

Février 2010

1. Etats-Unis: l'amorce du repli du chômage, gage d'une reprise durable?

Au 4^{ème} trimestre, la reprise s'est nettement intensifiée avec la fin du déstockage mais aussi une amélioration tant de la consommation, que des investissements des entreprises et des exportations.

Abstraction faite d'un 1^{er} trimestre, qui pourrait être influencé négativement par un hiver rigoureux, il y a de plus en plus de signes que la reprise sera durable:

- Le marché du travail montre un début d'amélioration, le taux de chômage ayant déjà amorcé sa décrue. Si cette tendance persiste, cela devrait fournir des bases plus solides à l'amélioration de la confiance des ménages et au redémarrage de la consommation.
- La consommation s'est redressée depuis l'été dernier malgré un contexte très difficile.
- Les exportations grimpent à nouveau, spécialement vers les pays émergents.
- Les commandes de biens d'investissement sont redevenues positives.
- Le marché immobilier résidentiel semble avoir atteint son plancher avec la stabilisation des prix immobiliers. Par ailleurs les ventes de logement existant effectivement conclues parviennent à absorber les importantes offres en provenance des saisies d'immeuble.

Le risque d'une replongée dans la récession (c.à.d. d'une reprise en forme de W) s'éloigne donc. Plusieurs éléments freineront cependant la reprise:

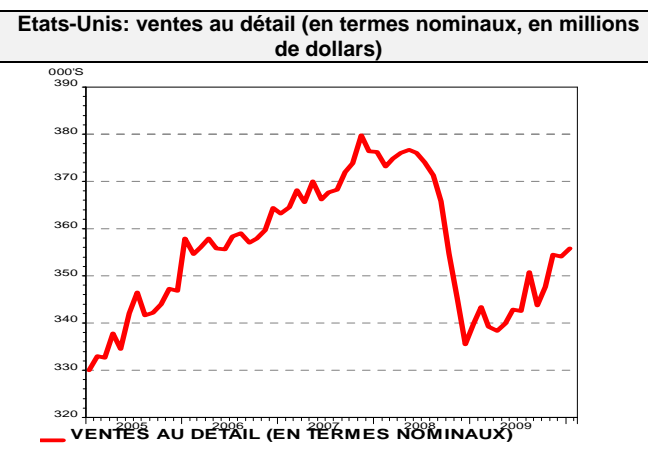
- Les ménages pourraient se montrer désormais réservé face à l'usage du crédit et continuer à renforcer leur épargne. De plus les saisies d'immeubles ne sont pas terminées.
- A moyen terme, la Fed reviendra à un mode de fonctionnement normal, abandonnant sa politique de taux directeur à 0%.
- L'énorme déficit budgétaire devra être réduit.

Les USA s'acheminent donc vers une reprise modérée, ce qui est décevant, car traditionnellement une récession est suivie par une forte reprise de l'économie, ce qui ne sera pas le cas.

En quelques mois à peine, la déflation a fait place à l'inflation, le taux d'inflation passant de -2,1% en juillet 2009 à +2,7% en janvier 2010. Cette métamorphose est largement imputable aux mouvements très amples des prix pétroliers que l'on a connus au cours des deux dernières années.

Il ne faut cependant pas craindre une véritable reprise de l'inflation cette année, vu la chute du coût salarial et vu le niveau très faible du taux d'utilisation des capacités de production malgré la reprise de l'économie (il faudra une assez longue période pour retrouver le niveau de production d'avant la crise), ce qui signifie que les entreprises tournent au ralenti. En définitive, le taux d'inflation passera de -0,3% en 2009 à 2,2% en 2010 et à 2% en 2011.

La récession, le plan de relance de l'économie et les diverses opérations de sauvetage des banques laissent des traces sur les finances publiques. Le déficit budgétaire a grimpé de 1,4% du PIB en 2007 à 10,3% en 2009. Il s'inscrira à 9,2% en 2010 pour redescendre à 7,8% en 2011.



