

Avril 2010

1. Etats-Unis: la reprise se propage et devient de plus en plus durable

Le premier trimestre s'est bien déroulé malgré un hiver particulièrement dur.

C'est le redressement de l'activité dans l'industrie qui est à la base de la reprise de l'économie. Son rôle moteur est loin d'être terminé, comme le reflètent le niveau excellent de l'indice ISM et la vigueur de l'activité dans un secteur très cyclique comme celui de l'acier. Plus rassurant: la reprise s'est propagée au secteur des services et à la consommation, qui est en hausse 3 trimestres consécutifs; elle a aussi permis d'arrêter la détérioration de l'emploi, ce qui fournira une base plus solide à la relance de la consommation. Il y a donc de plus en plus de signes que la reprise sera durable. Le redressement des bénéfices des entreprises est d'ailleurs spectaculaire; cela devrait limiter le besoin de nouvelles restructurations et ouvrir la voie au redémarrage des investissements.

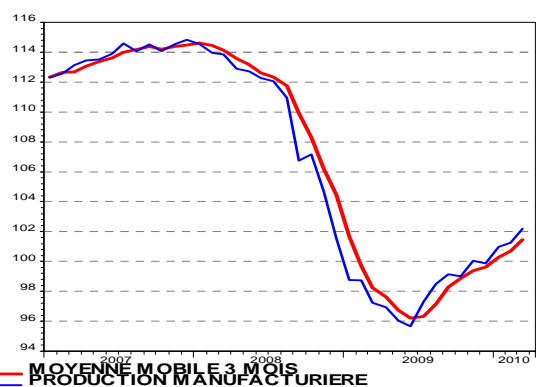
Plusieurs éléments limitent cependant nettement l'enthousiasme. Le contexte n'est guère favorable à la consommation. Les ménages pourraient se montrer réservé face à l'usage du crédit. De plus les saisies d'immeubles ne sont pas terminées. Par ailleurs le chômage descendra lentement, ce qui signifie qu'il restera encore à un niveau très élevé.

A moyen terme, la Fed abandonnera sa politique de taux directeur à quasi 0% et l'énorme déficit budgétaire devra être réduit. C'est pourquoi le rythme d'expansion du PIB pourrait retomber de 2,9% en 2010 et de 2,4% en 2011.

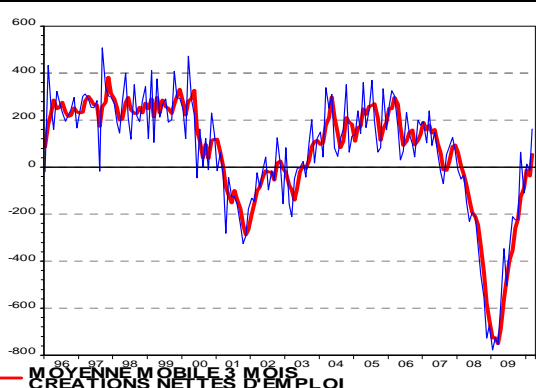
En quelques mois à peine, on est passé de la déflation à l'**inflation**, le taux d'inflation passant de -2,1% en juillet 2009 à +2,4% en mars 2010. Cette métamorphose est largement imputable aux mouvements très amples des prix pétroliers que l'on a connus au cours des deux dernières années. Le concept d'inflation sous-jacente, qui fait abstraction des prix des produits pétroliers et alimentaires, est plus approprié. Elle est depuis plus d'un an assez stable et s'élève en mars à 1,2%.

A moyen terme, l'inflation ne posera pas de problème. En effet les coûts salariaux sont en baisse de 4,7% durant les 12 derniers mois, résultat des importantes restructurations menées par les entreprises et d'un chômage élevé, qui n'incite pas les travailleurs à revendiquer des augmentations de salaires.

USA: production industrielle manufacturière (indice)



USA: créations nettes d'emplois (engagements moins licenciements; en 000 unités)



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

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------|-------|------|------|
| PIB | -2,4 | 2,9 | 2,4 |
| Consommation privée | -0,6 | 2,0 | 1,8 |
| Investissements des entreprises | -17,8 | 0,7 | 3,4 |
| Construction résidentielle | -20,5 | 3,8 | 4,6 |
| Exportations | -9,6 | 9,3 | 5,6 |
| Importations | -13,9 | 6,3 | 3,3 |
| Taux d'inflation | -0,3 | 2,1 | 2,0 |
| Bal. opér. courantes (% PIB) | -2,9 | -3,6 | -3,8 |
| Solde budgétaire (% PIB) | -10,3 | -8,9 | -7,5 |
| Taux d'épargne des ménages | 4,3 | 3,5 | 3,7 |

2. Zone euro: la production industrielle et les exportations ont le vent en poupe

Après avoir stagné au quatrième trimestre 2009, le PIB a à nouveau affiché des chiffres de croissance positifs au premier trimestre de cette année. C'est ce que montrent notamment l'évolution de l'indicateur du sentiment économique, les indices des directeurs des achats et la production industrielle.

