les entreprises estiment que les conditions d'octroi de crédits se sont nettement resserrées sur la période, et leur sont désormais défavorables. En effet, le Tankan de décembre témoignait dans ce sens. L'indice de diffusion relatif aux conditions de crédits aux entreprises, était repassé sous

zéro, pour la première fois depuis 2003, s'établissant à -6. Paradoxalement, c'est pour les grandes entreprises que la dégradation des conditions a été la plus importante. Leur indice est passé de +13 à -4.

Par ailleurs, les profits nets des six principaux établissements bancaires ont chuté au T4 08. Un fois consolidés, entre avril et décembre 2008, ils auraient reculé d'environ 80% par rapport à l'année précédente, pour s'établir à 135 milliards de yens. La hausse rapide des faillites d'entreprises (près de 30% g.a.) a entraîné une forte progression des créances douteuses, principalement dans le secteur de la construction et de l'immobilier. En outre, le repli des marchés boursiers a contribué au recul des commissions de courtage sur actions et à l'enregistrement d'importantes moins-values sur les portefeuilles. Enfin, les valeurs bancaires cotées sur le Nikkei ont fortement baissé au quatrième trimestre, chutant de plus de 40% par rapport à l'année dernière.

## Les entreprises en crise

Les entreprises privées non financières ont continué de conserver un montant de liquidités important au quatrième trimestre. Ces dernières dépassaient 24% du total de leurs actifs financiers, signe de prudence, dans un contexte de contraction marquée de la demande étrangère pour les produits japonais à forte valeur ajoutée.

Plus généralement, les actifs financiers détenus par les entreprises privées non financières se sont contractés de 6% t/t et d'environ 14% en g.a. au quatrième trimestre. Ce repli s'explique principalement par la baisse de leur valorisation aux prix de marché. Ainsi, leur portefeuille actions a-t-il reculé de près de 37% d'une année sur l'autre, illustrant la chute de même ampleur du Nikkei. La part des instruments de taux est restée quasiment inchangée d'un trimestre sur l'autre, autour de 4%.

**Tableau 2 : Actifs financiers des banques**

| 1 000 mds de yens                                | 2007  | T3 08 | T 408 |
|--|-------|-------|-------|
| Prêts  | 649,5 | 656,9 | 669,4 |
| % total  | 44,2  | 45,4  | 45,3  |
| g.a.   | 3,2   | 3,6   | 3,1   |
| Actifs autres que actions et titres de propriété | 414,3 | 413,3 | 432,9 |
| % total  | 28,2  | 28,9  | 29,3  |
| g.a.   | 62,5  | 68,3  | 4,5   |
| Actions et titres de propriété                   | 68,0  | 51,0  | 37,0  |
| % total  | 4,6   | 3,6   | 2,5   |
| g.a.   | -20,5 | -28,5 | -45,6 |
| Actifs étrangers                                 | 59,8  | 50,8  | 47,5  |
| % total  | 4,1   | 3,6   | 3,2   |
| g.a.   | 0,7   | -10,9 | -20,7 |

Source : BoJ – Flow of Funds Accounts T4 2008

**Tableau 3 : Actifs financiers des entreprises privées non financières**

| 1 000 mds de yens                                | 2007  | T3 08 | T 408 |
|--|-------|-------|-------|
| Liquidités et dépôts                             | 190,6 | 190,0 | 190,7 |
| % total  | 19,7  | 21,5  | 24,2  |
| g.a.   | -0,5  | -1,4  | 0,1   |
| Actifs autres que actions et titres de propriété | 32,8  | 27,9  | 33,2  |
| % total  | 4,3   | 4,1   | 4,2   |
| g.a.   | 5,4   | -12,9 | -15,9 |
| Actions et titres de propriété                   | 246,6 | 189,9 | 154,6 |
| % total  | 27,0  | 22,7  | 19,6  |
| g.a.   | -27,6 | -42,3 | -37,3 |
| Dont actions                                     | 113,5 | 87,5  | 74,3  |
| % total  | 12,4  | 10,5  | 9,4   |
| g.a.   | -9,2  | -27,0 | -34,5 |