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

	2009	2010	2011
PIB	-2,4	2,7	2,4
Consommation privée	-0,6	1,6	1,8
Investissements des entreprises	-17,9	0,3	3,4
Construction résidentielle	-20,4	4,2	4,7
Exportations	-9,9	8,5	5,6
Importations	-14,2	5,3	3,2
Taux d'inflation	-0,3	2,2	2,0
Bal. opér. courantes (% PIB)	-3,0	-3,6	-3,8
Solde budgétaire (% PIB)	-10,3	-9,2	-7,8
Taux d'épargne des ménages	4,6	5,2	5,4

2. Zone euro: confirmation de la reprise économique

Selon les premières estimations, le PIB a progressé de 0,1% au quatrième trimestre 2009 par rapport au troisième trimestre.

Au premier trimestre 2010, l'économie a poursuivi sur sa lancée puisque l'indicateur du sentiment économique, qui donne une bonne indication de l'évolution du PIB, a atteint en février son niveau le plus élevé depuis juin 2008. En février, il a reculé très légèrement, suite à la baisse de la confiance des consommateurs.

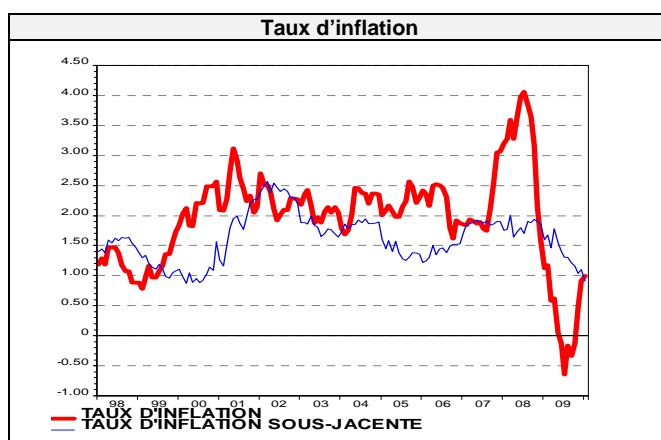
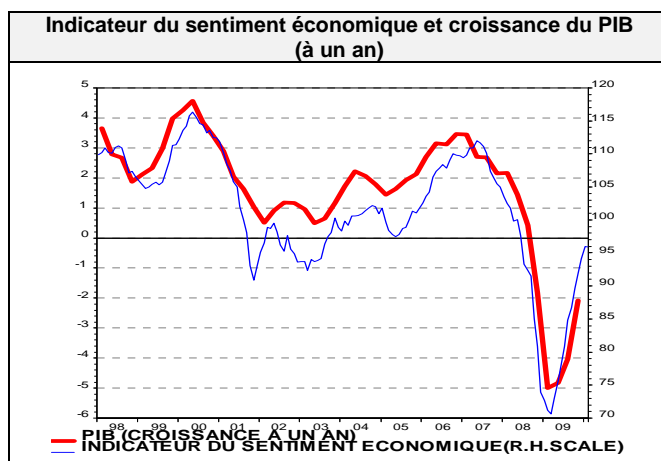
La confiance des consommateurs a à peine progressé en janvier et a chuté en février. Durant ce dernier mois, les consommateurs sont devenus beaucoup plus pessimistes en Italie, en Espagne, au Portugal et en Grèce. Cette évolution est sans conteste liée aux gigantesques déficits budgétaires et au besoin urgent de les réduire. La perspective de vastes assainissements budgétaires incite le consommateur à économiser davantage. L'année dernière, le taux d'épargne des ménages s'est élevé à un niveau record dans la zone euro. En outre, le chômage continue d'augmenter chaque mois depuis avril 2008. En décembre 2009, le taux de chômage a grimpé à 10%, soit son niveau le plus élevé depuis août 1998. Comme le marché du travail ne réagit qu'avec retard à l'amélioration de la conjoncture, le chômage atteindra son pic cette année seulement. Combinée à une inflation en moyenne plus élevée et à un relèvement des impôts dans plusieurs pays de la zone euro, cette situation aura un impact négatif sur le revenu des ménages. Si l'on ajoute à cela une épargne élevée, nous pouvons affirmer que la consommation privée n'augmentera pas de façon spectaculaire en 2010.

