

L'actualité de la semaine

■ **Marchés** : L'arrivée au pouvoir de Barack Obama suscite des espoirs teintés d'une grande prudence. Les marchés attendent des avancées décisives sur deux dossiers, celui du TARP et de l'utilisation des 350 milliards de dollars restants et celui du plan de relance budgétaire, chiffré actuellement à 825 milliards de dollars sur deux ans. Dans l'intervalle, ils broient du noir, inquiets des mauvais résultats bancaires du quatrième trimestre 2008 et de la dégradation brutale de la conjoncture en fin d'année dernière. Les bourses clôturent la semaine sur une note résolument négative, tirées vers le bas par les valeurs bancaires. La remontée de l'aversion pour le risque profite au dollar qui termine la semaine en dessous des 1,30 contre euro. La livre sterling poursuit quant à elle sa glissade (1,36 contre USD en fin de semaine) sur fond de marasme économique et d'appels à une nationalisation des grandes banques anglaises (cf. page 3). Les marchés obligataires n'ont pas profité de ce mouvement de fuite vers la qualité, les investisseurs s'inquiétant de l'offre abondante de titres publics découlant de la profusion des plans de relance budgétaire. Au sein de la zone euro, les spreads souverains se sont écartés brutalement suite à la dégradation de la notation souveraine de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal par Standard & Poor's (cf. page 2). Enfin, des tensions sont réapparues sur les marchés monétaires en dollar, mais la liquidité reste largement excédentaire au niveau global. En zone euro, ceci se traduit par une forte pression baissière sur les taux, en particulier au jour le jour (Eonia), un phénomène renforcé par l'élargissement du corridor de taux autour du refi.

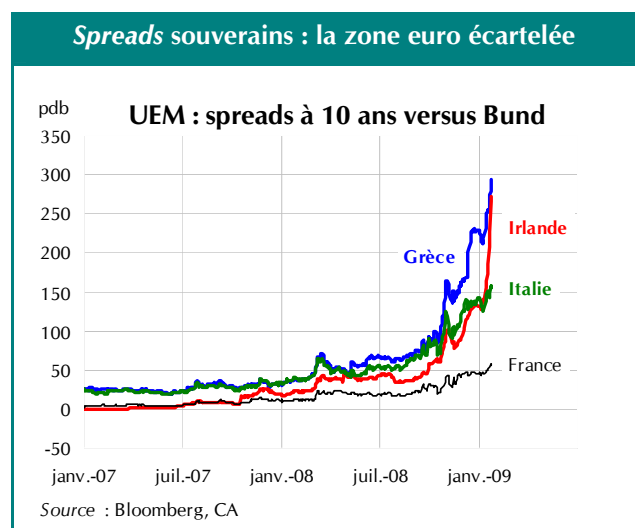
■ **Etats-Unis** : L'actualité conjoncturelle était peu chargée cette semaine. Mais la dégradation des quelques indicateurs publiés est notable. Engagée depuis la fin 2005, la gravité de la récession immobilière n'est plus à démontrer. Et pourtant, les mises en chantier et les permis de construire ont, une nouvelle fois, surpris à la baisse, prolongeant leur chute libre, avec un recul respectif de 16 et 11 % sur le seul mois de décembre (cf. page 5). La semaine prochaine sera dominée par l'immobilier, le FOMC des 27-28 janvier et l'estimation avancée de la croissance au quatrième trimestre 2008. Nous anticipons une contraction du PIB de 5,7 % en rythme annualisé. Côté politique monétaire, les Fed funds étant à zéro (ou presque) pour « un certain temps », tout l'intérêt du FOMC réside dans ce que la Fed donnera comme information sur sa politique de *credit easing* : mode opératoire, objectifs, efficacité, mesures supplémentaires envisageables.

■ **UEM** : Après la chute vertigineuse de la fin d'année dernière, les enquêtes de confiance (PMI, ZEW) se sont légèrement redressées en janvier. Si cette stabilisation des indicateurs avancés se confirme, elle pourrait

suggérer une reprise graduelle de l'activité au second semestre, au moment où les plans de relance commencent à produire leurs effets. C'est le scénario de la Commission européenne, qui a publié ses nouvelles prévisions de croissance cette semaine. La forte révision opérée en quelques mois a pour origine principale la contraction rapide et brutale de l'activité au quatrième trimestre 2008 (-1,5 % t/t selon l'estimation de la Commission) qui, par effet d'acquis, conduit à un chiffre de croissance annuelle très négatif en 2009 (-1,9 %). Dans l'intervalle, les données d'activité restent mauvaises. La consommation française recule de 0,5 % au quatrième trimestre. Le taux de chômage s'envole en Espagne, à 13,9 % au quatrième trimestre. La semaine prochaine, les enquêtes de la Commission européenne et l'indice IFO en Allemagne devraient rester proches de leur point bas. Tout juste peut-on espérer un rebond des anticipations. Nous tablons par ailleurs sur une nouvelle décre de l'inflation en zone euro à 1,3 % en janvier, après 1,6 % le mois précédent (cf. page 6).

■ **Royaume-Uni** : La décre de l'inflation s'accélère, aidée par la baisse du pétrole et par les effets de la récession. D'ailleurs, le PIB réel a reculé de 1,5 % t/t au quatrième trimestre 2008, sa contraction la plus forte depuis 1980. Les dernières déclarations des membres du comité de politique monétaire suggèrent que la BoE devrait bientôt mettre en place une politique monétaire non conventionnelle (cf. page 4).

■ **Pays émergents** : Les signes d'un ralentissement notable de la croissance se multiplient, Chine y compris (cf. page 7).

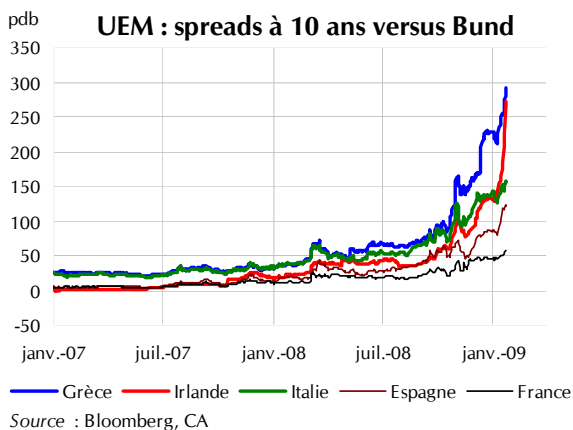


UEM : le grand écart des *spreads* sur obligations souveraines

- Les écarts se creusent dangereusement entre les taux d'intérêt des obligations d'Etat en zone euro.
- La crise de liquidité a entraîné de fortes distorsions sur les marchés du crédit et plus récemment, la détérioration rapide des finances publiques de plusieurs pays a exacerbé les craintes des investisseurs.
- Les niveaux de primes de risque impliquent une probabilité non négligeable de défaut d'un Etat-membre.

Alertes sur le crédit souverain en Europe

Les taux d'intérêt sur les obligations souveraines de plusieurs pays de la zone euro ont commencé à s'écarter rapidement dès le mois de septembre 2008. Ils ont atteint cette semaine des niveaux dix à vingt fois supérieurs à leur moyenne observée depuis la création de l'UEM. Pour la Grèce et l'Irlande en particulier, les investisseurs exigent une prime de risque proche de 3 % par rapport au taux des obligations de l'Etat allemand, considéré comme le taux « sans risque » de référence (cf. graphique).