Source : BoJ – Flow of Funds Accounts T4 2008

## Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

### Etats-Unis

*A suivre du 30 mars au 3 avril*

En février, l'indice de **confiance des ménages** du **Conference Board** a lourdement chuté (de 37,4 à 25,0) et atteint un nouveau point bas historique (la série étant disponible depuis 1967). Un redressement à un niveau un peu moins déprimé en **mars** paraît probable, tant cette chute est sévère (35 attendu, chiffre diffusé le 31 mars – un tel chiffre constituerait encore le deuxième plus bas niveau historique). La présentation du plan Geithner, les mesures supplémentaires prises par la Réserve fédérale (achats de bons du Trésor) et le redressement des marchés actions ont, entre autres, pu soutenir les anticipations des ménages dans la deuxième partie du mois de mars. A contrario, les nouvelles en provenance du marché du travail n'indiquant aucune amélioration, le jugement des ménages sur ce point risque de se dégrader davantage.

En février, l'**indice PMI** tiré de l'enquête ISM dans le secteur manufacturier est resté à peu près inchangé (35,8 après 35,6), consolidant ainsi le gain enregistré en janvier. Pour autant, la situation du secteur manufacturier ne semble pas s'être améliorée de façon solide. La demande mondiale pour les biens manufacturés continue, en particulier, à se contracter à un rythme rapide. Les premières indications portant sur le mois de mars, issues des enquêtes régionales de la Fed de New York et de la Fed de Philadelphie, ont été négatives dans leur ensemble ; en particulier, les indices traitant des nouvelles commandes ont baissé de façon significative. Le risque existe donc que l'indice PMI s'effrite de nouveau en **mars** (33,5 attendu, chiffre diffusé le 1<sup>er</sup> avril).

En février, l'**indice NMI** tiré de l'enquête ISM dans le secteur non manufacturier a faiblement diminué (de 42,9 à 41,6). Le léger redressement des ventes au détail au début de cette année suggère des conditions un peu moins défavorables sur le front des services aux personnes. Le secteur de la construction semble également un peu moins négativement orienté qu'en fin d'année dernière (rebond des mises en chantier). Dans ce contexte, une légère progression du NMI est envisageable en **mars** (42 attendu, chiffre diffusé le 3 avril). Un tel niveau demeurerait bien entendu cohérent avec une contraction encore sensible de l'activité dans le secteur non manufacturier.

En février, les pertes d'**emplois hors secteur agricole** ont, pour le troisième mois consécutif, dépassé nettement le seuil de 600 000, confirmant la nette détérioration à l'œuvre depuis la fin de l'année dernière. Les indications les plus récentes n'annoncent pas d'amélioration en **mars**: alors que les

évolutions des composantes des enquêtes ISM ayant trait à l'emploi ont été mitigées en février (hausse dans le secteur non manufacturier, baisse dans le secteur manufacturier), les demandes d'allocations chômage hebdomadaires (initiales comme totales) se sont encore accrues en mars. Des pertes d'emplois massives sont donc de nouveau prévisibles (-615 000 attendu, chiffre diffusé le 3 avril). Le taux de chômage devrait en parallèle augmenter de façon sensible (8,5% attendu, après 8,1%).

*Du 20 au 27 mars*

| Commandes de biens durables |          |         |         | EcoFlash |
|-----------------------------|----------|---------|---------|----------|
| Variations en % m/m, cvs    | Décembre | Janvier | Février | 09-120   |
| Nouvelles commandes         | -4,6     | -7,3    | 3,4     |          |
| Sous-jacentes (*)           | -5,9     | -11,3   | 6,6     |          |
| Livraisons                  | -1,5     | -5,2    | -0,5    |          |
| Sous-jacentes (*)           | 0,1      | -8,9    | 0,6     |          |
| Commandes non satisfaites   | -1,5     | -2,0    | -1,3    |          |
| Sous-jacentes (*)           | -2,5     | -3,0    | -1,5    |          |
| Stocks                      | 0,4      | -1,1    | -0,9    |          |
| Sous-jacents (*)            | 0,5      | -0,7    | -0,4    |          |

