

Août 2010

Etats-Unis: signes d'essoufflement de la reprise

Au 2^{ème} trimestre, la progression du PIB a nettement ralenti et l'évolution récente des baromètres de conjoncture suggère que l'expansion de l'activité perd vigueur. Il est vrai que l'appréciation marquée du dollar gêne les entreprises exportatrices. D'ailleurs la confiance des consommateurs est faible, consommateurs qui continuent à réduire nettement leur recours au crédit à la consommation. Enfin après les élections au congrès en novembre, la politique de relance, menée par le pouvoir fédéral, fera place à l'austérité vu l'énorme déficit budgétaire.

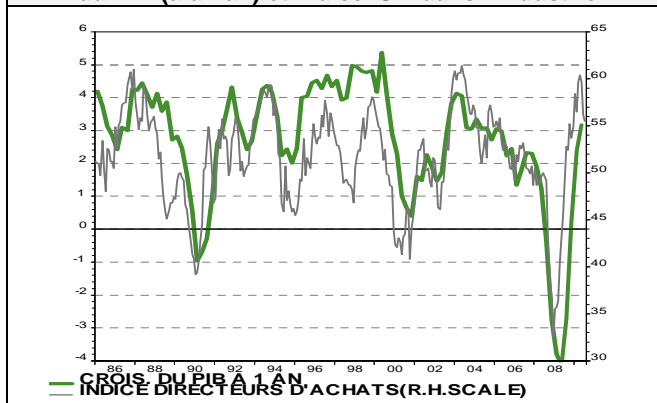
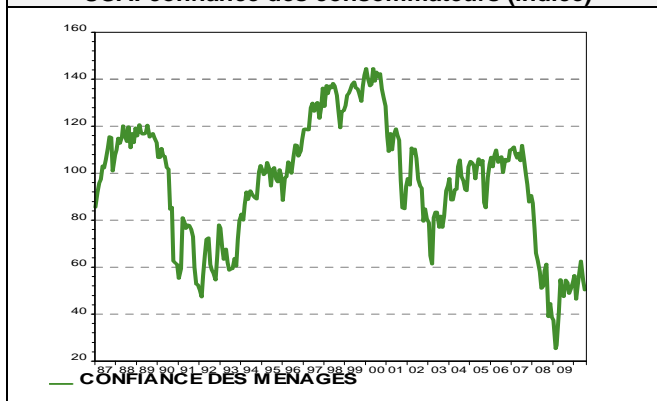
L'économie ne replongera cependant pas dans la récession, car elle sera soutenue

- Par l'accélération en termes réels des augmentations salariales, suite à la chute récente de l'inflation. Cela favorisera la consommation.
- Par le dynamisme des investissements des entreprises. Les bénéfices des entreprises ont presque retrouvé le niveau d'avant crise, ce qui leur permet d'investir à nouveau.
- Par l'évolution positive de l'économie mondiale.
- Par la poursuite du restockage, les stocks sont actuellement à leur plancher historique.

En conséquence, après une croissance du PIB s'élevant à 2,8% en 2010, nous tablons sur un ralentissement à 2,2% en 2011. Nous nous situons pour 2011 assez nettement en dessous du consensus des économistes qui envisage une expansion du PIB s'élevant à 2,8% en 2011.

La flambée des prix, observée en fin d'année dernière, a entièrement disparu. Le taux d'inflation est retombé de 2,8% en décembre à 1,3% en juillet. Les prix à la consommation ont même carrément reculé en avril, en mai et en juin, ce qui fait craindre un retour de la déflation.

Vu l'évolution ascendante des prix des matières premières, les USA ne vireront probablement pas dans la déflation. En définitive, le taux d'inflation passera de -0,3% en 2009 à 1,6% en 2010 et à 1,3% en 2011.

USA: signes d'essoufflement de la reprise - croissance du PIB (à un an) et indice ISM dans l'industrie**USA: confiance des consommateurs (indice)****Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)**

	2009	2010	2011
PIB	-2,6	2,8	2,2
Consommation privée	-1,2	1,4	1,9
Investissements des entreprises	-17,1	4,5	4,3
Construction résidentielle	-22,9	1,7	4,9
Exportations	-9,5	11,7	5,9
Importations	-13,8	10,8	4,3
Taux d'inflation	-0,3	1,6	1,3
Bal. opér. courantes (% PIB)	-2,7	-3,5	-3,8
Solde budgétaire (% PIB)	-11,2	-10,2	-8,0
Dette publique brute (en % du PIB)	84,5	91,5	95,7
Taux d'épargne des ménages	5,9	6,2	6,7

Zone euro: l'Allemagne et sa croissance record tirent la zone euro

Selon une première estimation, au deuxième trimestre de cette année, le PIB de la zone euro a progressé de 1% par rapport au premier trimestre, principalement sous l'impulsion de la croissance économique élevée en Allemagne.