Cet écartement des *spreads*, sur le marché *cash* comme dérivé, est lié à trois principaux facteurs :

- 1) **La crise de liquidité** a provoqué de fortes distorsions de prix, notamment via la sortie du marché de gros des investisseurs institutionnels, banques et *hedge funds*. Plus généralement, l'aversion pour le risque toujours élevée pénalise tout titre de dette jugé plus risqué que le Bund.
- 2) **Une nette détérioration des finances publiques de plusieurs Etats** liée à la récession, aux plans de relance et aux mesures de soutien au secteur bancaire, qui entraînent baisse des recettes fiscales, hausse des dépenses publiques, et donc dérapage du déficit public et de l'endettement.
- 3) Depuis le 9 janvier, **une succession de dégradations de notations souveraines** par l'agence Standard & Poor's : la Grèce (de A à A-), l'Espagne (de AAA à AA+), le Portugal (de AA- à A+). L'Irlande est avertie. En retour, ces dégradations sont sanctionnées par les marchés et conduisent à un nouvel écartement des *spreads*.

Dégradation des fondamentaux macroéconomiques

Le 19 janvier, la Commission européenne a sensiblement révisé ses projections économiques, en lien avec la dégradation des perspectives de croissance et l'ampleur des mesures budgétaires mises en œuvre. En zone euro, Bruxelles prévoit un déficit public de 4 % du PIB en 2009 et 4,4 % en 2010, soit près du double de

ce qui était prévu à l'automne. Le seuil des 3 % devrait être dépassé dans sept des quinze pays de la zone euro (Espagne, France, Italie, Portugal, Irlande, Grèce et Slovénie).

UEM : prévisions Commission européenne

	Croissance du PIB (%)			Déficit public (% du PIB)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
UEM	0,9	-1,9	0,4	-1,7	-4,0	-4,4
Allemagne	1,3	-2,3	0,7	-0,1	-2,9	-4,2
France	0,7	-1,8	0,4	-3,2	-5,4	-5,0
Italie	-0,6	-2,0	0,3	-2,8	-3,8	-3,7
Espagne	1,2	-2,0	-0,2	-3,4	-6,2	-5,7
Grèce	2,9	0,2	0,7	-3,4	-3,7	-4,2
Irlande	-2,0	-5,0	0,0	-6,3	-11,0	-13,0
Portugal	0,2	-1,6	-0,2	-2,2	-4,6	-4,4

(Source: Commission européenne; 19/01/2009)

Ecartement des *spreads* : quelles implications ?

La conséquence directe de la hausse des taux longs « nationaux » est un renchérissement du coût du refinancement de la dette des pays concernés. Face à la frilosité des investisseurs, les nouvelles émissions se font par ailleurs sur des maturités plus courtes. Cette tendance devrait se prolonger en 2009, entraînant des besoins de refinancement accrus et une nouvelle pression sur les *spreads*.

Plus grave, la hausse des primes de risque est telle qu'elle implique **une perception accrue du risque de défaut d'un Etat de la zone euro par les marchés**. Pour l'Irlande et la Grèce, cette probabilité implicite de défaut atteint 30 % à l'horizon de deux ans. Même pour un pays comme l'Italie dont la notation est maintenue à ce jour, les marchés affectent une probabilité de 20 % à un scénario de défaut à l'horizon de dix ans.

En conséquence, l'hypothèse de la sortie d'un ou plusieurs Etats-membres de l'UEM est devenue moins irréaliste aux yeux des marchés. **Or, même en cas de défaut d'un Etat sur tout ou partie de sa dette souveraine, il est plus probable que celui-ci soit incité à rester dans la zone euro que d'en sortir**. Non seulement les barrières légales semblent difficiles à contourner (le Traité de l'UE ne prévoit pas explicitement de possibilité de sortie), mais surtout le coût économique de la sortie paraît nettement plus élevé que le gain associé à la restauration de la souveraineté monétaire. Enfin, il est très probable que les autres membres de l'UEM et la BCE mettraient tout en œuvre pour éviter un tel scénario catastrophe.

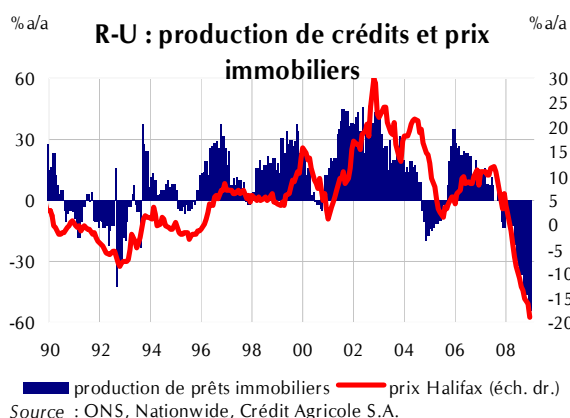
Quoi qu'il en soit, la détérioration des fondamentaux économiques en zone euro rend peu probable un resserrement immédiat des *spreads*. A court terme, leur évolution devrait rester liée à celle des conditions de liquidité sur les marchés.

Plan bancaire anglais : le deuxième round est lancé

- **Credit crunch** persistant et mauvais résultats des banques anglaises ont poussé les autorités britanniques à élaborer un nouveau plan de soutien au secteur bancaire.
- Le plan anglais innove en proposant notamment aux banques d'assurer certains de leurs actifs. L'objectif est toujours le retour de la confiance et le redémarrage des prêts.

■ Le premier plan ne suffit plus

Alors que l'économie britannique confirme son entrée en récession (cf. page 4), force est de constater que **le premier plan de soutien bancaire n'a pas suffi**. Elaboré en octobre, il avait pourtant mis sur la table 50 Mds £ (3,5 % du PIB) pour recapitaliser les banques, auxquels s'ajoutaient 250 Mds £ de garantie sur la dette senior émise par les banques. S'il a permis d'éviter le pire pour les banques en assurant leur solidité, l'activité de crédit n'a pas retrouvé ses niveaux d'avant crise. Les banques étrangères, notamment islandaises, ont limité leurs octrois de prêts dans le pays, sans que les banques locales ne parviennent à compenser ces retraits. La production de *mortgages* en décembre a ainsi baissé de près de 50 % par rapport à l'année précédente. Les prix de l'immobilier poursuivent leur baisse parallèle. Les crédits *corporate* et à la consommation sont également orientés à la baisse, la variation des encours sur un an en novembre n'étant plus en croissance que de respectivement 4 % et 6 %.



■ Les banques anglaises face à une crise sans précédent

Par ailleurs, les résultats des banques au quatrième trimestre ont été affectés par les conditions de marché très difficiles qui ont prévalu sur les trois derniers mois de l'année. Ce contexte financier plus sévère qu'ailleurs, couplé à la récession économique, contraint l'octroi de crédit.