L'indicateur du sentiment économique, qui donne une bonne idée de l'évolution du PIB, a grimpé en avril à son plus haut niveau depuis mars 2008.

Après avoir baissé en février pour la première fois en près d'un an, l'indice de confiance des consommateurs a stagné en mars, puis a rebondi en avril. L'hésitation des consommateurs n'a rien d'étonnant. Depuis avril 2008, le nombre de chômeurs a augmenté chaque mois sans interruption et le taux de chômage est à son niveau le plus élevé depuis août 1998.

En plus de l'évolution défavorable du marché du travail, les assainissements budgétaires drastiques dans certains pays de la zone euro ont lourdement pesé sur la confiance des consommateurs.

Une hausse plus limitée des salaires, combinée à une inflation plus élevée, vont réfréner l'accroissement du pouvoir d'achat des consommateurs au cours des prochains mois, et par conséquent, la croissance de leur consommation. Ce phénomène s'observe déjà dans les ventes au détail et se reflétera également dans les ventes de voitures dans les prochains mois, étant donné que la prime à la casse sera diminuée, voire supprimée dans certains pays.

L'optimisme des chefs d'entreprises grimpe encore, grâce à leurs carnets de commandes mieux garnis et au renforcement de leur position concurrentielle dû à la dépréciation de l'euro.

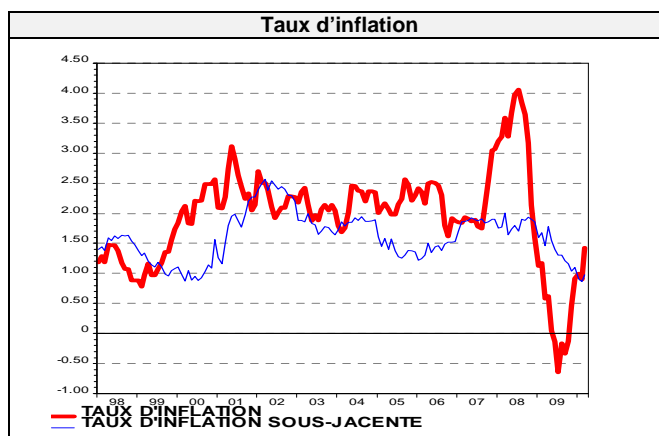
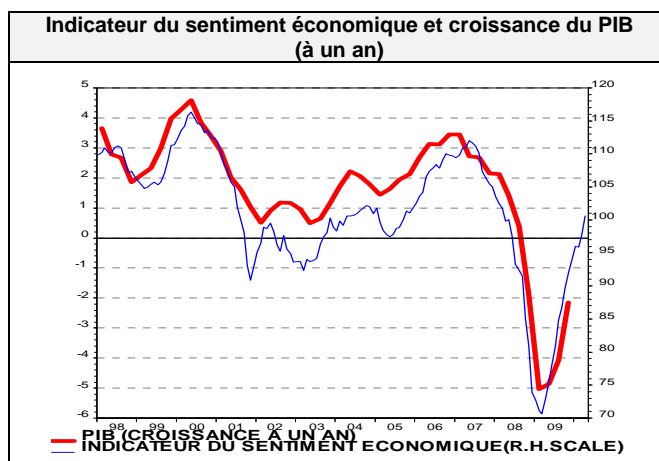
La meilleure conjoncture des partenaires commerciaux (principalement les Etats-Unis et l'Asie) et l'euro moins fort stimulent depuis quelque temps les exportations de la zone euro. Dans les prochains mois, les exportations vont continuer à s'accroître, car les commandes à l'exportation ont augmenté chaque mois entre juillet 2009 et avril 2010. L'attrait des exportations et la reconstitution des stocks favorisent la production industrielle. Les indices des directeurs des achats, tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur des services, confirment l'amélioration de la situation dans les deux secteurs.

