



Avril 2011

Etats-Unis: signaux contradictoires

L'évolution de l'économie au 1^{er} trimestre a déçu. Les économistes revoient d'ailleurs leurs prévisions pour l'ensemble de l'année vers le bas. Certes l'hiver très dur a affecté l'activité dans le secteur de la construction. Mais la consommation a été peu dynamique malgré la nouvelle réduction d'impôts. En fait la confiance des ménages demeure très dépressive.

Le boom des prix pétroliers (quasi +50% par rapport au niveau d'octobre) réduira le dynamisme de l'économie comme d'ailleurs les ruptures d'approvisionnement de composants en provenance du Japon et la remontée des taux obligataire.

Tout n'est cependant pas noir,

- Les indices ISM de l'activité dans l'industrie et dans le secteur des services regorgent d'optimisme et cela en mars.
- Le redémarrage récent de l'emploi et le repli du chômage suggèrent que la reprise de l'économie est devenue autonome: plus d'emplois signifiant plus de revenus pour les ménages et donc plus de consommation.
- La faiblesse du dollar et le boom des prix agricoles soutiennent le commerce extérieur.
- Le niveau des stocks est particulièrement faible, ce qui devrait provoquer un phénomène de restockage.

Les phases d'optimisme et de pessimisme continueront à se succéder encore pendant un certain temps jusqu'à ce que les USA aient résolu leurs gros problèmes à savoir l'important déficit des Finances Publiques, un niveau de chômage à un niveau encore inquiétant (malgré la récente baisse), l'affaiblissement persistant du crédit à la consommation et la poursuite des saisies en masse d'immeubles. Cela ne devrait pas se produire avant 2013. En conséquence, le PIB progressera de 2,6% en 2011 et en 2012, ce qui est loin d'être brillant selon les normes américaines.

Sous l'assaut du boom des prix pétroliers et des prix des produits alimentaires, l'inflation remonte, passant de 1,1% en novembre à 2,7% en mars. Cette reprise de l'inflation n'est probablement pas terminée, car, avec un certain décalage, les entreprises ajusteront leurs prix à la hausse de leurs coûts de production, enclenchée par celle des prix pétroliers et des prix des matières premières.

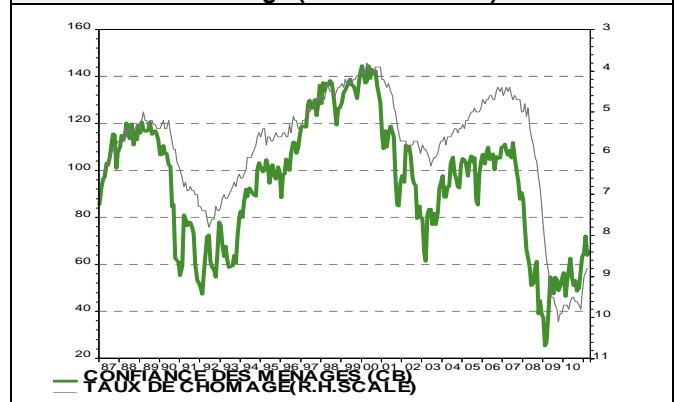
Toutefois plusieurs éléments joueront un rôle modérateur. Les augmentations salariales sont encore limitées et le niveau du taux d'utilisation des capacités de production reste malgré tout très faible, ce qui n'incitera pas les entreprises à augmenter leurs prix.