L'évolution des différentes composantes du PIB n'est pas encore connue. Mais il semblerait que ce ne soit pas la consommation privée qui ait contribué le plus largement à la croissance du PIB, à cause du ralentissement des ventes du commerce de détail et des ventes de voitures.

La bonne évolution du PIB au deuxième trimestre est probablement due aux exportations, à une reprise des investissements des entreprises et à un accroissement des stocks. Le secteur de la construction, paralysé en début d'année par un hiver rigoureux, a lui aussi connu une forte reprise.

En juillet, la conjoncture a continué sur sa lancée, comme l'indique l'amélioration du sentiment économique. Cependant, cette évolution ne s'est pas poursuivie en août, le recul des indices des directeurs des achats suggérant une croissance économique moins vigoureuse.

Le pire est passé pour le marché de l'emploi, mais c'est encore trop tôt pour pouvoir parler d'une amélioration générale.

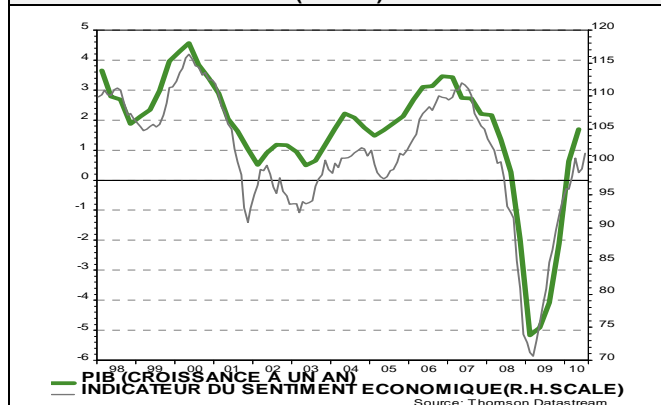
La restauration de la confiance des consommateurs et le recul du taux d'épargne ne devraient pas déboucher sur une croissance spectaculaire de la consommation privée. En effet, le revenu disponible sera mis sous pression par l'assainissement budgétaire dans les pays de la zone euro et par la modération salariale.

La progression de la confiance des chefs d'entreprise, les carnets de commandes bien remplis et l'amélioration des cash flow des entreprises vont stimuler leurs investissements. A cela s'ajoute le fait que l'on ne peut pas reporter indéfiniment les indispensables investissements de remplacement.

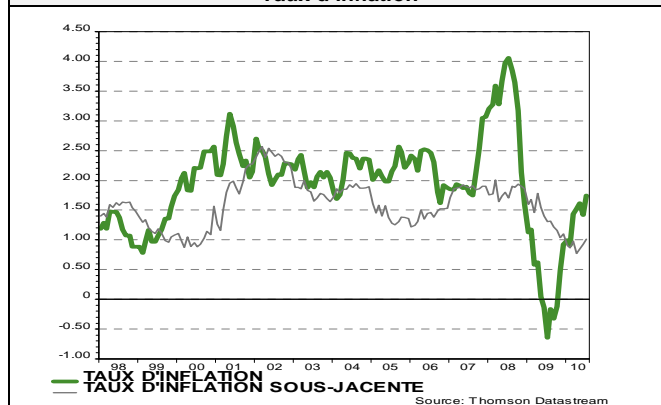
Mais, malgré son amélioration au cours des derniers mois, le taux d'utilisation est encore bien en deçà de son niveau d'avant la crise: les entreprises ne vont donc pas nécessairement se précipiter pour investir dans une extension de leurs capacités de production, ce qui va quelque peu peser sur le rythme de croissance du volume des investissements des entreprises.

L'inflation a augmenté de 1,42% en juin à 1,74% en juillet. La hausse de l'inflation devrait vraisemblablement se poursuivre dans les prochains mois. On ne s'attend toutefois pas à ce que l'inflation déraile. Nous partons du principe que l'inflation moyenne se maintiendra en 2010 et 2011 sous la norme des 2% de la BCE. Les principales raisons en sont : l'évolution extrêmement modérée des salaires, et les assainissements budgétaires drastiques, qui vont ralentir la croissance de la demande intérieure et ainsi juguler l'inflation. Enfin, nous pensons qu'au cours de l'année à venir, l'euro ne devrait plus connaître une nouvelle chute face au dollar, ce qui devrait aussi influencer positivement les perspectives de l'inflation.