La rigueur de l'hiver a clairement freiné les activités du secteur du bâtiment. A présent que les conditions météorologiques sont plus clémentes, ce secteur va rattraper son retard, ce qui donnera une impulsion supplémentaire à la croissance économique à partir de mars. Le carnet de commandes du secteur du bâtiment est resté pratiquement stable au cours du dernier trimestre 2009, mais a connu une amélioration depuis janvier 2010.

L'inflation est passée de 0,90% en février à 1,43% en mars. Selon une première estimation, l'inflation s'est affichée à 1,5% en avril.

La montée des prix des matières premières et la dépréciation de l'euro pousseront l'inflation vers le haut au cours des prochains mois, mais pas au point que l'inflation moyenne de cette année et de l'année prochaine franchisse la norme de 2% de la BCE.

L'euro ne va se déprécier que progressivement. La faible demande intérieure réduit les marges de manœuvre des entreprises en matière de hausse de leurs prix. Le chômage élevé entrave depuis quelque temps les augmentations de salaire et va conduire au maintien de la modération salariale cette année encore.



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

3. Matières premières: l'optimisme quant à l'économie américaine et chinoise provoque une nouvelle flambée des prix

Les prix du pétrole n'ont pas échappé à la hausse généralisée notée sur les marchés des matières premières, à la suite de la publication de statistiques économiques excellentes aux USA et en Chine. Toutefois, la demande, l'offre et les stocks de pétrole brut ne justifient pas une telle appréciation des prix.

Malgré la rigueur de l'hiver, les stocks de pétrole commerciaux américains ont augmenté de 9,5% entre le 22 janvier et le 23 avril. Les stocks de pétrole stratégiques, qui sont deux fois plus importants, restent proches de leur niveau record de début janvier.

Le 23 avril, les stocks de produits raffinés (diesel et mazout) et d'essence étaient toujours supérieures à ceux de l'année précédente.

Par ailleurs, aux Etats-Unis, la demande en produits pétroliers reste très modérée, en dépit de la forte reprise économique.

Sur le plan mondial, aucune pénurie de pétrole n'est observable. L'offre mondiale de pétrole brut suit sans problème la demande, et ce malgré l'envol des importations de pétrole en Chine. Les stocks mondiaux se maintiennent à niveau. Cette année, les perspectives pour la demande mondiale en pétrole brut sont toujours relativement modérées.

A court terme, une baisse temporaire des prix du pétrole n'est pas à exclure. Habituellement, la demande en pétrole brut diminue au printemps dans l'hémisphère nord. Par ailleurs, la constitution des stocks de pétrole aux Etats-Unis (le plus gros consommateur de pétrole au monde) tempère la pression sur les prix.

L'OPEP se satisfait d'un prix entre 70 et 80 dollars le baril. Plus les prix du brut augmentent, moins les pays de l'OPEP font preuve de discipline quant au respect de leur quota. Autrement dit, ils pompent toujours plus d'or noir que convenu. Si les prix du pétrole montent encore, les pays de l'OPEP risquent de relever à nouveau leur quota.

Le cartel pétrolier dispose d'ailleurs encore d'une capacité tampon suffisante (5,5 millions de barils par jour en mars sans compter l'Irak) pour extraire plus de pétrole.

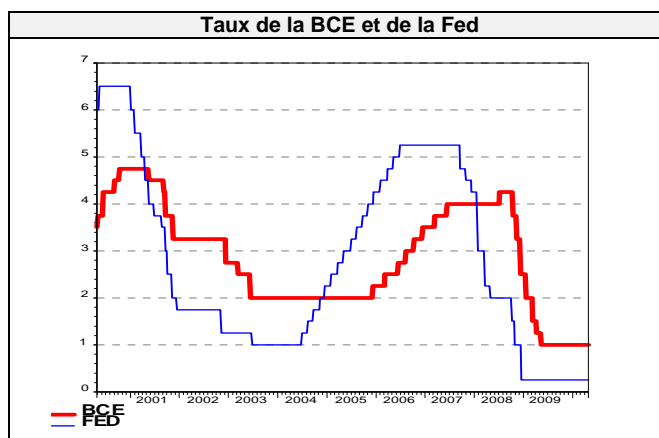
Toutefois vers la fin de l'été, le risque d'une nouvelle appréciation des prix du pétrole augmente. En juin, la saison des ouragans commence dans le golfe du Mexique pour durer jusqu'à la fin novembre. Le pic de la saison des ouragans a lieu en septembre. Les dégâts éventuels à l'infrastructure pétrolière peuvent entraîner des problèmes de production et d'approvisionnement aux Etats-Unis, et par conséquent une flambée des prix du pétrole. De plus, les spéculateurs vont continuer à anticiper la poursuite de la croissance économique mondiale, et dès lors l'augmentation de la consommation de pétrole en 2011.