Source : Census Bureau

(\*) biens d'investissement hors défense et hors aéronautique

| Produit Intérieur Brut    |       |           |           | EcoFlash |
|---------------------------|-------|-----------|-----------|----------|
| Variations en t/t % ann.  | T3 08 | T4 08     | T4 08     |          |
|                           |       | 2ème est. | 3ème est. |          |
| PIB                       | -0,5  | -6,2      | -6,3      |          |
| Consommation privée       | -3,8  | -4,3      | -4,3      |          |
| Dépenses publiques        | 5,8   | 1,6       | 1,3       |          |
| FBCF                      | -5,3  | -21,3     | -22,0     |          |
| équipement et logiciels   | -7,5  | -28,8     | -28,1     |          |
| résidentiel               | -16,1 | -22,2     | -22,7     |          |
| Contributions (pp)        |       |           |           |          |
| Demande intérieure finale | -2,4  | -5,9      | -6,1      |          |
| Variations des stocks     | 0,8   | 0,2       | -0,1      |          |
| Commerce extérieur net    | 1,1   | -0,5      | -0,2      |          |

Source : Bureau of Economic Analysis (BEA)

## Zone euro

*A suivre du 30 mars au 3 avril*

| Revenu et consommation des ménages |          |         |             | EcoFlash |
|------------------------------------|----------|---------|-------------|----------|
| Variations en %m/m, cvs            | Décembre | Janvier | Février     |          |
| Revenu nominal                     | -0,3     | 0,2     | <b>-0,2</b> |          |
| Consommation nominale              | -1,1     | 1,0     | <b>0,2</b>  |          |
| Déflateur (PCE)                    | -0,5     | 0,3     | <b>0,3</b>  |          |
| Déflateur sous-jacent              | 0,0      | 0,2     | <b>0,2</b>  |          |
| Revenu réel                        | 0,2      | -0,1    | <b>-0,6</b> |          |
| Consommation réelle                | -0,6     | 0,7     | <b>-0,2</b> |          |

Source : Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis

| Confiance des ménages - Université du Michigan |         |         |             | EcoFlash |
|--|---------|---------|-------------|----------|
| Indices 1996=100, ncvs                         | Janvier | Février | Mars        |          |
| Indice de confiance                            | 61,2    | 56,3    | <b>57,3</b> |          |
| Conditions actuelles                           | 66,5    | 65,5    | <b>63,3</b> |          |
| Anticipations                                  | 57,8    | 50,5    | <b>53,5</b> |          |

Source : Université du Michigan

| Ventes de maisons |          |         |              | EcoFlash |
|-------------------|----------|---------|--------------|----------|
| Millions, cvs     | Décembre | Janvier | Février      |          |
| Maisons neuves    | 0,37     | 0,32    | <b>0,34</b>  |          |
| %, m/m            | -4,1     | -13,2   | <b>4,7</b>   |          |
| %, g.a.           | -38,2    | -46,1   | <b>-41,1</b> |          |
| Maisons anciennes | 4,74     | 4,49    | <b>4,72</b>  |          |
| %, m/m            | 4,4      | -5,3    | <b>5,1</b>   |          |
| %, g.a.           | -4,8     | -8,6    | <b>-4,6</b>  |          |

Sources : Census bureau - National Association of Realtors

Dans la **zone euro**, l'**indice du climat économique** de la Commission européenne a plongé en février pour atteindre 65,4, un nouveau plus bas historique. Cette évolution suggère que la récession s'aggrave et que la contraction du PIB pourrait être plus importante au T1 2009 qu'au T4 2008. La confiance était particulièrement faible dans le secteur industriel (40% de l'indice), fortement affecté par la crise financière. Face à la baisse de leurs carnets de commande, les entreprises réduisent leur production. Par ailleurs, l'utilisation des capacités est à un plus bas historique. L'indice devrait par conséquent demeurer extrêmement bas en **mars** (diffusion lundi 30 mars). La faiblesse de l'économie pèse sur le marché du travail. Les perspectives d'emploi devraient continuer de reculer, à mesure que les anticipations de croissance diminuent. La montée des craintes liées au chômage continuera de peser sur la confiance des ménages, en dépit du recul de l'inflation. En février, l'**inflation** a interrompue sa baisse, progressant de 0,1 pp à 1,2% après 1,1% en janvier. Néanmoins, cette hausse devrait être seulement temporaire. L'inflation devrait repartir à la baisse dès **mars** (l'estimation flash sera publiée mardi 31 mars). En effet, la contraction de la demande, couplée à la hausse du chômage et aux effets retardés des baisses passées des prix des matières premières, devrait contribuer au recul de l'inflation sous-jacente. Cette tendance serait confirmée au cours des prochains mois. De plus, les effets de base favorables liés aux prix de l'énergie devraient permettre de ramener l'inflation bien en dessous de 1% en mars. Ces effets de base continueront de peser sur l'inflation totale au cours des prochains mois, la conduisant en territoire négatif pendant l'été. Elle rebondirait au quatrième trimestre, lorsque ces derniers joueront en sens inverse.