Royal Bank of Scotland (RBS) a ainsi publié un *profit warning* et devient le nouveau détenteur du record de perte annuelle pour une société anglaise. Ses pertes seraient de 22 à 28 Mds £ pour 2008, dont 15 à 20 Mds liés à la dépréciation du *goodwill*, reflétant essentiellement l'écart entre le prix payé lors de l'acquisition de la banque de financement et d'investissement d'ABN Amro en 2007 et sa valeur

aujourd'hui. Le reste des pertes serait dû à 8 Mds £ de dépréciations sur les produits toxiques. Au total, sans dépréciation et hors impôts et exceptionnel, le résultat de RBS est tout juste à l'équilibre sur l'année, les comptes de la banque intégrant aussi 3 Mds £ de provisions sur les crédits *corporate* et 3,5 Mds sur les crédits aux particuliers et aux PME, près du double de l'an passé.

Les autorités ont donc décidé de renforcer une nouvelle fois le capital de RBS en convertissant 5 Mds £ d'actions préférentielles, rémunérées au taux de 12 % par an, en titres ordinaires. A l'issue de cette opération qui vient renforcer les fonds propres durs de la banque, l'Etat sera actionnaire à 70 % contre 58 % aujourd'hui et RBS économisera 600 M £ de dividendes chaque année.

■ La mise en place du nouveau plan devra être rapide

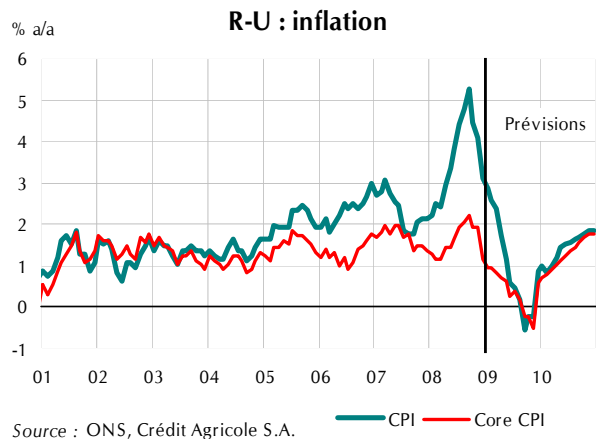
Le plan annoncé par le gouvernement cette semaine doit donc permettre au crédit de repartir alors que le contexte pousserait plutôt naturellement les banques anglaises au *deleveraging*. Le nouveau plan innove sur trois points. La principale mesure consiste en la création d'un système d'assurance de certains actifs, le gouvernement supportant 90 % des pertes au-delà d'un certain seuil à définir. Elle vise à fixer un prix plancher pour ces actifs et à diminuer le risque porté par les banques. La possibilité de rachats directs de titres du secteur privé et la garantie d'ABS (crédits immobiliers mais aussi à la consommation et *corporate*) devraient jouer sur la reprise du crédit. Elles garantissent, d'une part, la liquidité des instruments de dette et, d'autre part, la réouverture du marché de la titrisation, qui est essentiel au financement des banques. Northern Rock et RBS, dorénavant sous contrôle public, devront par ailleurs augmenter leurs prêts, et le gouvernement compte négocier des mesures similaires avec les autres banques. Le plan prolonge également les mesures d'octobre de garantie de la dette senior des banques et de mise à disposition de liquidité par la BoE (*Special Liquidity Scheme*) avec extension des maturités de trente jours à un an.

Le gouvernement doit désormais négocier avec chacune des banques l'application de ces mesures, notamment la définition du seuil au-delà duquel l'Etat supportera 90 % des pertes. Et ce alors que des appels à une nationalisation totale des grandes banques se font entendre. **La rapidité de mise en œuvre de ce second plan sera donc déterminante, même s'il ne pourra qu'atténuer la récession.**

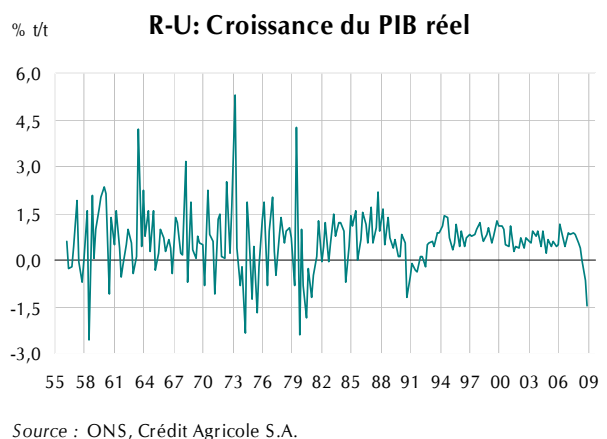
Banque d'Angleterre : vers une politique monétaire non conventionnelle

- La décreue de l'inflation s'accélère, aidée par la baisse du pétrole et par les effets de la récession.
- Le PIB réel a reculé de 1,5 % t/t au T4 2008, soit sa contraction la plus forte depuis 1980.
- Les dernières déclarations des membres du comité de politique monétaire (MPC) suggèrent que la Banque d'Angleterre (BoE) devrait bientôt mettre en place une politique monétaire non conventionnelle.

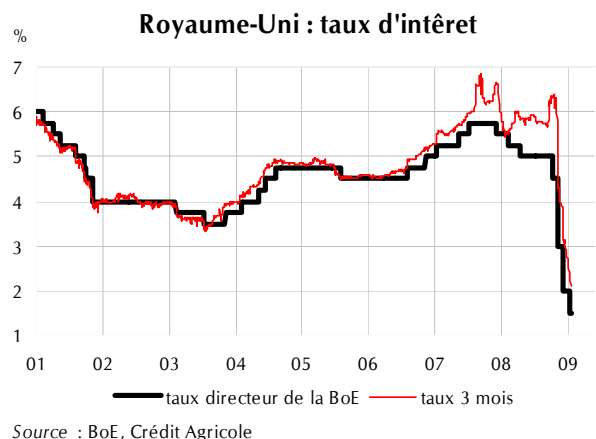
■ L'inflation a poursuivi sa décreue au mois de novembre et se situe désormais à 3,1 % a/a, contre 5,2 % il y a encore trois mois. Certes, ce mouvement s'explique en grande partie par des effets de base liés à l'effondrement récent des prix du pétrole, mais il s'explique aussi par une forte baisse de l'inflation sous-jacente (à 1,1 % a/a) liée à la réduction de la TVA de 2,5 % décidée en novembre par le gouvernement à partir du 1^{er} décembre. Cette baisse des prix devrait se poursuivre et même s'accélérer dans les mois à venir. **L'inflation pourrait ainsi passer brièvement en territoire négatif à l'automne et s'établir à moins de 1 % sur l'ensemble de l'année.**



■ A ces effets de base vont en effet s'ajouter les effets déflationnistes de la triple récession actuelle (immobilière, financière et industrielle). **La première estimation de la croissance au T4 a ainsi révélé une contraction du PIB de 1,5 % t/t, soit sa baisse la plus forte depuis le T2 1980 (alors que le pays était en pleine grève des salariés de la sidérurgie).** Depuis 1955, seuls cinq trimestres ont été pires. **Nous anticipons désormais une baisse du PIB de 2,6 % sur l'ensemble de l'année 2009.** En outre, le taux de chômage est remonté à 6,1 % et pourrait atteindre 9 % d'ici 2010. La BoE a pris la pleine mesure de cette dégradation de la situation : comme le révèlent les *minutes* de janvier, **tous les membres du MPC étaient favorables à une nouvelle baisse de taux, même si D. Blanchflower était partisan d'une baisse de 100 pbb.**