Soulignons que l'inflation a tendance à être volatile. Si la révolution, qui secoue plusieurs pays arabes, devait s'étendre à l'Arabie Saoudite, un grave choc pétrolier surviendrait, qui pousserait l'inflation vers 4% voire 5%

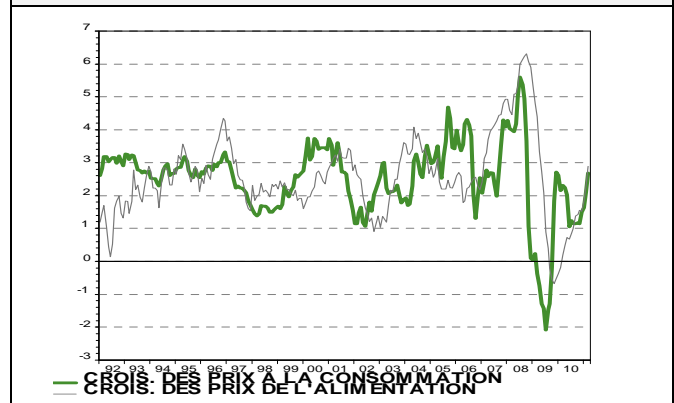
cette année (hypothèse du prix du baril atteignant 200 dollars).

En définitive, selon notre scénario de base, le taux d'inflation passera de 1,6% en 2010, à 2,9% en 2011 et à 2,2% en 2012.

USA: confiance des consommateurs et taux de chômage (échelle inversée)



USA : taux d'inflation et croissance des prix de l'alimentation



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

	2010	2011	2012
PIB	2,9	2,6	2,6
Consommation privée	1,7	2,6	2,4
Investissements des entreprises	5,7	6,6	4,4
Construction résidentielle	-3,0	-1,0	2,7
Exportations	11,7	6,8	5,6
Importations	12,6	5,4	3,9
Taux d'inflation	1,6	2,9	2,2
Bal. opér. courantes (% PIB)	-3,2	-3,9	-3,7
Solde budgétaire (% PIB)	-10,5	-11,3	-8,1
Dette publique brute (en % du PIB)	90,4	98,7	102,9
Taux d'épargne des ménages	5,8	5,7	5,0

Zone euro: des consommateurs de plus en plus gagnés par le doute

Selon l'indicateur du sentiment économique, qui donne une bonne idée de l'évolution du PIB, la croissance économique de la zone euro a poursuivi son accélération au premier trimestre de 2011, sur une base annuelle. Les indices des directeurs des achats confirment également l'expansion économique au cours du premier trimestre.

En mars, la confiance des consommateurs a diminué. Mais les consommateurs sont devenus moins pessimistes en ce qui concerne l'évolution du chômage pour l'année à venir. Et les statistiques leur donnent raison. En effet, en février, le nombre de demandeurs d'emploi a diminué, tant sur une base mensuelle qu'annuelle. Le taux de chômage a baissé, passant de 10% entre novembre et janvier à 9,9 % en février.

Cependant cette diminution masque des évolutions divergentes dans les pays de la zone euro.

Le pessimisme incite les consommateurs à dépenser moins. Ainsi, les ventes du commerce de détail ont baissé entre décembre et février, sur une base trimestrielle, et ont à peine progressé sur une base annuelle.

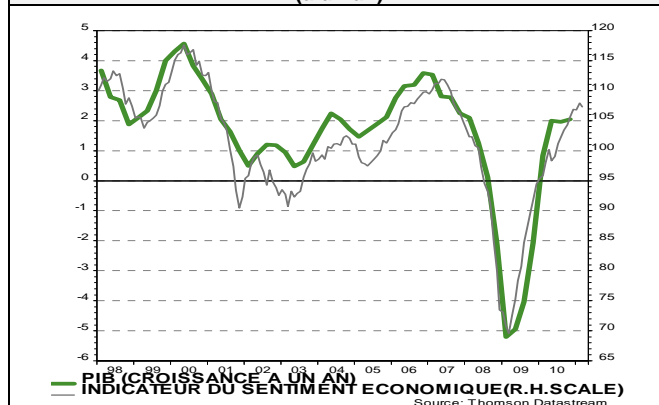
L'inflation dans la zone euro a bondi de 2,44% en février à 2,68% en mars, son niveau le plus élevé depuis octobre 2008. La flambée des prix des carburants est à la base de cette hausse de l'inflation.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, reste quant à elle modérée. En mars, elle n'était que de 1,32%.