Les chefs d'entreprise dans l'industrie sont devenus nettement plus optimistes ces derniers mois. Il n'y a rien d'étonnant à cela puisque les exportations s'apprécient nettement depuis septembre 2009 et que les commandes à l'exportation et les commandes industrielles totales augmentent mois après mois depuis juillet 2009. La dépréciation de l'euro stimulera davantage les exportations. Les indices des directeurs des achats, tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur tertiaire, suggèrent une expansion pendant les premiers mois de l'année 2010.

La croissance de la production entraîne à la hausse le taux d'utilisation des capacités de production. Malgré cette hausse, il reste largement en dessous de son niveau normal, ce qui n'incite pas les entreprises à se presser d'accroître leurs investissements.

En janvier, l'inflation a légèrement augmenté pour s'établir à 0,99%. Durant les 12 prochains mois, elle va poursuivre son redressement sous l'impulsion des prix des matières premières (principalement l'énergie), qui augmenteront à mesure que la reprise mondiale de la conjoncture gagnera de la vitesse. Cette tendance haussière sera encore renforcée par la dépréciation de l'euro face au dollar américain (dans lequel la majorité des prix des matières premières sont exprimés). Toutefois, l'ampleur des capacités de production non utilisées et l'évolution très modérée des salaires éviteront tout dérapage de l'inflation.

IG Metall, le principal syndicat allemand, s'est contenté d'une augmentation salariale modeste pour les deux prochaines années (une prime de 320 euros en 2010 et un relèvement de 2,7% des salaires nominaux à partir d'avril 2011), en échange d'une augmentation du chômage temporaire et d'une diminution de la durée du travail. Cet accord vise surtout à protéger l'emploi. C'est pourquoi nous prévoyons que l'inflation restera en moyenne sous la norme des 2% imposée par la BCE cette année et la suivante.



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2009	2010	2011
PIB	-4,0	1,3	2,0
Consommation privée	-0,9	0,6	1,5
Investissements	-10,8	-0,2	4,3
Exportations	-13,2	5,8	4,8
Importations	-11,4	4,3	5,6
Taux d'inflation	0,3	1,3	1,7
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	-0,4	-0,3

3. Matières premières: l'arrêt de la flambée des prix n'était que temporaire

Dans le sillage des autres matières premières, les prix du pétrole brut s'étaient orientés à la baisse entre la deuxième semaine de janvier et la première semaine de février. Cette baisse, qui fut temporaire, ne s'expliquait pas uniquement par l'incertitude régnant sur les marchés financiers quant à la situation des finances publiques. Les statistiques hebdomadaires des stocks américains de pétrole ont joué un rôle important à cet égard.

A partir de la 2ème semaine de février, le cours du baril a à nouveau évolué à la hausse, les spéculateurs étant encouragés par les excellents chiffres montrant la vigueur de la reprise aux USA et en Asie.

Aux Etats-Unis, les stocks commerciaux de pétrole ont progressé de 3,3% entre le 22 janvier et le 19 février, en dépit de la météo hivernale rude. Ils restent dès lors supérieurs aux prévisions établies par les marchés financiers. Les stocks de pétrole stratégiques, 2,2 fois plus élevés que les stocks commerciaux, se maintiennent à un niveau record.

Il faut constater la faible capacité utilisée par les raffineries de pétrole américaines. Cette situation était en partie due à des travaux de maintenance périodiques, mais aussi à la demande limitée des consommateurs. C'est pourquoi les stocks de produits raffinés (diesel et mazout) sont encore très confortables, malgré leur repli durant les mois précédents.

Les Etats-Unis ne sont pas les seuls à ne pas manquer de brut. C'est aussi le cas à l'échelle mondiale. Selon les statistiques établies par Bloomberg, l'offre mondiale de pétrole brut a été supérieure à la demande en janvier, ce qui permet aux stocks de se maintenir à un niveau élevé.