En **Allemagne**, le **taux de chômage** (mesure nationale) s'est établi à 7,9% en février, en hausse d'un dixième de point pour le troisième mois consécutif. Le nombre de chômeurs a augmenté de 40000, après +59 000 en janvier. La détérioration des conditions sur le marché du travail ne fait que commencer en Allemagne, et une nouvelle progression du taux de chômage, au moins aussi importante que celles enregistrées ces derniers mois, est très probable en **mars** (diffusion mardi 31 mars).

**Du 20 au 27 mars**

| Zone euro - PMI estimations <i>flash</i> |         |         |             | EcoFlash |
|--|---------|---------|-------------|----------|
|  | Janvier | Février | Mars        | 09-116   |
| <i>Secteur manufacturier</i>             |         |         |             |          |
| Indice total                             | 34,4    | 33,5    | <b>34,0</b> |          |
| <i>Secteur services</i>                  |         |         |             |          |
| Indice d'activité                        | 42,2    | 39,2    | <b>40,1</b> |          |
| <i>Indice composite activité</i>         | 38,3    | 36,2    | <b>37,6</b> |          |

Source: Markit Economics

| Allemagne – Enquête IFO        |         |         |             | EcoFlash |
|--------------------------------|---------|---------|-------------|----------|
| <i>Indice base 100 en 2000</i> | Janvier | Février | Mars        | 09-119   |
| Climat des affaires            | 83,1    | 82,6    | <b>82,1</b> |          |
| Situation courante             | 86,8    | 84,3    | <b>82,7</b> |          |
| Anticipations                  | 79,5    | 80,9    | <b>81,6</b> |          |

Source : IFO

| Allemagne - Enquête GfK |         |      |            | EcoFlash |
|-------------------------|---------|------|------------|----------|
| <i>Indice cvs</i>       | Février | Mars | Avril      |          |
| Confiance des ménages   | 2,3     | 2,5  | <b>2,4</b> |          |

Source : GfK

| Allemagne - Prix à la consommation |         |         |      | EcoFlash    |
|------------------------------------|---------|---------|------|-------------|
| <i>Variations en % - ncvs</i>      | Janvier | Février | Mars |             |
| IPC                                | m/m.    | -0,5    | 0,6  | <b>-0,1</b> |
|                                    | g.a.    | 0,9     | 1,0  | <b>0,5</b>  |
| IPCH                               | m/m     | -0,6    | 0,7  | <b>-0,2</b> |
|                                    | g.a.    | 0,9     | 1,0  | <b>0,4</b>  |

Source : Statistisches Bundesamt

| France - Confiance dans l'industrie |         |         |            | EcoFlash |
|-------------------------------------|---------|---------|------------|----------|
| <i>Soldes d'opinion, CVS</i>        | Janvier | Février | Mars       | 09-117   |
| Climat des affaires                 | 73      | 68      | <b>68</b>  |          |
| Production passée *                 | -40     | -49     | <b>-51</b> |          |
| Stocks *                            | 28      | 24      | <b>23</b>  |          |
| Commandes *                         | -55     | -67     | <b>-69</b> |          |
| Persp. perso. de prod. *            | -39     | -46     | <b>-45</b> |          |
| Persp. gén. de prod.*               | -75     | -76     | <b>-70</b> |          |

Source : INSEE \* Pris en compte dans l'indicateur synthétique

| France – Confiance des ménages |         |         |            | EcoFlash |
|--------------------------------|---------|---------|------------|----------|
| <i>Soldes d'opinion, CVS</i>   | Janvier | Février | Mars       | 09-121   |
| Indicateur résumé              | -42     | -43     | <b>-43</b> |          |
| Sit. Financ. perso. future *   | -19     | -20     | <b>-20</b> |          |
| Niveau de vie France futur*    | -58     | -59     | <b>-61</b> |          |
| Opportunité d'acheter *        | -30     | -33     | <b>-29</b> |          |
| Chômage – perspectives         | 82      | 81      | <b>78</b>  |          |
| Prix – perspectives            | -47     | -45     | <b>-50</b> |          |