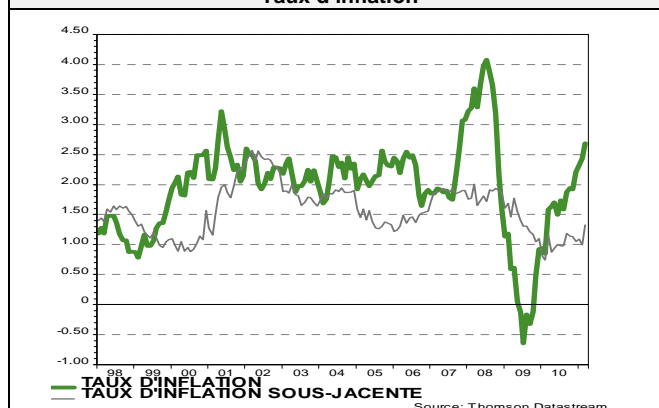
Dans les mois à venir, les prix des matières premières maintiendront l'inflation largement au-dessus de la norme des 2% de la BCE.

On ne s'attend toutefois pas à ce que l'inflation réitère le scénario de 2008 (à l'époque, elle s'élevait en moyenne à 3,3%). Car il existe également d'autres facteurs, qui sont de nature à tempérer la hausse de l'inflation : l'appréciation de l'euro, le chômage élevé, la faible croissance de la consommation des ménages et la hausse modérée des salaires (à laquelle participe le gel, voire la réduction des salaires des fonctionnaires dans un certain nombre de pays de la zone euro).

Indicateur du sentiment économique et croissance du PIB (à un an)



Taux d'inflation



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

	2010	2011	2012
PIB	1,7	1,6	1,6
Consommation privée	0,8	1,0	1,2
Investissements	-1,0	2,5	4,1
Exportations	10,9	6,7	4,7
Importations	9,0	6,3	5,3
Taux d'inflation	1,6	2,5	2,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	0,2	0,4

Matières premières: la situation reste tendue sur les marchés

L'enlèvement de la guerre en Libye fait grimper les prix du pétrole brut.

Plusieurs pays de l'OPEP ont augmenté leur production pétrolière en mars, pour compenser la chute de la production de pétrole en Libye. Mais ils n'ont pas entièrement atteint leur objectif.

Toutefois cette chute de la production ne signifie pas nécessairement que les prix pétroliers vont atteindre rapidement leur record de juillet 2008 (146 dollars le baril).

Dans les prochains mois, la croissance de la demande mondiale de pétrole brut va ralentir, en raison du radoucissement des températures dans l'hémisphère nord, de la forte récession attendue au Japon et d'une consommation plus parcimonieuse des produits pétroliers, conséquence du bond des prix du pétrole enregistrées récemment.

Tant l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) que l'OPEP prévoient pour cette année une progression moins importante de la consommation de pétrole au niveau mondial, par rapport à 2010.

De plus, les pays consommateurs de pétrole disposent encore de suffisamment de pétrole en stock (comme l'indiquent les statistiques américaines hebdomadaires), et les capacités de production libres des pays de l'OPEP (sans la Libye) restent assez confortables.

Par ailleurs, le niveau élevé du prix du pétrole entraîne une hausse substantielle de revenus pour les pays producteurs de pétrole, qui sont donc ainsi en mesure d'investir plus aisément dans l'entretien et l'extension de leurs capacités de production.

A court terme, on pourrait assister à une chute spectaculaire des prix pétroliers, quand les armes se tairont en Libye. Il est cependant impossible de prévoir quand cela va se produire.

Mais cette chute des prix du pétrole ne sera pas de longue durée. En effet, il faudra vraisemblablement plusieurs mois avant que les exportations libyennes de pétrole tournent à nouveau à plein régime.

A long terme, la tendance haussière des prix de l'or noir restera intacte. On est en train d'épuiser les champs pétroliers existants et faciles à exploiter. L'exploration et l'exploitation de nouveaux gisements pétroliers (notamment en haute mer) s'avèrent beaucoup plus compliquées, et plus chères. La demande de pétrole brut au départ de l'Asie (principalement la Chine et l'Inde) continuera à grimper, notamment en raison de l'élargissement explosif du parc automobile dans ces pays.