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)

	2009	2010	2011
PIB	-4,1	1,5	1,4
Consommation privée	-1,2	0,4	0,8
Investissements	-10,8	-1,0	4,0
Exportations	-13,2	9,5	6,2
Importations	-11,9	10,0	6,6
Taux d'inflation	0,3	1,5	1,6
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	-0,4	0,1

Matières premières: la flambée des prix stoppée en plein vol

Entre début juillet et début août, la plupart des prix des matières premières ont bondi. Mais par la suite, ils n'ont pas pu maintenir cette avance.

De toutes les matières premières, ce sont les céréales qui ont connu les hausses de prix les plus importantes depuis le début de juillet. La sécheresse et la canicule qu'ont connues cet été la Russie, l'Ukraine et le Kazakhstan, de même que les abondantes chutes de pluie au Canada vont fortement affecter la récolte globale de blé.

La spéculation et l'annonce par la Russie du gel de ses exportations de blé, d'orge, de seigle et de maïs jusqu'au 31 décembre, ont encore ravivé la flambée des prix du blé. Mais on ne devrait pas voir se reproduire la crise de 2007/2008. Cette année, le déficit de l'offre de blé pourra être compensé plus aisément par l'abondance des stocks au niveau mondial.

En juillet, le prix du pétrole brut (Brent) fluctuait entre 71 et 78 dollars le baril. Début août, il a grimpé au-delà des 80 dollars, puis à partir du 10 août, il a tombé de nouveau en dessous de ce seuil.

La saison des ouragans dans le Golfe du Mexique, qui n'atteindra son pic qu'au mois de septembre, tiendra encore les marchés financiers en haleine pendant quelques semaines. Avec à la clé la possibilité de nouvelles flambées temporaires des prix pétroliers.

Jusqu'à présent, les stocks pétroliers américains n'ont été affectés ni par les ouragans, ni par la catastrophe pétrolière dans le Golfe du Mexique. Le niveau des stocks américains de brut, d'essence et de produits raffinés (diesel et mazout) est toujours supérieur à celui d'il y a un an.

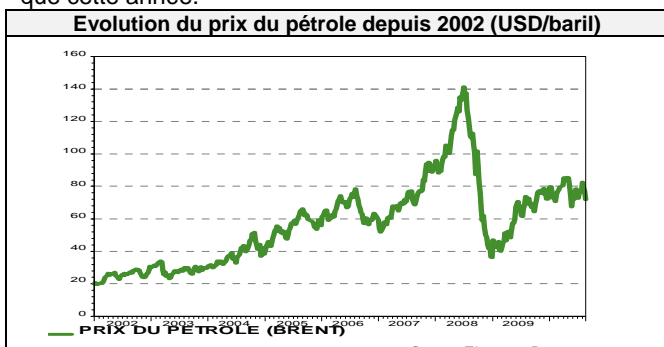
Il n'y a pas qu'aux Etats-Unis qu'on ne connaît pas de pénurie de pétrole brut. C'est également le cas dans les pays de l'OCDE et au niveau mondial.

En cas de besoin, l'OPEP dispose encore d'une vaste capacité tampon lui permettant de faire face aux interruptions inopinées de la production.

On s'attend d'ici la fin de l'année à une hausse des prix pétroliers, due à une augmentation de la consommation pendant l'hiver. Cette tendance devrait ensuite s'inverser au printemps de l'année prochaine, en raison du radoucissement des températures.

L'année prochaine, le prix du brut, tout comme ceux de la plupart des autres matières premières, n'échappera pas à l'influence du ralentissement de l'économie mondiale.

On s'attend donc pour 2011 à ce que les prix pétroliers connaissent en moyenne une augmentation moins forte que cette année.



Taux à court terme

Lors de sa réunion du 11 août, la **Fed** a changé de cap, ses préoccupations ne résidant plus dans la réduction des énormes montants de liquidités qu'elle avait injectés dans l'économie. Rappelons que ces injections avaient été principalement effectuées par l'achat massif de titres à long terme (obligations du Trésor et obligations liées à des prêts immobiliers). Ce volume de liquidité allait se réduire graduellement à mesure que ces titres arrivaient à échéance, ce qui signifie que la Fed deviendrait moins accommodante. C'est pourquoi elle a décidé de réinvestir les sommes dégagées par ces arrivées à échéance dans des achats de nouvelles obligations.

Il est vrai qu'après les troubles récents en Europe concernant les finances publiques, le gouvernement américain doit abandonner sa politique de relance de l'économie et envisager des mesures de réduction de ce déficit. La Fed se retrouve donc seule à pouvoir prendre des mesures de soutien à l'économie. Si la détérioration de la conjoncture devait s'accroître, la Fed n'a pas le choix: elle devra devenir plus accommodante. Elle pourrait donc aller beaucoup plus loin qu'un simple réinvestissement des montants arrivant à échéance et acheter donc massivement des obligations.