Source : INSEE. \* Pris en compte dans l'indicateur résumé

| France - Dépenses des ménages en produits manufacturés |          |         |         | EcoFlash    |
|--|----------|---------|---------|-------------|
| <i>Variations en %, CVS-CJO</i>                        | Décembre | Janvier | Février | 09-117      |
| Total  | m/m      | -0,8    | 1,7     | <b>-2,0</b> |
|  | g.a.     | -2,0    | 1,8     | <b>-2,0</b> |
| Biens durables   | m/m      | -0,7    | 2,5     | <b>-0,5</b> |
|  | g.a.     | -2,8    | 5,7     | <b>1,8</b>  |

Source : INSEE

## Japon

*A suivre du 30 mars au 3 avril*

La **production industrielle** avait plongé de 10% m/m en janvier, en baisse pour le quatrième mois consécutif. Elle avait fortement reculé dans le secteur des équipements de transport (-17,4% m/m) et des pièces détachées électroniques (-21,8% m/m), deux branches particulièrement touchées par la récession mondiale. En **février** (diffusion lundi 30 mars), elle devrait avoir de nouveau baissé, toutefois de manière moins marquée. Certains signes permettent d'entrevoir une amélioration progressive de la situation. Les stocks, en particulier, ont reculé de 2% en janvier, baissant pour la première fois depuis août 2008 et annonçant probablement le début d'une phase d'ajustement qui devrait être confirmée en février.

Les **dépenses de consommation de l'ensemble des ménages** ont baissé de 0,8% m/m en termes réels en janvier. En dépit du recul de l'inflation, la détérioration du marché du travail et l'évolution du Nikkei entament la confiance des ménages (elle s'est très légèrement redressée en février à 27,6 après avoir atteint, en décembre, un nouveau plus bas historique depuis 1982, à 26,7). En **février** (diffusion mardi 31 mars), leurs dépenses devraient avoir reculé pour le troisième mois consécutif. Au total, sur l'ensemble de l'année la consommation privée baisserait de plus de 1%.

Le **taux de chômage** est reparti à la baisse en janvier, de 4,3%, son niveau le plus élevé depuis janvier 2006, à 4,1%. 260 000 emplois ont été créés en début d'année, faisant plus qu'absorber la hausse de la population active (150K). Ce rebond devrait toutefois être de courte durée. En **février** (diffusion mardi 31 mars), le taux de chômage devrait être remonté, retournant sur son niveau de décembre 2008. En outre, le **ratio des offres sur demandes d'emploi** continuerait de se dégrader. En janvier, il avait enregistré sa plus forte baisse depuis 1974, pour atteindre 0,67, un plus bas depuis septembre 2003. Il se replie régulièrement depuis dix-neuf mois et se situe sous 1 depuis novembre 2007. En 2009, le taux de chômage devrait s'approcher voire dépasser 5%.

Le **Tankan** de décembre a montré que la confiance des entreprises avait fortement reculé au T4 2008. En effet, l'indice général de confiance des chefs d'entreprises avait baissé de -14 en septembre à -24, atteignant son niveau le plus bas en plus de cinq ans et enregistrant sa plus forte chute depuis dix ans. Au **T1 2009**, l'indice devrait encore se replier davantage (diffusion mercredi 1<sup>er</sup> avril). En effet, la détérioration de la conjoncture touche l'ensemble des entreprises et des secteurs et devrait ramener l'indice non loin de ses plus bas historiques, touché en décembre 1998 (-51).

*Du 20 au 27 mars*

| Prix à la consommation |          |         |         | EcoFlash |
|------------------------|----------|---------|---------|----------|
| Variations en %        |          |         |         | 09-124   |
|                        |          | Janvier | Février | Mars     |
| <b>Tokyo</b>           |          |         |         |          |
| Total                  | m/m, cvs | -0,6    | -0,3    | 0,3      |
|                        | g.a.     | 0,5     | 0,5     | 0,2      |
| Sous-jacent *          | m/m, cvs | -0,7    | -0,1    | 0,3      |
|                        | g.a.     | 0,5     | 0,6     | 0,4      |
| <b>National</b>        |          |         |         |          |
| Total                  | m/m, cvs | -0,6    | -0,3    | nd       |
|                        | g.a.     | 0,0     | -0,1    | nd       |
| Sous-jacent *          | m/m, cvs | -0,6    | -0,1    | nd       |
|                        | g.a.     | 0,0     | 0,0     | nd       |