■ Annoncé lundi par le Trésor en même temps qu'un nouveau plan de sauvetage du secteur bancaire (*cf. page 3*), la création d'une nouvelle facilité permettant à la BoE d'acheter des titres jusqu'à 50 milliards de £ donne **la possibilité à celle-ci de mettre en place une politique monétaire non conventionnelle si les baisses de taux ne suffisent pas à extraire le pays de la récession.** S'ils ont pris soin de rappeler que la décision de mettre en place une telle politique n'était encore prise, M. King et P. Tucker ont néanmoins confirmé cette semaine que la BoE se préparait à une telle éventualité. Avant de se décider, **la BoE est en effet en train de réfléchir à quel type d'actifs elle pourrait acheter, afin de minimiser le risque de crédit pour les contribuables et de ne pas soutenir artificiellement un marché pour lequel il n'y aurait pas de demande en temps normal.** Elle devrait donner plus de précisions sur le sujet dans les semaines à venir.



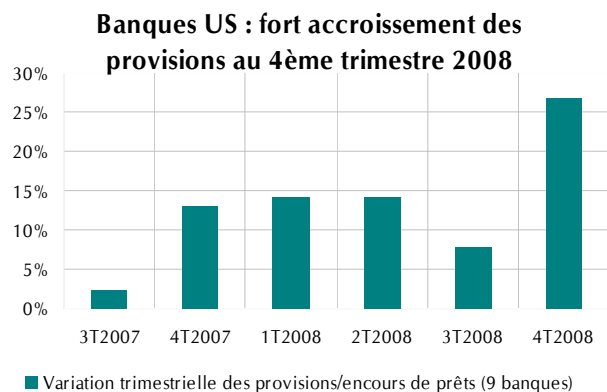
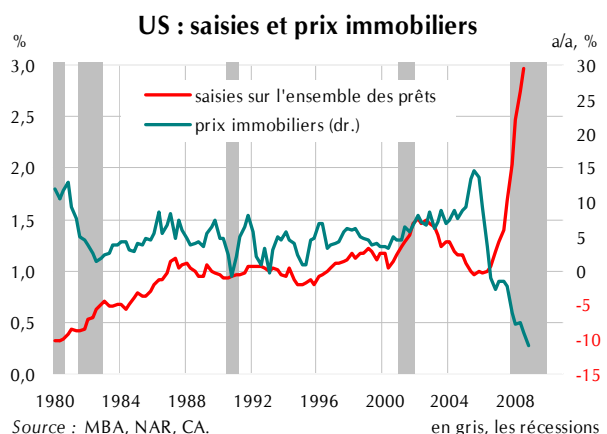
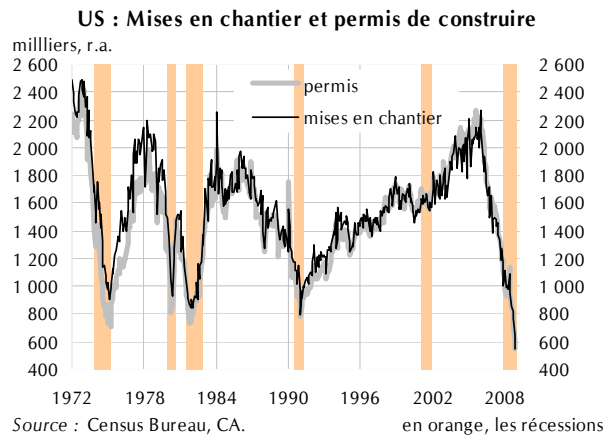
États-Unis : gravité immobilière

- **La chute libre des mises en chantier et des permis de construire se poursuit. Le marché immobilier reste enferré dans une spirale baissière. Les résultats des banques s'en ressentent. D'où la multiplication des plans de renégociation des prêts immobiliers, tant au niveau de l'Etat que des établissements financiers.**

■ **L'immobilier toujours plus bas** : les mises en chantier et les permis de construire se sont de nouveau écroulés sur le mois de décembre, de, respectivement, 15,5 et 10,7 % (rythme mensuel non annualisé). Le marché a déjà sévèrement corrigé depuis son point haut de la fin 2005 et les turbulences financières des mois de septembre et octobre ont pu accentuer les difficultés du secteur en fin d'année dernière. Entre le troisième et le quatrième trimestre 2008, les mises en chantier ont chuté de 68,5 % (en rythme annualisé), soit le pire trimestre de cette récession immobilière. Autant un retournement de tendance n'est pas envisageable à court terme, autant un tel rythme de baisse n'est définitivement pas soutenable. La sortie de récession est encore loin mais, au moins, elle devrait cesser de s'aggraver.

■ **Les initiatives pour enrayer la montée des saisies immobilières se multiplient.** Dans le prolongement du *Loan Modification Program* présenté par la FDIC en octobre 2008 (réduction des mensualités à un niveau acceptable au regard de ses revenus), les principales banques américaines mettent en place leurs propres plans de renégociation des prêts immobiliers. **L'objectif est d'enrayer l'augmentation vertigineuse des saisies qui entretient la chute des prix.** Après Bank of America, la dernière initiative en date est celle de JP Morgan Chase, qui concernerait 1 100 milliards de dollars de prêts. Citigroup est en négociation avec le Sénat pour la mise en place d'un « *cram down* », dispositif qui pourrait être imposé aux créanciers par le juge en cas de faillite personnelle, et qui vise à diminuer le principal et le taux d'intérêt du prêt initial.

■ **La deuxième semaine de publication des résultats du quatrième trimestre 2008 confirme l'accroissement des difficultés des banques régionales américaines.** Les résultats sont en forte baisse, marqués par une explosion du coût du risque et des besoins croissants en capitaux, du fait des pertes enregistrées aussi bien sur des écarts d'acquisition que sur l'activité *trading* ou suite à la poursuite de la dégradation du marché immobilier. Seul point positif, les marges nets d'intérêt sont en augmentation. Par ailleurs, l'accroissement des besoins en capital de plusieurs *Federal Home Loan Banks* fait peser une menace sur la disponibilité d'une source de refinancement à bas coût que les banques commerciales américaines utilisent massivement pour refinancer les crédits immobiliers qu'elles accordent. Ces difficultés des FHLB résultent des « pertes de marché non réalisées » sur des titres immobiliers non garantis par le gouvernement.