Nous ne prévoyons toutefois pas de hausse exagérée des prix du pétrole (comme au premier semestre 2008), étant donné que les stocks toujours confortables, la demande relativement modérée et une éventuelle hausse du quota de production par l'OPEP tempéreront la pression sur les prix.

4. Taux à court terme

Résorber le volume gigantesque de liquidité sera une tâche ardue pour la Fed. Certes au début de la crise, les injections de liquidité prenaient la forme de prêts d'urgence à court terme aux banques, mais ceux-ci n'ont graduellement plus été utilisés et remplacés par des achats massifs de titres à long terme par la Fed. Il en découle qu'actuellement l'énorme bilan de la Fed (2,3 trillions de dollars, soit 16% du PIB!) est composé à raison de 82% de titres à long terme. Réduire cet imposant portefeuille pourrait se révéler difficile et prendre de nombreuses années, à moins de provoquer une montée inopportune des taux d'intérêt à long terme.

Lors de sa réunion du 28 avril, la Fed a réaffirmé qu'elle maintiendra son taux directeur (à savoir le taux des Fed funds), à un niveau exceptionnellement bas pour une période prolongée (à 0% / 0,25% depuis mi-décembre 2008). Elle ne touchera pas à ce taux tant qu'elle ne sera pas certaine que la reprise soit bien engagée et que la déflation n'apparaît pas.



Afin de réduire le volume démesuré de liquidité, la tâche de la BCE est plus facile que la Fed. Pour injecter ces liquidités, la BCE avait en effet procédé très différemment: contrairement à la Fed, elle avait peu recouru à des achats de titres à long terme, se focalisant sur des opérations de prêts à court terme aux banques. Lorsque ces prêts arriveront à échéance, le volume des liquidités se réduira en principe automatiquement.

La tension sur le marché monétaire diminuant sensiblement (diminution qui n'a pas été enrayée par la crise grecque), elle a démantelé plusieurs mesures exceptionnelles qu'elle avait prises au début de la crise financière. Ce démantèlement n'a pas perturbé les marchés, les taux à court terme bougeant à peine.

En ce qui concerne son taux directeur, la BCE a maintenu ce taux à 1% lors de sa réunion mensuelle du 8 avril. Elle a fait comprendre qu'un relèvement de ce taux n'est pas d'actualité.

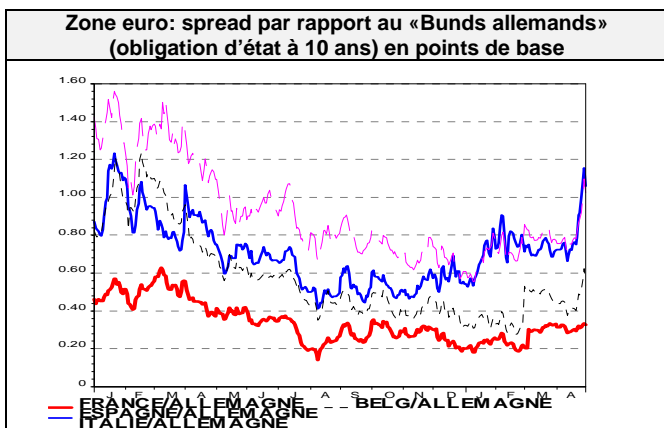
Dans sa stratégie de sortie de crise, elle procédera vraisemblablement en 3 étapes. Elle mettra d'abord fin en douceur aux mesures d'urgence, ce qui se traduira par un apport moins massif de liquidité aux banques. Ensuite elle poussera l'EONIA et l'euribor au dessus du taux directeur (cela ne devrait pas se produire dans l'immédiat). Enfin lorsqu'elle sera certaine que l'économie sort du tunnel, elle relèvera son taux directeur (taux Repo).

Notons que les perturbations sur les marchés financiers, provoquées par la crise grecque, incitent la BCE à la prudence (pas de relèvement rapide de son taux directeur).