En outre, la demande en pétrole ne devrait pas trop augmenter cette année. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la demande mondiale de brut augmentera de 1,8% cette année, après une baisse de 1,5% en 2009. Cette augmentation interviendrait uniquement dans les pays émergents. Aucune augmentation n'est prévue dans les pays industrialisés de l'OCDE. L'OPEP, moins optimiste que l'AIE, prévoit une augmentation d'à peine 1% de la demande mondiale en 2010.

Au vu des données concernant l'offre et la demande ainsi que les stocks, le prix de l'or noir ne devrait pas monter à l'heure actuelle. Puisque la demande en pétrole brut diminue habituellement à partir du printemps, une baisse des prix du pétrole n'est pas impossible au deuxième trimestre. A partir du second semestre de cette année, nous prévoyons une nouvelle hausse des prix du pétrole. D'ici là, la reprise de l'économie mondiale se sera dessinée plus clairement et les marchés financiers spéculeront sur une embellie de l'économie et partant, sur une augmentation de la demande en pétrole brut en 2011.

En outre, juin marque le début de la saison des ouragans dans le Golfe du Mexique. L'année dernière a vu la saison la plus calme depuis 1997, ce qui s'expliquerait par le phénomène météorologique El Niño (réchauffement des eaux du Pacifique). A mesure qu'El Niño s'affaiblit, les météorologues prévoient une saison des ouragans plus virulente cette année, ce qui renforce le risque d'interruptions de la production et accroît la probabilité d'une montée des prix du pétrole.

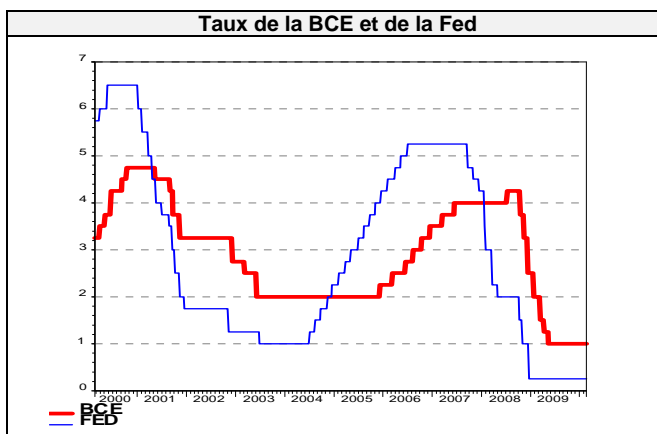
Toutefois, cette hausse ne sera pas extraordinaire, et ce, pour plusieurs raisons: la croissance relativement modérée de la demande en pétrole brut, les stocks de pétrole toujours bien garnis et la forte capacité inutilisée des pays de l'OPEP, qui leur permet d'augmenter relativement vite leur production en cas de nécessité.

4. Taux à court terme

Lors de sa réunion du 27 janvier, la **Fed** a adopté un langage plus optimiste quant à l'évolution de l'économie. Toutefois elle est préoccupée par le niveau élevé du chômage, par les problèmes sur le marché immobilier et par l'état de la machine du crédit. C'est pourquoi elle a réaffirmé qu'elle maintiendra son taux directeur (taux des fed funds) à un niveau exceptionnellement bas pour une période prolongée.

Cela ne signifie cependant pas qu'elle reste et restera inactive. Elle s'est en effet clairement engagée dans la voie du drainage des énormes volumes de liquidité, émis pendant la crise. Pour ce faire, la Fed a d'abord mis fin ou annoncé qu'elle mettra fin à plusieurs programmes d'urgence qu'elle avait mis au point au début de la crise afin de fournir massivement des liquidités au système financier. Elle a ensuite relevé son taux d'escompte, le 18 février. Elle envisage aussi de relever le taux qu'elle paye sur les réserves excédentaires des banques.

Elle relèvera enfin le taux des fed funds vers un niveau plus normal.



Lors de sa réunion du 4 février, la **BCE** a jugé le niveau de son taux directeur approprié, ce qui suggère qu'il ne devrait pas bouger durant les prochains mois.