Enfin, les bouleversements sociopolitiques dans les pays arabes producteurs de pétrole continueront à imprimer leur marque sur les cours.

Tant que la production pétrolière de l'Arabie Saoudite - principal producteur de pétrole de l'OPEP et Etat membre de cette organisation qui possède la plus grande capacité de réserve - n'est pas affectée, il est peu probable que le prix du pétrole puisse battre son record à court terme. Mais si l'agitation devait gagner ce Royaume arabe, il est difficile d'évaluer quelles en seraient les conséquences au niveau des prix pétroliers.

Taux à court terme

L'amélioration récente du marché du travail et la reprise de l'inflation devraient inciter la **Fed** à relever son taux directeur. Plusieurs membres de cette institution souhaitent un rehaussement du taux directeur d'ici la fin de l'année. Ils constituent cependant encore une minorité.

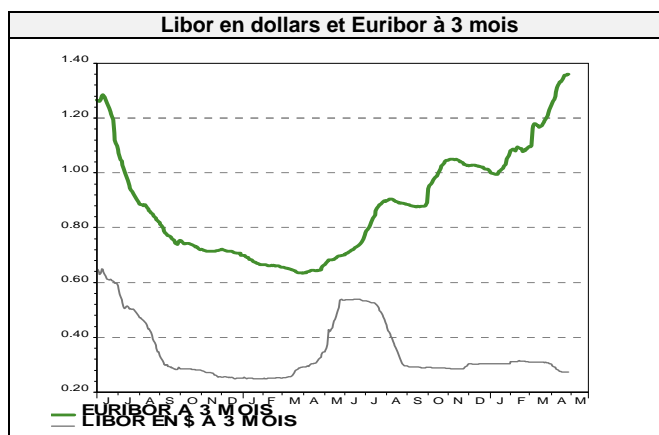
La Fed ne relèvera probablement pas son taux directeur durant les prochains mois. En effet cela reviendrait à se déjuger en condamnant la décision, qu'elle avait prise en novembre, d'acheter massivement des obligations du Trésor. De plus dans le passé, avant de relever ses taux, elle a attendu environ un an après l'apparition des premiers signes d'amélioration de l'emploi. Enfin l'environnement international, durement touché par la crise financière, demeure incertain et fragile.

Avant de relever le taux des Fed funds, elle durcira graduellement de ton de son discours. Elle mettra aussi fin à son programme d'achat massif d'obligations, ce qui réduira la stimulation de l'économie.

Lors de sa réunion du 7 avril, la **BCE** a décidé de relever son taux directeur pour le faire passer de 1% à 1,25%, se démarquant ainsi de l'attitude 'relaxe' de la Fed. L'activité économique a accéléré à nouveau en ce début d'année après une pause au 4^{ème} trimestre 2010. L'inflation a aussi grimpé à 2,7% en mars, dépassant clairement la norme de 2% de cette institution.

Le ton du communiqué, publié à l'issue de cette réunion, suggère que d'autres relèvements pourraient intervenir à moyen terme. Le ton de ce communiqué est cependant nettement moins agressif que celui du précédent communiqué, ce qui suggère qu'elle ne s'est pas lancée dans une série de relèvements mensuels. Compte tenu de la persistance du climat de crise financière, spécialement dans les pays périphériques, il conviendrait en effet qu'elle observe l'impact de ce relèvement avant d'aller plus loin.

A l'horizon d'un an, d'autres relèvements interviendront. En effet si on regarde la zone euro comme un tout, il n'est probablement pas indiqué de maintenir le taux directeur à un niveau exceptionnellement bas alors que l'économie s'améliore et que l'inflation rebondit. Le marasme dans les pays périphériques complique cependant la tâche de la BCE, c'est pourquoi elle ne sera pas agressive.