5. Taux à long terme

Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans est reparti à la hausse début avril après la publication de bonnes nouvelles quant à l'évolution de la conjoncture. Il a même testé le cap des 4%. Ensuite ce taux s'est légèrement replié, terminant à 3,69% le 30 avril, impressionné par la publication des minutes de la réunion de la Fed qui suggèrent qu'elle ne relèvera pas son taux directeur avant pas mal de temps. De nouveaux remous quant au drame grec ont aussi joué un rôle (risque de l'éclatement d'une nouvelle phase de la crise financière).

Durant les 12 prochains mois, une augmentation modérée des taux obligataires peut être attendue. En effet la Fed a arrêté ces achats massifs d'obligations. De plus elle procédera à un relèvement de son taux directeur à la fin de l'année, ce qui influencera les taux obligataires à la hausse. Enfin le financement de l'important déficit budgétaire, qui jusqu'à présent n'a pas posé problème, pourrait entrer en concurrence avec la reprise attendue 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 évolue selon une tendance baissière, passant de 3,60% le 31 décembre à 3,19% le 30 avril. La crise grecque fait craindre le déclenchement d'une crise plus large affectant d'autres pays. De plus la croissance de l'économie au 4^{ème} trimestre a déçu, l'hiver très dur a laissé des traces et l'inflation sous-jacente demeure faible (1% en mars).

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: 1° le financement des déficits budgétaires entrera à moyen terme en concurrence avec la reprise attendue de la demande de crédit de la part des entreprises, reprise qui pourrait intervenir à partir de la fin de l'année; 2° la politique de la BCE deviendra moins hyper-généreuse, spécialement en ce qui concerne l'apport de fonds à plus long terme. Cette tendance à la hausse des taux sera cependant tempérée par la faiblesse de l'inflation et par la montée persistante du chômage.

La situation en Grèce continue à inquiéter le marché obligataire malgré des mesures d'austérité draconiennes prises par le gouvernement. L'Allemagne hésite cependant à venir en aide à ce pays, ce qui rend le marché nerveux. La contagion de la crise grecque aux autres pays est limitée. Les spread entre les taux obligataires allemands d'un côté et les taux espagnols (104 pb), portugais (220 pb) et italiens (100 pb) d'un autre côté ont monté tout en restant éloigné du spread grec (625 pb), la situation de ces trois pays étant moins aigüé.

6. Marchés des changes: la crise grecque continue à influencer le cours de l'euro

L'euro, en proie aux perturbations dues aux finances publiques grecques, continue à se déprécier par rapport au dollar.

Le contenu concret des mesures de soutien des pays de la zone euro à la Grèce le 11 avril a initialement été accueilli positivement par les marchés financiers, permettant par la suite à l'euro de se redresser légèrement.

Cependant, ce mouvement a été de courte durée, la méfiance des marchés financiers vis-à-vis de la Grèce montant à nouveau avec la révision en hausse du déficit budgétaire grec et la dégradation de la note de la dette grecque par Moody's le 22 avril et par Standard & Poor's le 27 avril.

Le 23 avril enfin, la Grèce a capitulé devant la pression des marchés financiers, demandant l'activation du mécanisme de soutien des pays de la zone euro et du FMI.

Le 27 avril, Standard & Poor's a revu le rating du Portugal vers le bas et le lendemain celui de l'Espagne, ce qui a accentué le recul de l'euro par rapport au dollar.

Jusque fin mai, l'incertitude concernant les finances publiques grecques va continuer à peser sur l'euro (la Grèce aura d'ici là clôturé la plupart de ses opérations de refinancement pour l'année). Ensuite, l'incertitude va probablement s'amenuiser et l'euro pourra regagner du terrain par rapport au dollar.

L'éventuelle appréciation de l'euro ne persistera toutefois pas très longtemps.

Suite à la montée en puissance de l'économie américaine, la Réserve fédérale relèvera son taux de base avant la BCE. Les marchés financiers commenceront déjà à anticiper ce durcissement monétaire quelques mois auparavant. Dès lors, nous attendons une dépréciation de l'euro dès l'automne.

En 2011, l'euro perdra encore de sa valeur par rapport au dollar, en raison de l'évolution divergente des taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans la zone euro mais aussi des écarts de croissance économique (entre la zone euro et les Etats-Unis qui verront leur PIB progresser plus rapidement).

L'appréciation du dollar par rapport à l'euro sera toutefois lente. Les différentiels de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe n'augmenteront que légèrement. Pour finir, les Etats-Unis doivent faire face à un large "twin deficit" (large déficit au niveau du budget et du compte courant avec l'étranger), ce qui va un tant soit peu couper les ailes au dollar.

Achévé de rédiger le 30 avril 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.