Source : Cabinet Office, \*: hors produits alimentaires frais

## Data Focus

### Etats-Unis : commandes de biens durables (février)

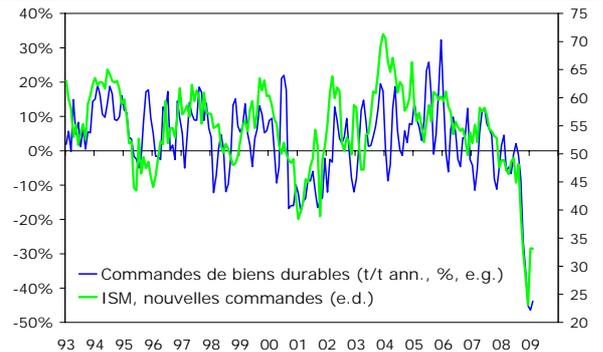
#### Un rebond en février... après un effondrement en janvier

- Après avoir diminué au cours des six mois précédents, les commandes de biens durables ont bondi de 3,4% m/m en février. Cependant, ce large rebond survient après un effondrement en janvier (-7,3% m/m, au lieu de -5,2% annoncé initialement) et le taux d'évolution en glissement annuel reste très fortement négatif (-28,9%).
- La composante de l'enquête ISM portant sur les nouvelles commandes dans le secteur manufacturier est restée à peu près stable en février, à un niveau très modeste (33,1).

- Les livraisons totales de biens durables se sont repliées pour le septième mois consécutif, bien que moins fortement que dans un passé récent (-0,5% m/m).
- Les stocks de biens durables ayant diminué un peu plus fortement que les livraisons (-0,9% m/m), le ratio des stocks aux livraisons est passé de 1,89 à 1,88 d'un mois sur l'autre – le premier repli observé depuis juillet. Si cette évolution est positive, le niveau élevé des stocks étant un frein aux commandes et à la production, elle est pour l'instant peu significative.

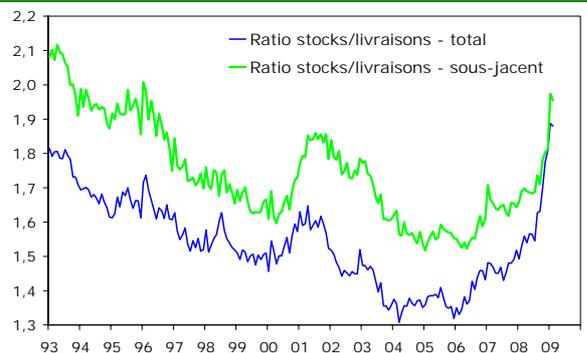
- Les perspectives pour les commandes de biens durables paraissent encore faibles à court terme.
- L'ensemble des déterminants de l'investissement productif restent déprimés en ce début d'année : le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie a rejoint en février son plus bas niveau historique (70,9%) et descendra sans doute en deçà prochainement ; les profits diminuent ; les conditions de crédits restent peu favorables ; l'incertitude quant au calendrier et à l'ampleur de la reprise est forte.