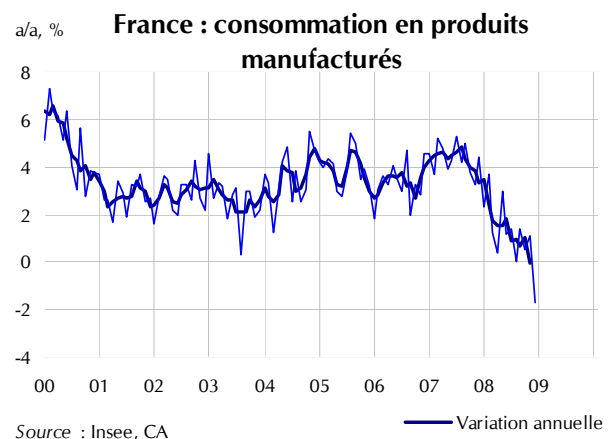
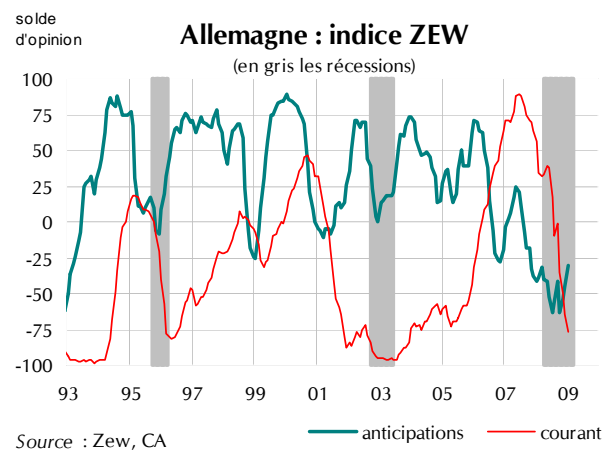
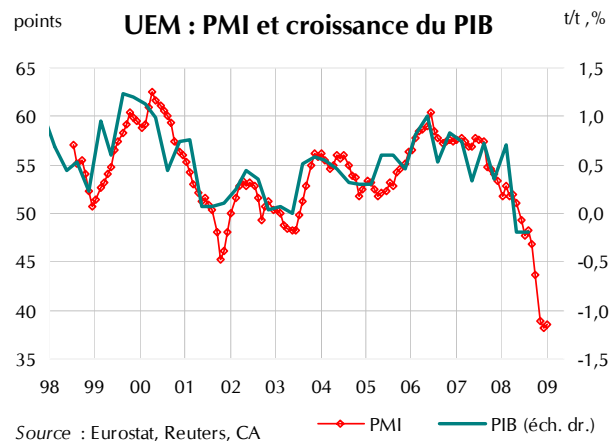
UEM : les indices de confiance ont-ils touché un plancher ?

- Après la chute vertigineuse de la fin d'année dernière, les enquêtes de confiance (PMI, ZEW) se sont légèrement redressées en janvier. Une lueur d'espoir pour l'activité au second semestre ?
- Les données « dures » restent mauvaises. La consommation française recule de 0,5 % au quatrième trimestre.

■ **Les indices PMI des directeurs d'achat européens, tant dans l'industrie que dans le secteur des services, se sont légèrement redressés en janvier.** Néanmoins, ils restent profondément ancrés en territoire de contraction de l'activité. L'indice PMI composite s'établit à 38,5 (après 38,2 en décembre 2008). Ce résultat, qui doit être confirmé au cours des prochains mois, suggère un nouveau recul de la croissance du PIB au premier trimestre 2009 toutefois moins prononcé qu'à la fin de l'année dernière. Dans ce contexte conjoncturel morose, la BCE devrait assouplir une nouvelle fois sa politique monétaire de 50 pbb le 5 mars prochain. Ce léger redressement de la confiance des agents offre néanmoins une lueur d'espoir pour la croissance au second semestre 2009.

■ **Le moral des investisseurs allemands retrouve également des couleurs.** Malgré un environnement de marché toujours très instable, l'enquête ZEW affiche un rebond plus fort que prévu en janvier. La baisse de taux de la BCE et le plan de relance du gouvernement allemand ont pu soutenir l'indice mais à -31, il reste toutefois largement inférieur à sa moyenne de long terme (+34). Par ailleurs, si les anticipations se redressent, **le jugement sur la situation courante continue de se détériorer.** Ceci confirme que l'activité reste particulièrement faible en Allemagne, plombée par la faiblesse de la demande domestique comme extérieure. Après un quatrième trimestre catastrophique qui pourrait voir le PIB se contracter de plus de 1,5 % t/t, les chiffres de croissance seront cependant moins négatifs au premier trimestre.

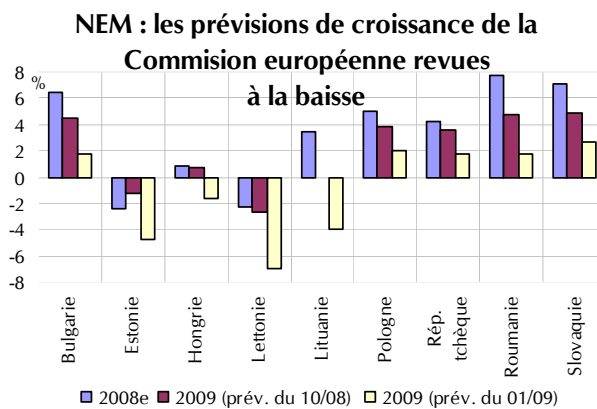
■ **La consommation des ménages français en produits manufacturés s'est repliée assez nettement en décembre, de -0,9 % par rapport à novembre.** La baisse des ventes d'automobiles s'est enrayée (effet de mesures de soutien), mais les achats d'équipement du logement ont été en fort repli, -1,8 % m/m. Sur l'ensemble du quatrième trimestre, les dépenses en produits manufacturés ont baissé de 0,5 % par rapport au troisième. Ce repli est significatif mais nettement moins accusé que celui de la production industrielle (estimé à -5 % sur le trimestre). Les ménages sont inquiets et reportent leurs achats de biens durables. Mais le net freinage de l'inflation et la réserve d'épargne dont ils disposent leur permettent de ne réduire que modérément leur consommation globale en biens et services.



Crise financière et contraction de la demande mondiale

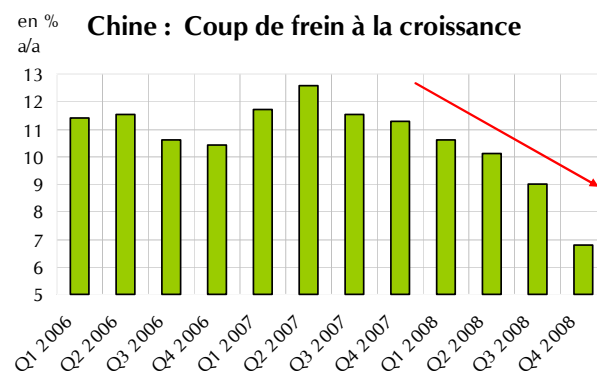
- Europe centrale et orientale : nouvelle dégradation des perspectives économiques.
- Chine : fort ralentissement de l'économie au quatrième trimestre.
- Afrique du Sud : consommation des ménages et production industrielle en berne.

■ **Europe centrale et orientale :** La croissance dans les pays d'Europe centrale et orientale devrait ralentir sensiblement cette année en raison de la crise mondiale selon la Commission européenne. Il s'agit de la deuxième révision à la baisse après celle d'octobre 2008. Les NEM (nouveaux Etats-membres), champions de la croissance dans l'UE depuis leur adhésion, subissent de plein fouet le freinage de la zone euro. Plus de la moitié de leurs exportations sont à destination de l'Europe des Seize. Toutefois, si la Pologne, la République tchèque, la Slovaquie, la Roumanie et la Bulgarie devraient éviter une récession, un atterrissage plus douloureux se profile pour la Hongrie et les trois pays baltes où le PIB réel devrait se contracter cette année.