Avant de relever ce taux, elle épongera les énormes volumes de liquidité (qu'elle a accordée aux banques depuis le début de la crise). Vu le redémarrage de l'économie et la disparition de l'importante prime de risque sur les taux interbancaires, elle s'est engagée dans cette voie, estimant que toutes les mesures exceptionnelles de soutien massif au système financier ne sont plus nécessaires. Elle a ainsi pris les premières décisions en ce sens.

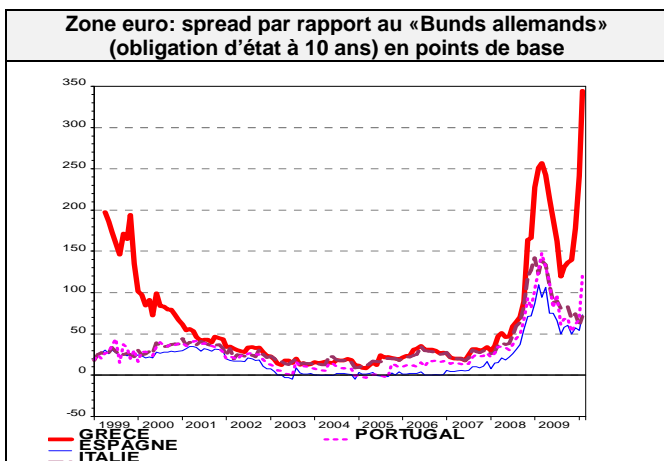
Ensuite elle poussera l'EONIA et l'euribor au dessus du taux directeur. Rappelons que d'une manière étonnante, la BCE avait poussé ces deux taux très en dessous de son taux directeur.

Enfin lorsqu'elle sera certaine que l'économie est sortie du tunnel, elle relèvera son taux directeur (taux Repo). Un premier relèvement interviendrait à la fin de l'année et un deuxième au printemps 2011.

5. Taux à long terme

Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans (3,69% actuellement) s'est quelque peu détendu après le mouvement de hausse qui avait porté ce taux de 3,27% le 30 novembre à 3,99% le 28 décembre. Il aurait pourtant pu poursuivre sur sa lancée vu la publication de statistiques qui montrent que l'expansion du PIB au 4^{ème} trimestre a été vigoureuse, vu aussi l'amorce du repli du chômage et vu la réapparition de l'inflation (2,7% en janvier). Mais le marché obligataire américain semble avoir profité des remous en Europe, provoqués les problèmes budgétaires. De plus, les marchés sont probablement rassurés par les propos de la Fed qui suggèrent qu'elle maintiendra encore pendant un certain temps son taux directeur à un niveau très bas, ce qui débouchera sur le maintien d'une courbe des taux très ascendante. Dans ce contexte, de nombreux investisseurs emprunteront à court terme pour acheter des obligations du Trésor, ce qui permettra au taux des IRS à 10 ans de rester à un niveau fort bas.

Durant les 12 prochains mois, une hausse modérée des taux obligataires peut être attendue: la Fed deviendra graduellement moins accommodante et le financement de l'important déficit budgétaire pourrait entrer en concurrence avec la reprise de la demande pour des crédits d'investissements et des prêts hypothécaires, reprise qui pourrait intervenir durant la 2^{ème} partie de l'année.



Dans la **zone euro**, le taux des IRS à 10 ans est devenu nettement inférieur à son correspondant américain depuis décembre. Le contraste est frappant entre les données relatives à l'évolution du PIB au 4^{ème} trimestre: quasi stagnation d'un côté en Europe; reprise vigoureuse d'un autre côté aux USA. De plus la réapparition de l'inflation y a été moins forte (1% dans la zone euro et 2,7% aux USA en janvier).

Le taux européen est d'ailleurs moins volatil. Il fluctue depuis mi-mars 2009 dans une fourchette étroite (3,32% / 3,85%). Il a été récemment poussé dans une certaine mesure vers le bas par les tensions sur les marchés obligataires grec, portugais et espagnol, tensions liées à l'énorme déficit budgétaire dans ces pays.