#### 1. Commandes de biens durables et indice ISM sur les nouvelles commandes



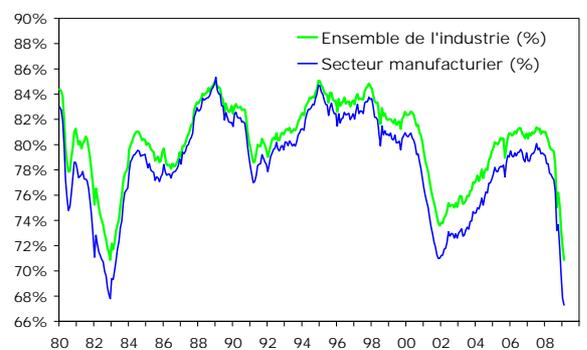
Sources : Department of Commerce, ISM

#### 2. Biens durables : ratio stocks / livraisons



Source : Department of Commerce

#### 3. Taux d'utilisation des capacités



Source : Réserve fédérale

## Nos articles les plus récents

|          |             |       |   |  |
|----------|-------------|-------|---|--|
| MARS     | 20 mars     | 09-12 | Editorial<br>Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2 | La situation financière des agents économiques américains : ruptures<br>Encore une fois, la Fed<br>Banques espagnoles : le risque est surtout interne<br>Etats-Unis : quand l'endettement et la richesse diminuent                                 |
|          | 13 mars     | 09-11 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | Week-ends à Londres<br>Etats-Unis : les ménages au cœur de la récession<br>Australie : entrée tardive en récession   |
|          | 6 mars      | 09-10 | Vue d'ensemble<br><br>Focus 1<br>Focus 2          | La banque d'Angleterre adopte des mesures d'assouplissement<br>quantitatif, la BCE va-t-elle suivre ?<br>Zone euro : dégradation du marché du travail<br>Real brésilien : toujours des risques baissiers, mais beaucoup de<br>chemin parcouru déjà |
| FEVRIER  | 27 février  | 09-09 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | Baisse des taux directeurs en Europe la semaine prochaine<br>L'Europe centrale et les pays baltes dans la tourmente<br>Les banques américaines sous perfusion  |
|          | 20 février  | 09-08 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br><br>Focus 2          | Le Pacte de Stabilité, oui... mais pas tout de suite<br>La Suède et le Danemark sont désormais plus enthousiastes à l'égard<br>de l'Euro<br>Italie : progression continue des dépôts des ménages   |
|          | 13 février  | 09-07 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | Plan Geithner : ne question de prix<br>Pays développés : sombres perspectives 2009<br>Etats-Unis : marché du crédit : des signaux d'enquêtes toujours<br>négatifs  |
|          | 6 février   | 09-06 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | La Banque d'Angleterre devance la BCE<br>Royaume-Uni : sus à la crise<br>Australie : contraction de l'activité et baisse des taux  |
| JANVIER  | 30 janvier  | 09-05 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | En attendant le plan Obama<br>BCE : prochain assouplissement en mars<br>Japon : une fin d'année en berne   |
|          | 23 janvier  | 09-04 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | Yes, the Bank of England can<br>Etats-Unis : la crise fixera l'agenda présidentiel en 2009<br>France : plus faible progression de la consommation des ménages<br>depuis dix ans  |
|          | 16 janvier  | 09-03 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br><br>Focus 2          | Un très mauvais début d'année<br>Allemagne : l'économie s'enfonce dans la récession ; un second plan e<br>relance à la rescousse<br>France : les comptes des sociétés non financières à l'automne 2008   |
|          | 9 janvier   | 09-02 | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br>Focus 2              | Les plans de relance se succèdent<br>BCE : les conditions sont réunies pour de nouvelles baisses de taux<br>Japon : la démographie japonaise et ses conséquences sur le marché<br>du travail   |
| DECEMBRE | 2 janvier   | 09-01 | Editorial<br>Vue d'ensemble                       | Quelles orientations pour la politique économique en 2009 ?<br>Confiance : la litanie des plus bas historiques   |
|          | 19 décembre | 08-50 | Editorial   | Quelques coups de projecteur sur les Fed flow of funds du troisième<br>trimestre 2008  |
|          |             |       | Vue d'ensemble<br>Focus 1<br><br>Focus 2          | Assouplissement quantitatif<br>Etats-Unis : endettement : le secteur privé réduit la voilure, le public<br>compense<br>Japon : les flow of funds accounts du troisième trimestre 2008  |

Nos publications sont disponibles sur [economic-research.bnpparibas.com](http://economic-research.bnpparibas.com)