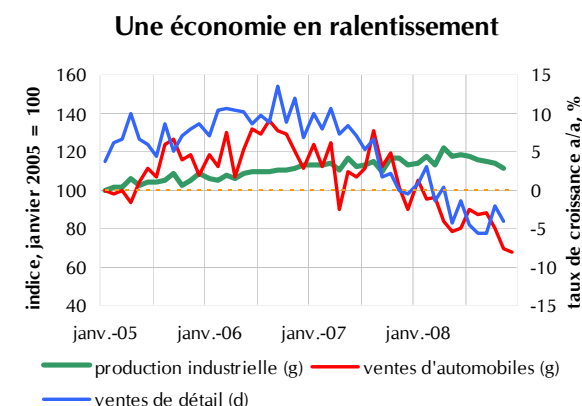
Source : Commission européenne

■ **Chine :** La troisième économie mondiale a fortement ralenti au quatrième trimestre 2008 à 6,8 % a/a. Cette décélération s'explique par une contraction des exportations au mois de novembre et décembre 2008 (-2,2 % a/a et -2,8 % a/a respectivement, après +19,2 % en octobre) mais aussi par un effet de déstockage important et un ralentissement de l'activité de crédit commercial. L'année 2008 marque ainsi une inflexion après cinq années de croissance à deux chiffres. Elle est seulement de 9 %, après une croissance révisée à 13 % en 2007. La dégradation de la conjoncture internationale ne laisse pas indemne une Chine, de plus en plus intégrée dans l'économie mondiale et qui ne pourra pas tirer la croissance mondiale. Toutefois on peut s'attendre à une résistance de l'économie chinoise, en raison des moyens (réserves de change, marge de manœuvre budgétaire) dont disposent les autorités.



Sources : Datastream, National Bureau of Statistics, Crédit Agricole sa

■ **Afrique du Sud :** Tous les indicateurs pointent un très net ralentissement de l'économie sud-africaine au quatrième trimestre. Le PIB progressait encore de 3,0 % (a/a) au troisième trimestre, mais la production industrielle a chuté de 1,9 % (a/a), puis de 4,6 % en octobre et novembre, et les ventes de détail de 4,0 % en novembre, septième mois consécutif de baisse. Les ventes de biens durables reculent fortement, entre autres en raison de la rareté du crédit. Les ventes d'automobiles chutent encore plus sévèrement : -23% sur l'année 2008, et -30%(a/a) sur le dernier trimestre. Faiblesse du rand (avec un creusement des déficits extérieurs), montée du chômage, contexte politique difficile : rien ne viendra remonter le moral des consommateurs pendant les prochains mois. Seule bonne nouvelle : une inflation un peu plus modérée (pour autant que le rand résiste).



Source s : Statistics South Africa, Crédit Agricole SA

Central Bank Watch

		Actuel 16 janv	Dernier mouvement	Prochain mouvement en 2009
Amérique				
États-Unis	Federal Funds	0,25	-75 pdb 16 déc 08	<p><i>statu quo</i> les 27-28 janvier</p> <p>Maintenant que les <i>Fed funds</i> sont à zéro (ou presque, la cible oscillant dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25 %), et qu'ils resteront à ce bas niveau "un certain temps" selon les dires mêmes de la Banque centrale, la Fed va se consacrer au déploiement de tout l'arsenal du <i>Quantitative Easing</i>, à savoir gonflement de la taille de son bilan en sus des changements dans sa composition. La Fed préfère parler de <i>credit easing</i> dans le sens où elle joue sur le <i>mix</i> de prêts et de titres à l'actif de son bilan et sur l'impact de cette composition sur les conditions de crédit. Concrètement, la Fed cherche à faire baisser les taux sur toute la courbe, à offrir de la liquidité et du financement là où ils font défaut et à ancrer les anticipations d'inflation. L'objectif ultime est d'éviter, à tout prix, l'enclenchement d'une spirale déflationniste.</p>
Europe				
UEM	Taux refi	2,00	-50 pdb 15 janv 09	<p><i>statu quo</i> le 5 février, puis - 50 pdb le 5 mars</p> <p>Malgré plusieurs commentaires allant dans le sens de baisses de taux plus modérées voire d'un <i>statu quo</i>, la BCE a finalement opté pour une réduction de 50 pdb de son taux directeur le 15 janvier. Après une baisse de 225 pdb en trois mois, le taux refi retrouve donc son point bas historique de 2%. Nous tablons désormais sur un <i>statu quo</i> en février, suivie d'une baisse de 50 pdb en mars justifiée par l'affaiblissement de l'activité et le reflux rapide de l'inflation sous sa cible de 2%. Notre cible de 1,50% pour le taux refi serait donc atteinte dès la fin du premier trimestre. La BCE pourrait signaler dans les mois à venir que son cycle de baisses de taux touche à sa fin.</p>
Royaume-Uni	Taux de base	1,50	-50 pdb 8 janv 09	<p>-50 pdb le 5 février</p> <p>Comme prévu, la Banque d'Angleterre (BoE) a décidé d'abaisser son taux directeur de 50 pdb à 1,5% lors de sa réunion du 9 janvier. Après avoir agressivement baissé son taux directeur de 350 pdb en seulement quatre mois, la BoE insiste désormais sur le fait que les relâchements monétaires et fiscaux déjà consentis devraient avoir un impact significatif dès cette année. Néanmoins, étant donné la dégradation actuelle de la situation économique (-0,6% t/t de croissance au T3 2008) et la décrue rapide de l'inflation, nous pensons toujours que la BoE va poursuivre la baisse de son taux directeur dans les mois à venir pour le porter à 0,5%.</p>
Asie-Pacifique				
Japon	Taux directeur	0,10	-20 pdb 19 déc 08	<p>retour à une politique de taux zéro au premier trimestre</p> <p>Au terme de deux jours de réunion de politique monétaire, la BoJ a décidé à l'unanimité, le 22 janvier, de laisser inchanger son taux directeur à 0,1% et pourrait bien en rester là. Le gouverneur, Masaki Shirakawa, laisse entendre que la BoJ pourrait bien maintenir ce <i>statu quo</i> en mettant en avant les effets pernicieux de trappe à liquidité en cas de retour à une politique de taux zéro (ZIRP). Il assigne par ailleurs une probabilité assez faible à un scénario de spirale déflationniste au Japon et ce même si les prévisions de croissance et d'inflation ont été nettement révisées à la baisse en 2009 et 2010. La BoJ compte néanmoins toujours oeuvrer pour amortir le choc cyclique et favoriser un retour à la normale sur les marchés de crédits. Elle va ainsi acheter des billets de trésorerie à l'émission et examine la possibilité d'acquérir des obligations émises par les grands <i>corporate</i> japonais. Nous n'excluons toutefois pas la possibilité d'un retour à une politique de taux zéro dans un avenir proche même si une telle éventualité paraît aujourd'hui moins probable.</p>

Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet, Rubrique Etudes économiques, page Perspectives prévisions.