Taux à long terme

Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans est reparti à la hausse au début du mois d'avril après la publication d'une batterie d'informations quant à l'évolution de la conjoncture. La tension persistante sur les prix pétroliers a pu aussi jouer un rôle. De plus en plus d'analystes pensent que la Fed mettra un terme dans quelques semaines à son programme d'achat massif d'obligations. Depuis le minimum de 2,48% atteint le 11 novembre, le chemin est impressionnant, ce taux ayant grimpé à 3,67% le 11 avril.

Le taux des IRS à 10 ans est redescendu à 3,37% le 27 avril, suite à la nouvelle poussée de fièvre dans les pays périphériques de la zone euro et à la publication d'indicateurs économiques moins enthousiasmants.

Depuis l'été 2010, les achats massifs d'obligations par la Fed ont modifié l'équilibre du marché obligataire, le taux à 10 ans chutant d'abord lourdement puis se redressant. On peut toutefois se demander si ce taux n'est pas en train de retrouver un nouvel équilibre, car, depuis mi-janvier, il fluctue entre 3,3% et 3,8%. Il a ainsi renoué avec le niveau qu'il occupait avant que la Fed suggère en juin 2010 qu'elle pourrait acheter massivement des obligations du Trésor (décision qu'elle avait prise effectivement début novembre).

En ce qui concerne l'avenir, dans un premier temps, le taux des IRS pourrait fluctuer entre 3,1% et 4%. Dans un second temps, ces taux pourraient monter à nouveau alors que l'économie continue à sortir en douceur de son trou. Les agences de rating commencent aussi à s'inquiéter de l'ampleur de la dette publique américaine. Cette hausse sera cependant limitée, car la conjoncture à moyen terme sera loin d'être enthousiasmante.

Notons que la forte volatilité des taux, observée depuis le début de la crise financière, persistera encore pendant un certain temps au gré des vagues de pessimisme et d'optimisme qui vont encore se succéder.

Sur le marché obligataire dans la **zone euro**, le resserrement de la politique monétaire de la BCE a entraîné une nouvelle poussée haussière du taux des IRS à 10 ans. La poursuite du redressement surprise de l'inflation a contribué à ce mouvement. Vu dans une perspective plus longue, ce taux a grimpé d'un minimum de 2,34% le août 2010 à 3,41% début mars et à 3,58% le 27 avril. Ce taux semble avoir ainsi retrouvé la marge de fluctuation en vigueur il y a un an soit 3,4% / 3,9%.

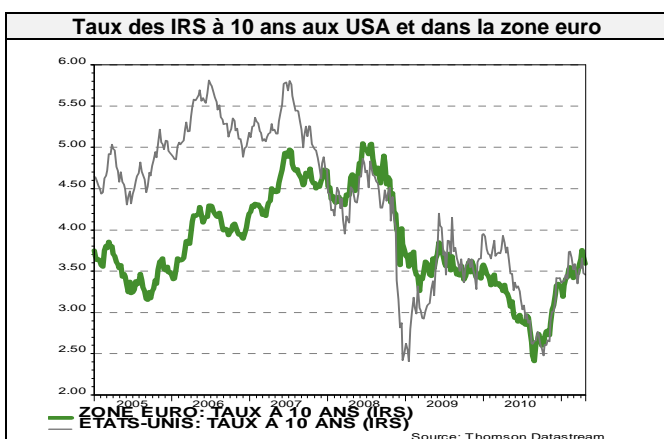
En ce qui concerne l'avenir, après le mouvement de correction des taux entamé depuis l'été dernier, le taux des IRS à 10 ans a retrouvé un niveau qui correspond mieux à un scénario de croissance du PIB continue mais peu brillante. Il s'est aussi substantiellement distancé de son minimum historique. Le potentiel de hausse dans un horizon à court terme est donc limité. Avec le boom des prix pétroliers, la conjoncture pourrait commencer à se détériorer, ce qui refroidira le marché obligataire. Dans un premier temps, le taux des IRS devrait donc osciller entre 3% et 3,8%. Ensuite une légère hausse à l'horizon d'un an est possible; cette hausse sera limitée, car la conjoncture européenne ne sera guère enthousiasmante en 2012 avec la poursuite des programmes de réduction des déficits budgétaires.