Durant les 12 prochains mois, le taux des IRS sera l'objet d'une légère tendance haussière, suivant en partie l'appréciation des taux américains. Deux autres éléments contribueront à ce mouvement: la montée des déficits budgétaires; la politique, qui deviendra moins hyper-généreuse de la BCE.

6. Marchés des changes: les doutes quant aux finances publiques maintiennent la pression sur l'euro

L'euro a subitement plongé depuis décembre. Initialement, les préoccupations quant aux finances publiques grecques ont entraîné l'euro à la baisse. Ensuite, début février, l'inquiétude s'est propagée à l'Espagne et au Portugal. En février, les spéculateurs avaient pris les plus importantes positions courtes jamais prises par rapport à l'euro (ils tablaient donc sur une dépréciation de l'euro), ce qui n'est pas resté sans conséquence.

Outre l'aversion accrue pour le risque, qui rend le dollar plus attrayant comme valeur refuge, l'expansion plus forte que prévue du PIB américain au quatrième trimestre, la baisse du taux de chômage américain en janvier et la décision de la Réserve fédérale de relever le taux d'escompte ont fait progresser le dollar. Dans la zone euro, la croissance économique au quatrième trimestre est restée inférieure aux prévisions, ce qui a davantage affaibli l'euro.

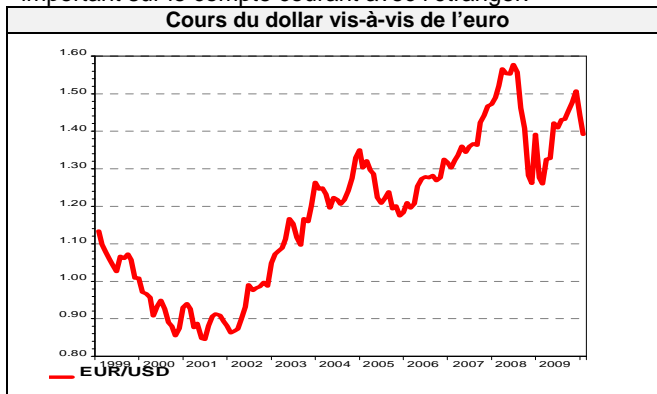
A court terme, les marchés des changes resteront très capricieux, selon que le sentiment s'éclaircira ou s'assombriera.

Après une chute sévère, une correction technique de l'euro vers le haut est possible au cours des mois à venir. Ces derniers mois, les bureaux de rating et les marchés financiers ont mis plusieurs pays de la zone euro sous pression pour qu'ils prennent en charge leurs déficits budgétaires. Ils y sont parvenus puisque tant la Grèce que l'Espagne ont pris des mesures draconiennes pour ramener leurs déficits en dessous du seuil de 3% de Maastricht d'ici 2012 et 2013 respectivement. Si ces deux pays respectent leur engagement, l'inquiétude diminuera sur les marchés financiers, ce qui donnera plus de marge à l'euro pour reconquérir une partie du terrain perdu face au dollar.

A long terme toutefois, le dollar américain va s'apprécier durablement face à l'euro. La croissance économique, bien plus vigoureuse aux Etats-Unis que dans la zone euro, en sera la principale responsable. Les marchés financiers partiront dès lors du principe que la Réserve fédérale américaine va réduire plus tôt ses mesures de stimulation que la BCE (d'autant plus que la BCE doit tenir compte des conséquences de la crise grecque).

Selon notre scénario de taux d'intérêt, la Fed relèvera plus tôt que la BCE son taux directeur. La différence de taux à court terme entre la zone euro et les Etats-Unis se réduira donc, ce qui jouera en faveur du dollar.

Durant les 12 prochains mois, la dépréciation de l'euro par rapport au dollar sera progressive (il n'est donc nullement question d'un effondrement du cours de l'euro). En effet, les Etats-Unis aussi sont confrontés à un déficit budgétaire gigantesque, une dette publique croissante et un déficit important sur le compte courant avec l'étranger.



Achevé de rédiger le 26 février 2010.

Rédaction: Jacques De Pover, Stefan Farkas.

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

Directeur de la Publication: Pascal Poupelle – 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.