Semaine du 26 au 31 janvier 2009

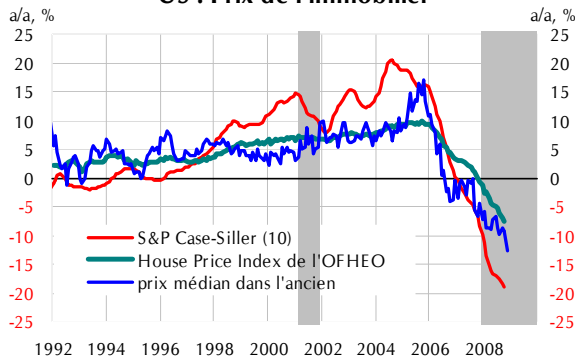
Lundi 26

US - Ventas de logements anciens (cvs)

	oct	nov	déc
millions d'unités (taux annuel)	4,91	4,49	<u>4,35</u>
(m/m, %)	-4,5	-8,6	<u>-3,1</u>
(a/a, %)	-3,0	-10,6	<u>-11,4</u>

Les ventes de logements dans l'ancien devraient accuser un nouveau recul sur le mois de décembre tant les fondamentaux « conjoncturels » de la demande de logements restent détériorés : restriction de l'accès au crédit, taux de chômage en hausse, baisse des prix désincitative. Et le rythme de cette dernière continue d'aller en s'accroissant. Ce n'est que lorsque ce rythme de baisse donnera *a minima* des signes pérennes de ralentissement que l'on pourra commencer à envisager une sortie du tunnel. La résorption du déséquilibre persistant entre l'offre et la demande est un pré-requis. Or, cette résorption est rendue difficile par l'orientation baissière de la demande et le gonflement de l'offre par les saisies. Le cercle est réellement vicieux. Les prix ont déjà énormément baissé mais pas encore assez...

US : Prix de l'immobilier



Source : NAR, OFHEO, Global Insight, CA.

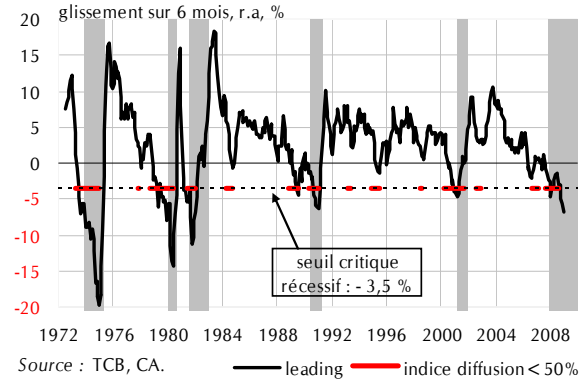
US - Indicateur avancé (cvs)

	oct	nov	déc
m/m, %	-0,9	-0,4	<u>-0,7</u>
a/a, %	-3,7	-3,7	<u>-4,2</u>

L'indicateur composite avancé du *Conference Board* devrait accuser une baisse significative sur le mois de décembre du fait du fort recul de la durée hebdomadaire du travail dans le secteur manufacturier, des permis de construire, des délais de livraison et de la forte hausse des inscriptions hebdomadaires au chômage. En réduction par rapport à novembre, l'écart de taux contribuera moins positivement. Ce qui fera la différence et amortira plus ou moins sensiblement la baisse, c'est la contribution de l'offre réelle de monnaie. Non seulement l'agrégat monétaire M2 s'envole en termes nominaux (c'est l'effet désiré du *credit easing* mené par la Fed) mais la baisse des prix pousse plus haut encore le taux de croissance en termes réels. Cet indicateur composite avancé a, une fois de plus, prouvé sa qualité prédictive. A partir du moment où sa baisse (mesurée en glissement sur six mois, annualisé) s'est accentuée, pour finir par franchir le seuil critique de 3,5 %, et

s'est appuyée sur une majorité de composantes, la récession était là. Et, à court terme, l'indicateur pointe clairement vers sa prolongation et son aggravation.

Etats-Unis : Indicateur avancé



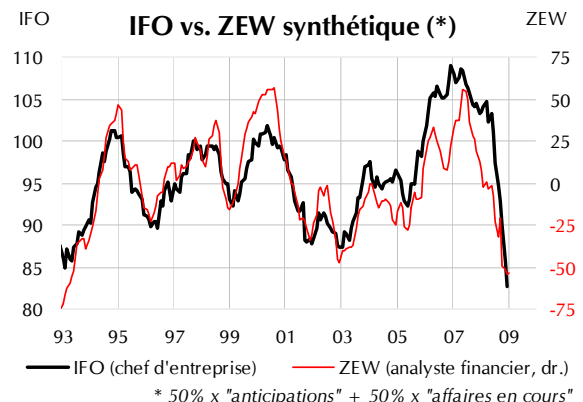
Source : TCB, CA.

Mardi 27

Allemagne - enquête Ifo dans l'industrie

	nov	déc	janv
indice Ifo	85,8	82,6	<u>82,0</u>
situation actuelle	94,9	88,8	<u>85,0</u>
situation future	77,6	76,8	<u>79,0</u>

Dans le sillage des indices PMI, l'enquête IFO devrait selon toute vraisemblance enregistrer une nouvelle baisse au mois de janvier. Celle-ci devrait toutefois être moins marquée que lors des mois précédents.



Source : ZEW, IFO, CA

US - Confiance des consommateurs (cvs)

	nov	déc	janv
indice du <i>Conference board</i>	44,7	38,0	<u>39,0</u>

Nous tablons sur un léger redressement en janvier de l'enquête de confiance des consommateurs du *Conference Board* sur la base de l'estimation préliminaire de milieu de mois issue de l'enquête de l'Université du Michigan. Si la dégradation du marché du travail va en s'accroissant, la forte dégrè du prix de l'essence et les signes de mieux sur les marchés financiers au tournant 2008-2009 peuvent jouer favorablement sur le moral des ménages. Une telle stabilisation de la confiance, même à un niveau historiquement bas, est une bonne nouvelle en soi. Nous serons plus particulièrement attentif à l'évolution du jugement des ménages sur le marché du travail, toute variation dans leur degré de

peessimisme étant un bon précurseur des évolutions du taux de chômage.

Mercredi 28

Taux objectifs des Fed Funds

	nov	déc	janv
Fed Funds	1,00	0-0,25	<u>0-0,25</u>
variation	inch.	-0,75	<u>inch.</u>

L'issue du FOMC des 27-28 janvier ne fait pas de doute : les Fed funds seront laissés inchangés et vont continuer d'osciller entre 0 et 0,25 % « un certain temps ». L'intérêt du communiqué sera d'abord dans la nature du jugement de la Fed sur l'état de la conjoncture, les perspectives de croissance et d'inflation et les risques associés. Mais surtout, il réside dans ce que la Fed donnera comme information sur sa politique de *credit easing* : mode opératoire, objectifs, efficacité, mesures supplémentaires envisageables.

Jeudi 29

UEM - enquête de la Commission Européenne

	nov	déc	janv
sentiment économique	74,9	67,1	<u>66,8</u>
confiance dans l'industrie	-24,9	-33,1	<u>-35,0</u>
dans les services	-11,7	-17,2	<u>-18,0</u>
confiance des ménages	-25,1	-29,7	<u>-31,0</u>

Les enquêtes de la Commission européenne devraient délivrer un message comparable à celui des enquêtes PMI. Nous attendons une quasi-stabilisation de la confiance en zone euro après la chute enregistrée au cours du quatrième trimestre 2008.