Dans un premier temps, l'Espagne et l'Italie ont été épargnées par les turbulences touchant le Portugal, les spread de leurs obligations avec celles de l'Allemagne s'étant même d'abord rétrécis substantiellement. Mais ensuite le gonflement des spéculations quant à une restructuration de la dette grecque a causé de nouveaux dégâts sur les spread espagnol et italien.

Au delà de ces considérations, il convient de se poser la question: les pays en difficultés sont-ils en train de parvenir à corriger les graves déséquilibres qui les ont marqués? Pour répondre à cette question, nous passons en revue l'évolution de trois indicateurs d'équilibre: compétitivité / performance commerciale, performance budgétaire et situation sur le marché immobilier.

L'Espagne, l'Irlande et la Grèce ont réalisé des progrès notables dans la correction de leurs gros déséquilibres. Toutefois la tâche reste considérable et de nouvelles avancées importantes doivent être encore réalisées. Cette année-ci sera cruciale, on verra si ces pays ont été en mesure de redresser la barre après les mesures d'austérité qui ont été mises en œuvre. Pas mal de risques subsistent aussi au niveau de la situation de leurs banques. Notons que le Portugal a enregistré jusqu'à présent peu de résultats dans la correction de ses déséquilibres.

La réduction des déficits budgétaires de plusieurs pays périphériques ne sera pas facile, spécialement pour les pays comme le Portugal et la Grèce qui souffrent d'un problème de compétitivité, car il est difficile de corriger un dérapage budgétaire lorsqu'on souffre d'un problème de compétitivité. Un dérapage budgétaire enclenche un effet boule de neige désastreux de la dette publique, effet qu'il est difficile d'arrêter à moins de prendre des mesures radicales. La situation de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande demeure particulièrement préoccupante. Le chemin menant au rétablissement de leur situation financière sera long et tortueux.



Marchés des changes: la BCE pousse l'euro à la hausse

Ces dernières semaines, l'euro a été tiraillé dans tous les sens, d'une part par une agitation ravivée autour de la crise de l'endettement dans certains pays de la zone euro, et d'autre part par l'anticipation d'un relèvement des taux par la BCE.

Après son appréciation spectaculaire depuis le début de cette année, l'euro peut temporairement perdre à nouveau un peu de sa valeur par rapport au dollar.