Avec une perspective de croissance de 2,2% du PIB en 2011, ce qui est considéré comme mauvais par les américains, il y a peu de chance que la Fed relève ses taux durant les 12 prochains mois.

Fin juin, 442 milliards d'euros de prêts accordés par la **BCE** aux banques arrivaient à échéance. Cela représentait près de la moitié des liquidités, accordées par la BCE aux banques. Cette arrivée à échéance a eu des conséquences non négligeables. En effet les importants excédents de liquidité, dont disposaient les banques, se sont nettement réduits, ce qui a entraîné un brutal raidissement des taux interbancaires. Ainsi l'euroibor à 3 mois est passé de 0,63% début avril à 0,89% le 25 août, se rapprochant du taux directeur de la BCE (1%) qui constitue traditionnellement son plancher. La BCE n'a pas tenté d'empêcher ce raidissement.

Les réunions mensuelles de la BCE de début juillet et de début août n'ont apporté rien de nouveau. Ce silence peut être interprété soit comme une hésitation de la BCE, soit comme une division en son sein. Depuis lors le président de la Bundesbank, qui est considéré comme un défenseur de l'orthodoxie monétaire, est devenu plus conciliant malgré les bonnes performances de l'économie allemande. Il semble ne pas souhaiter un durcissement de la politique monétaire (nouvelle réduction des excédents de liquidité; ...) de la BCE durant les 6 prochains mois.

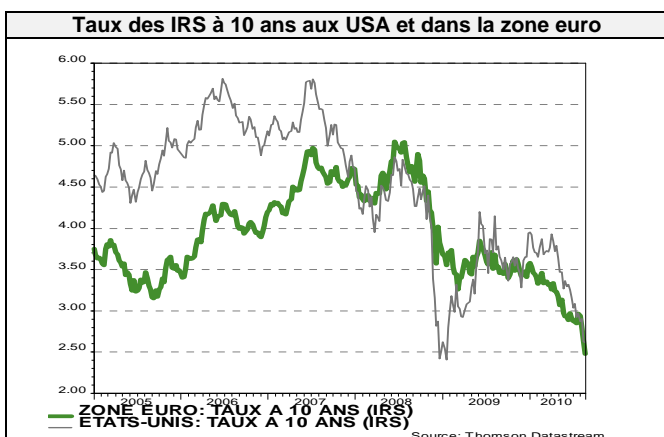
Vu l'austérité budgétaire, qui fait tache d'huile en Europe, l'économie ne peut être stimulée que par la banque centrale. L'inflation est loin de poser un problème. Dans ce contexte, la BCE devra rester très accommodante pour une longue période.

Taux à long terme

Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans est retombé de 4% début avril à 2,61% le 25 août. Les perspectives économiques sont devenues moins enthousiasmantes et la poussée de l'inflation, observée en début d'année, a fait long feu. La véritable raison réside cependant au niveau des attentes de relèvement des taux des banques centrales qui ont été bouleversées. Suite à la crise de la dette souveraine en Europe, tout le poids de la relance repose désormais sur les épaules de la Fed. C'est pourquoi un relèvement des taux directeurs est reporté loin dans le temps. De plus suite à des rumeurs, les marchés ont au cours des dernières semaines anticipé la décision de la Fed de remettre en vigueur les programmes d'achat d'obligations du Trésor ou d'obligations liées à des hypothèques, qu'elle avait arrêtés respectivement en octobre 2009 et en mars 2010. Ces achats pousseront les taux obligataires vers le bas. Rappelons qu'au Japon, des achats massifs d'obligations avaient poussé le taux des obligations à 10 ans à un minimum de 0,5% en juin 2003.

L'évolution future des taux est difficile à dégager. Certes il est très vraisemblable que les taux seront encore fort bas pour une période prolongée. Mais les taux vont-ils encore plonger de 100 pb (scénario japonais) ou remonter de 100 pb pour atteindre un niveau encore faible? Il est difficile de répondre à cette question.

Par prudence, nous avons retenu le scénario de hausse du taux des IRS à 10 ans.