## Direction des Etudes Economiques

*economic-research.bnpparibas.com*

|  |                                  |  |
|--|----------------------------------|--|
| Philippe d'ARVISENET<br>Chef Economiste  | 01.43.16.95.58                   | <a href="mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com">philippe.darvisenet@bnpparibas.com</a>   |
| ECONOMIES OCDE<br>Philippe d'ARVISENET   |                                  |  |
| Eric VERGNAUD<br>Responsable Economies OCDE<br>Questions structurelles, Marché financier unique      | 01.42.98.49.80                   | <a href="mailto:eric.vergnaud@bnpparibas.com">eric.vergnaud@bnpparibas.com</a>   |
| Caroline NEWHOUSE-COHEN<br>Conjoncture   | 01.43.16.95.50                   | <a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>   |
| ETATS-UNIS, CANADA<br>Jean-Marc LUCAS  | 01.43.16.95.53                   | <a href="mailto:jean-marc.lucas@bnpparibas.com">jean-marc.lucas@bnpparibas.com</a>   |
| JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE<br>Caroline NEWHOUSE-COHEN  | 01.43.16.95.50                   | <a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>   |
| ZONE EURO, ITALIE, MARCHÉ DU TRAVAIL ZONE EURO<br>Clemente De LUCIA                                  | 01.42.98.27.62                   | <a href="mailto:clemente.delucia@bnpparibas.com">clemente.delucia@bnpparibas.com</a>   |
| FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO<br>Frédérique CERISIER  | 01.43.16.95.52                   | <a href="mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com">frederique.cerisier@bnpparibas.com</a>   |
| ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE<br>Frédérique CERISIER                                 | 01.43.16.95.52                   | <a href="mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com">frederique.cerisier@bnpparibas.com</a>   |
| ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE,<br>Philippe SABUCO   | 01.43.16.95.54                   | <a href="mailto:philippe.sabuco@bnpparibas.com">philippe.sabuco@bnpparibas.com</a>   |
| ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS,<br>PREVISIONS A LONG TERME<br>Raymond VAN DER PUTTEN | 01.42.98.53.99                   | <a href="mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com">raymond.vanderputten@bnpparibas.com</a>   |
| ECONOMIE BANCAIRE<br>Laurent QUIGNON<br>Responsable  | 01.42.98.56.54                   | <a href="mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com">laurent.quignon@bnpparibas.com</a>   |
| Céline CHOLET<br>Philippe SABUCO   | 01.57.43.02.91<br>01.43.16.95.54 | <a href="mailto:celine.choulet@bnpparibas.com">celine.choulet@bnpparibas.com</a><br><a href="mailto:philippe.sabuco@bnpparibas.com">philippe.sabuco@bnpparibas.com</a>                   |
| RISQUES PAYS<br>Guy LONGUEVILLE<br>Responsable   | 01.43.16.95.40                   | <a href="mailto:guy.longueville@bnpparibas.com">guy.longueville@bnpparibas.com</a>   |
| François FAURE<br>Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie                                  | 01 42 98 79 82                   | <a href="mailto:francois.faure@bnpparibas.com">francois.faure@bnpparibas.com</a>   |
| ASIE<br>Delphine CAVALIER<br>Christine PELTIER   | 01.43.16.95.41<br>01.42.98.56.27 | <a href="mailto:delphine.cavalier@bnpparibas.com">delphine.cavalier@bnpparibas.com</a><br><a href="mailto:christine.peltier@bnpparibas.com">christine.peltier@bnpparibas.com</a>         |
| AMERIQUE LATINE<br>Sylvain BELLEFONTAINE<br>Valérie Perracino  | 01.42.98.26.77<br>01 42 98 74 26 | <a href="mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com">sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com</a><br><a href="mailto:valerie.perracino@bnpparibas.com">valerie.perracino@bnpparibas.com</a> |
| AFRIQUE<br>Stéphane ALBY<br>Jean-Loïc GUIEZE   | 01.42.98.02.04<br>01.42.98.43.86 | <a href="mailto:stephane.alby@bnpparibas.com">stephane.alby@bnpparibas.com</a><br><a href="mailto:jeanloic.guieze@bnpparibas.com">jeanloic.guieze@bnpparibas.com</a>                     |
| EUROPE DE L'EST<br>Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques<br>Alexandre VINCENT               | 0143.16.95.44                    | <a href="mailto:alexandre.vincent@bnpparibas.com">alexandre.vincent@bnpparibas.com</a>   |
| RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES<br>Anna DORBEC   | 01.42.98.48.45                   | <a href="mailto:anna.dorbec@bnpparibas.com">anna.dorbec@bnpparibas.com</a>   |
| MOYEN-ORIENT – SCORING<br>Pascal DEVAUX  | 01.43.16.95.51                   | <a href="mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com">pascal.devaux@bnpparibas.com</a>   |

## Nos publications [economic-research.bnpparibas.com](http://economic-research.bnpparibas.com)

- Conjoncture traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- Conjoncture Taux Change assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- EcoWeek étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- EcoFlash est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- EcoTV, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmis à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2008). Tous droits réservés