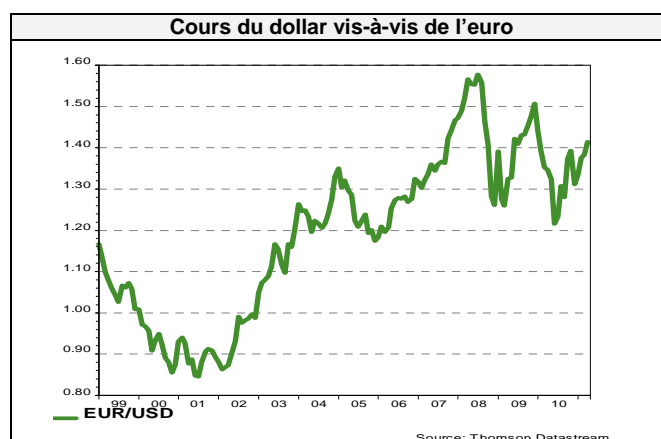
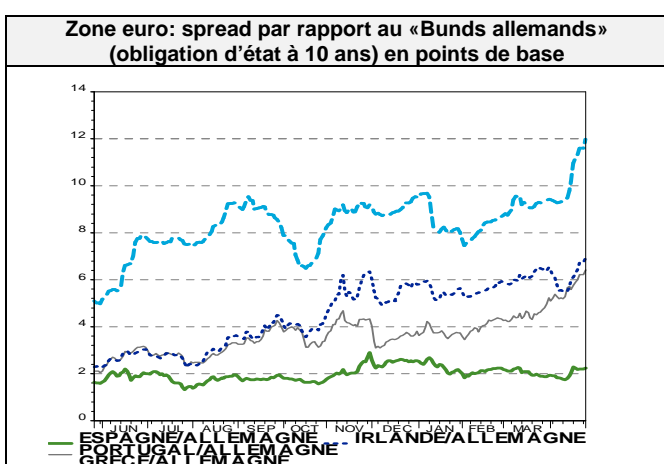
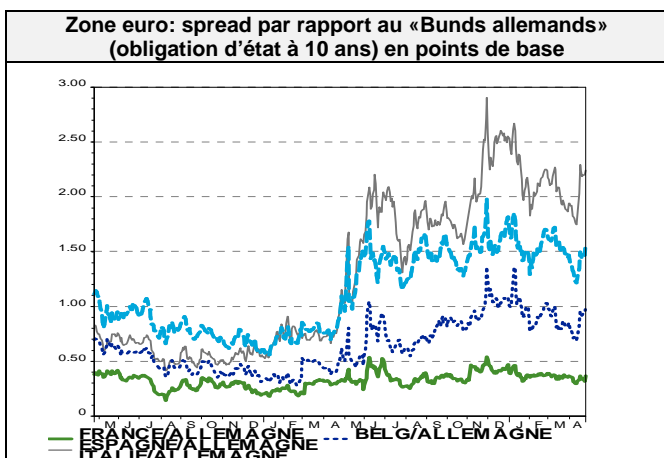
Après la belle prestation de l'euro, les chances de prises de bénéfices augmentent. A présent que la BCE a relevé son taux directeur, elle va décider de faire une pause pendant un certain temps. L'agitation sur les marchés financiers va-t-elle disparaître rapidement? Rien n'est moins sûr. Après la capitulation du Portugal, il n'est pas exclu que les spéculateurs soient à la recherche d'une nouvelle proie. De plus, les agences de notation sont à même de plomber les marchés, en décrétant de nouveaux abaissements de la notation des pays les plus vulnérables dans la zone euro. C'est en juin que seront publiés les résultats des tests de résistance (*stress tests*) des banques européennes, ce qui pourrait faire monter la nervosité sur les marchés financiers.

Dans les prochains mois, l'amélioration du marché de l'emploi et la hausse de l'inflation aux Etats-Unis pourraient attiser l'anticipation d'une hausse du taux de base américain, et soutenir ainsi le dollar.

Mais après une brève interruption, on constate que l'euro regagne progressivement de la valeur par rapport au dollar américain.

Selon notre scénario en matière de taux d'intérêt, la BCE devrait décider de relever son taux repo à nouveau plus tard dans l'année. Et l'attente de cette décision fera bondir l'euro. De plus, les mesures d'économie vont commencer à porter leurs fruits dans les pays de la zone euro, ce qui, à terme, devrait calmer l'agitation relative à la crise de l'endettement sur les marchés financiers.

Comme la Réserve Fédérale ne suivra qu'avec retard le mouvement de relèvement des taux amorcé par la BCE, l'écart devrait se creuser entre les taux à court terme dans la zone euro et aux Etats-Unis, et ce au détriment du dollar. Enfin, sur les marchés financiers, on sera peut-être plus attentif aux gigantesques déficits américains des opérations courantes avec l'étranger et du budget.



Achevé de rédiger le 27 avril 2011.

Rédaction: Jacques De Pover, Stefan Farkas.

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

Directeur de la Publication: Alain Clot – Directeur de la publication – 1 passerelle des Reflets – La Défense 2 – TSA 92002 – 92919 LA DEFENSE Cedex

La reproduction d'éléments de cette publication est autorisée avec mention de la source. Les informations qui y figurent sont données à titre purement documentaire et ne peuvent engager notre responsabilité.

Sources des données: Thomson Reuters Datastream – Bloomberg Eurostat