Allemagne - marché du travail (cvs)

	nov	déc	janv
nbre chômeurs (m/m, '000)	-4	18	<u>20</u>
taux de chômage (%)	7,6	7,6	<u>7,6</u>

Le nombre de chômeurs a cessé de baisser le mois dernier, et il est probable que cette inversion de tendance se confirme dans les prochains mois. Si la remontée du taux de chômage devrait être beaucoup moins brutale que dans des pays comme l'Espagne, les licenciements pourraient toutefois se poursuivre et la dynamique de l'emploi souffrir de la récession en cours, en particulier dans l'industrie.

US - Commandes de biens durables (cvs)

	oct	nov	déc
commandes (m/m, %)	-8,5	-1,5	<u>-2,3</u>
(a/a, %)	-12,7	-13,7	<u>-19,0</u>

Les nouvelles commandes de biens durables devraient accuser un net recul sur le mois de décembre, portant à 19 % leur chute en variation sur un an (chute qui pourrait facilement être plus importante encore à en juger l'évolution de la composante correspondante de l'enquête ISM). L'investissement productif souffre particulièrement de l'incertitude et de l'inquiétude ambiantes, de la faiblesse des débouchés et du durcissement des conditions de financement.

US - Ventes de logements neufs (cvs)

	oct	nov	déc
milliers d'unités	419	407	<u>402</u>
(m/m, %)	-5,2	-2,9	<u>-1,2</u>
(a/a, %)	-42,0	-35,3	<u>-33,0</u>

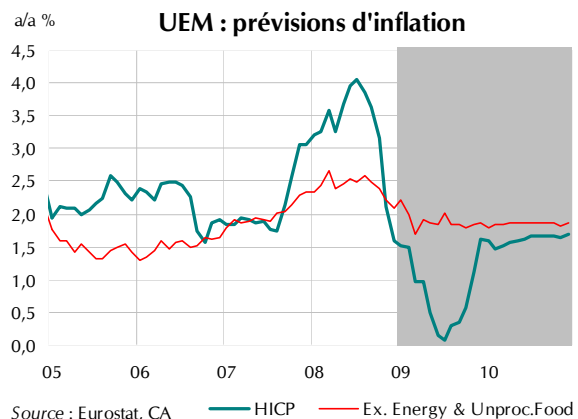
Le marché du neuf ne se porte pas mieux que l'ancien. Les mêmes facteurs négatifs pèsent sur la demande, ce qui alimente le déséquilibre du marché malgré la réduction drastique de l'offre.

Vendredi 30

UEM - flash IPCH (ncvs)

	nov	déc	janv
HICP (m/m, %)	-0,5	-0,1	<u>-0,6</u>
(a/a, %)	2,1	1,6	<u>1,3</u>

Nous attendons une nouvelle baisse marquée de l'inflation en zone euro pour le mois de janvier, liée au bas niveau des prix de l'énergie et à des effets de base toujours favorables. L'estimation flash de l'indice pourrait ressortir à 1,3 % en glissement annuel, soit une baisse moins prononcée que le mois précédent. Ce reflux de l'inflation se poursuivrait jusqu'à la mi-année en l'absence de rebond significatif des cours du brut, avant d'amorcer une phase de remontée en fin d'année. La BCE a d'ores et déjà précisé qu'elle garderait une approche de moyen terme en prenant en compte cette volatilité inhabituelle de l'indice ICPH, un discours qui devrait être réaffirmé au cours des prochains mois. Par ailleurs, les membres de la BCE considèrent que le risque de déflation est limité, un diagnostic que nous partageons puisque nous prévoyons une relative stabilité de l'inflation sous-jacente.



US - Comptes nationaux

estimation avancée	08 T2	08 T3	08 T4
PIB réel (t/t, taux annualisé)	2,8	-0,5	<u>-5,7</u>
(a/a)	2,1	0,7	<u>-0,7</u>
consommation (t/t, t.a.)	1,2	-3,8	<u>-3,5</u>

La publication des comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2008 va enfin nous révéler à quel point la croissance a été mauvaise. Nous anticipons une contraction du PIB de 5,7 % en rythme annualisé, alimentée par un recul estimé de 3,5 % de la consommation des ménages, de 20 % de l'investissement productif et de 24 % de l'investissement résidentiel. Commerce extérieur et variations de stocks devraient également contribuer négativement à la croissance. Le trimestre en cours s'annonce à peine moins mauvais (prévision actuelle d'une baisse du PIB de 4 %).

Indicateurs à suivre – semaine du 26 au 31 janvier 2009

Lundi 26 janvier					
				Etats-Unis	nov déc
				16:00 indicateur avancé	-0,4 -0,7
				16:00 ventes de logements anciens, mln t.a.	4,49 4,35
Mardi 27 janvier					
Italie	déc	janv		Etats-Unis	déc janv
09:30 enquête auprès des ménages	99,6	99,2		16:00 confiance des consommateurs	38,0 39,0
Allemagne	déc	janv			
10:00 indice Ifo	82,6	82,0			
UEM	déc	janv			
10:00 balance courante (mds d'euros)	5,0	—			
Mercredi 28 janvier					
France	déc	janv		Etats-Unis	déc janv
08:45 confiance des ménages	-44	-45		20:15 réunion du FOMC	-0,75 inch.
Italie	déc	janv		20:15 Fed Funds	0-0,25% 0-0,25%
09:30 enquête ISAE dans l'industrie	66,6	66,0			
Jeudi 29 janvier					
UEM	nov	déc		Etats-Unis	nov déc
10:00 M3, a/a	7,8	7,6		14:30 commandes de biens durables, m/m	-1,5 -2,3
UEM	déc	janv		16:00 ventes de logements neufs, '000	407 402
11:00 sentiment économique	67,1	66,8			
Vendredi 30 janvier					
Royaume-Uni	déc	janv		Etats-Unis	08 T3 08 T4
01:00 confiance des ménages (GFK)	-33	-31		14:30 PIB, chiffre avancé, t/t t.a.	-0,5 -5,7
Royaume-Uni	nov	déc		14:30 coût de l'emploi, t/t t.a.	3,0 2,8
10:30 nombre de prêts hypothécaires approuvés	27	24		Etats-Unis	déc janv
Allemagne	déc	janv		16:00 PMI Chicago	35,1 36,0
08:00 prix à la conso., chiffre provisoire, m/m	0,3	-0,5		16:00 confiance consommateurs (Univ. du Michigan)	60,1 61,9
08:00 HICP m/m	0,4%	-0,4%			
08:00 nombre de chômeurs	18	20			
Royaume-Uni	nov	déc			
10:30 nombre de prêts hypothécaires approuvés	27	24			
UEM	déc	janv			
11:00 flash IPCH, a/a	1,6	1,3			
UEM	nov	déc			
11:00 taux de chômage, %	7,8	7,8			

Direction des études économiques de Crédit Agricole S.A.

75710 Paris cedex 15 - Fax : +33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la publication et Rédacteur en chef : Jean-Paul Betbèze

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

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - **Etudes Economiques**

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

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