La crise grecque a débouché sur un repli accentué du taux des IRS à 10 ans de la **zone euro**. Celui-ci est en effet revenu de 3,60% le 31 décembre à 2,49% le 25 août, enfonçant son minimum historique de 3,13% atteint le 21 septembre 2005. Les mesures d'austérité, mises au point en catastrophe dans de nombreux pays de la zone euro, déboucheront sur un refroidissement de l'économie. Les perspectives de relèvement des taux de la BCE sont reportées aux calendes grecques. En août, le mouvement de baisse du taux des IRS s'est accentué après la chute du

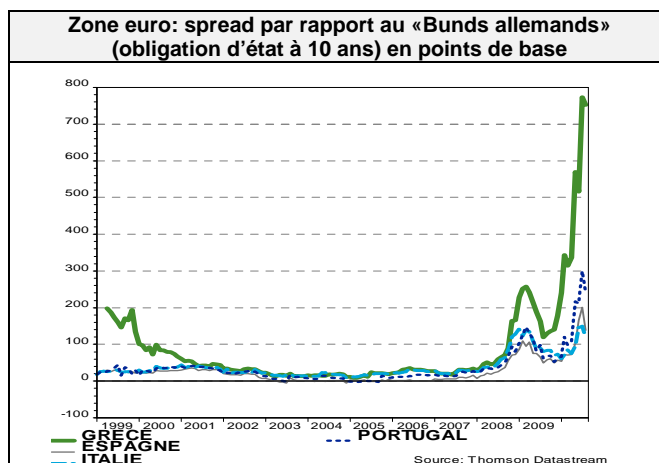
taux correspondant américain, consécutive au changement de cap de la Fed.

Une nouvelle baisse est encore possible, son potentiel est cependant plus réduit qu'aux USA. S'il est possible que la Fed s'engage dans un programme d'achat massif d'obligations (comme le pensent les marchés), la BCE ne semble pas prête à la suivre ou du moins à la suivre du bout des doigts. Elle semble en effet avoir arrêté son programme d'achat d'obligation, lancé au début de la crise grecque.

A l'horizon de 12 mois, les taux resteront encore fort bas. Par prudence, nous envisageons comme pour les USA une hausse de ce taux. Cette hausse sera cependant limitée.

Sur le front de la crise des finances publiques de plusieurs pays de la zone euro, on observe une légère détente, spécialement pour les spread entre les taux obligataires allemands d'un côté et les taux obligataires espagnols et italiens d'un autre côté. Pour la Grèce, par contre, ce spread demeure à un niveau gigantesque.

Cette légère diminution de la tension est logique, car les craintes de défaut de ces pays étaient largement exagérées. De plus les niveaux élevés des spread ont pu attirer des investisseurs. Il est cependant peu probable que les spread retrouvent le niveau d'avant cette crise.



Marchés des changes: toujours un sentiment mitigé

Après avoir atteint le 8 juin son niveau le plus bas, soit 1,19 EUR/USD, la monnaie unique européenne a peu à peu regagné du terrain, pour repasser début août au-dessus de 1,30 EUR/USD.

Toutefois une nouvelle vague de pessimisme vis-à-vis des économies américaine, chinoise et britannique et la résurgence de l'inquiétude à propos des finances publiques dans la zone euro ont gelé la progression de l'euro au cours de la deuxième semaine du mois d'août. Les déclarations plus accommodantes du président du Bundesbank à propos de la politique monétaire de la BCE ont également poussé l'euro vers le bas.

A court terme, ce sont les indicateurs économiques publiés qui continueront à déterminer la direction des taux de change. Et on pourrait bien avoir encore quelques surprises désagréables (cf. les problèmes dans le secteur bancaire en Irlande). C'est pourquoi nous prévoyons que l'euro continuera à fluctuer dans une fourchette relativement large par rapport au dollar jusqu'à la fin de cette année.

Au 1^{er} semestre 2011, nous prévoyons que l'euro perdra un peu de terrain par rapport au dollar. Durant cette période, la croissance économique de la zone euro subira de plein fouet les effets des mesures d'assainissement budgétaire. A partir de l'année prochaine, les marchés financiers commenceront à anticiper un durcissement de la politique monétaire, tant aux Etats-Unis que dans la zone euro. Selon notre scénario, la Fed devrait relever son taux de base dans des proportions plus importantes que la BCE, ce qui devrait réduire l'écart entre le taux à court terme des Etats-Unis et de la zone euro. Ce qui n'est pas favorable pour l'euro.

Mais au fur et à mesure que les résultats positifs des efforts budgétaires européens se feront sentir, et que la BCE commencera à son tour à relever son taux directeur, l'euro devrait se reprendre. Nous partons donc du principe que l'euro s'appréciera à nouveau graduellement face au dollar à partir de l'automne 2011.

Cours du dollar vis-à-vis de l'euro



Achevé de rédiger le 25 août 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.

Sources des données: Thomson Reuters Datastream – Bloomberg Eurostat