

Mai 2010

1. Etats-Unis: hausse éphémère de l'épargne?

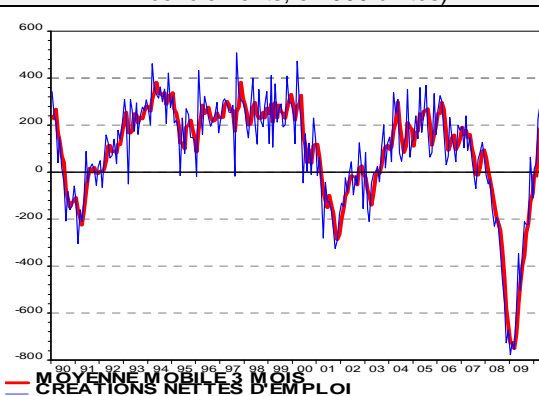
Officiellement cela fait maintenant trois trimestres consécutifs, que l'économie a renoué franchement avec la croissance. Plus encourageant: la reprise est devenue plus large, ce qui signifie qu'elle est devenue durable. En effet la reprise, qui a débuté par une relance des exportations (spécialement vers l'Asie, vers l'Amérique latine, vers le Canada et vers le Mexique) et par la fin du déstockage, s'est ensuite étendue à la consommation, au marché du travail et aux investissements des entreprises.

La relance de la consommation est étonnante, vu l'ambiance très noire qui aurait dû plomber ce secteur (taux de chômage qui frôle les 10%; saisies en série d'immeubles; chute du recours au crédit à la consommation; ...). En définitive, déjouant les pronostics, les ménages ont à nouveau récemment réduit leur épargne, la hausse du taux d'épargne a donc été éphémère.

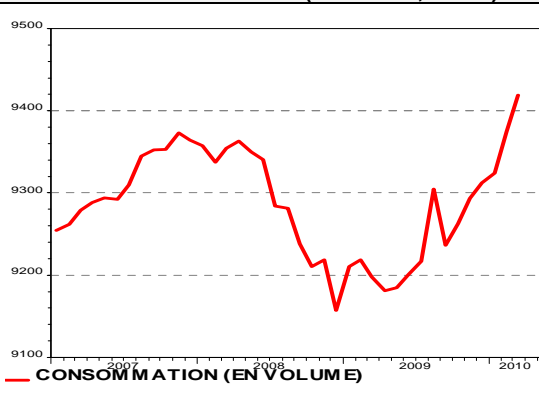
Les indicateurs les plus récents suggèrent que la reprise s'est renforcée au début du 2^{ème} trimestre. La production d'un secteur très cyclique comme l'acier, qui avait plongé au début de la crise, n'est plus très loin de son niveau d'avant-crise. Plusieurs éléments limitent cependant nettement l'enthousiasme: la confiance des ménages, qui ne redécoule toujours pas, demeure en berne; de plus le gouvernement devra entreprendre une politique d'austérité afin de s'attaquer à l'important déficit budgétaire; enfin la Fed relèvera à un moment donné ses taux directeurs. C'est pourquoi après une croissance du PIB s'élevant à 2,9% en 2010, nous tablons sur un ralentissement à 2,3% en 2011. Nous nous situons pour 2011 assez nettement en dessous du Consensus des économistes qui envisage une expansion du PIB s'élevant à 3,1% 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 +2,2% en avril 2010. Cette métamorphose est largement imputable aux mouvements très amples des prix pétroliers que l'on a connus au cours des deux dernières années. A moyen terme, l'inflation ne posera pas de problème. En effet les coûts salariaux sont en baisse de 3,7% 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. De plus le taux d'utilisation des capacités de production est encore à un niveau historiquement fort bas et cela malgré la reprise de la production industrielle. Un niveau aussi faible de ce taux n'incite pas les entreprises à augmenter leurs prix. En définitive, le taux d'inflation passera de -0,3% en 2009 à 1,8% en 2010 et à 1,9% en 2011.

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



USA: consommation (en volume; indice)



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

	2009	2010	2011
PIB	-2,4	2,9	2,3
Consommation privée	-0,6	2,2	1,8
Investissements des entreprises	-17,8	1,4	3,4
Construction résidentielle	-20,5	0,6	4,6
Exportations	-9,6	9,5	5,6
Importations	-13,9	7,6	3,0
Taux d'inflation	-0,3	1,8	1,9
Bal. opér. courantes (% PIB)	-2,9	-3,7	-4,0
Solde budgétaire (% PIB)	-10,3	-9,2	-7,5
Dette publique brute (en % du PIB)	84,5	91,0	95,1
Taux d'épargne des ménages	4,3	3,2	3,3

2. Zone euro: après un premier trimestre médiocre, les perspectives s'améliorent

Après avoir connu une stagnation au cours des trois derniers mois de 2009, le PIB de la zone euro a enregistré une croissance timide, de l'ordre de 0,2% au premier trimestre de cette année, et de 0,5% sur une base annuelle.

La croissance économique sur une base trimestrielle a souffert de l'hiver rigoureux, qui a fortement affecté le secteur de la construction.

Au cours du premier trimestre, la consommation des ménages est également restée en retrait, comme en attestent les ventes au détail et les ventes de voitures.

En mai, les consommateurs ont à nouveau fait preuve d'un peu plus de pessimisme. Le chômage en progression constante et les assainissements budgétaires drastiques dans un certain nombre de pays de la zone euro pèsent sur le revenu disponible, et incitent les ménages à épargner plus.

En ce qui concerne les exportations, la situation est nettement meilleure. Les exportateurs profitent de l'expansion conjoncturelle en Asie et aux Etats-Unis. La dépréciation de l'euro ces derniers mois leur a aussi donné un coup de pouce supplémentaire.

L'augmentation des exportations stimule à son tour la reconstitution des stocks, et donc aussi la production industrielle.

Grâce à l'augmentation de la production industrielle, le taux d'occupation de la capacité de production est en hausse. Mais malgré cette amélioration, il reste néanmoins encore bien en-deçà de son niveau d'avant la crise, ce qui ne devrait pas inciter les entreprises à accélérer leurs investissements.

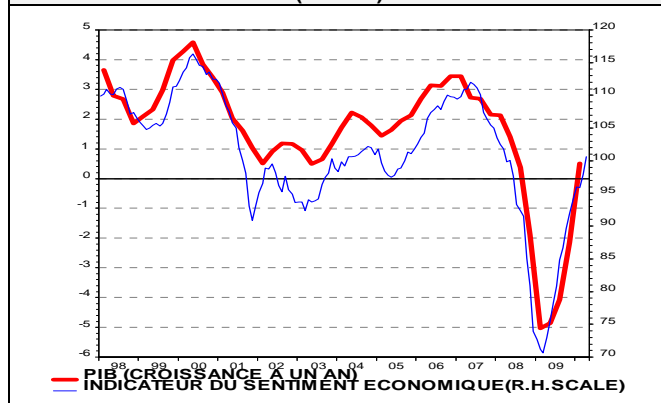
Ces derniers mois, les perspectives économiques étaient nettement meilleures. L'indicateur du sentiment économique, qui combine l'indicateur de confiance des chefs d'entreprises et celui des consommateurs, et qui donne une bonne idée de l'évolution du PIB, a progressé en avril pour atteindre son meilleur niveau depuis mars 2008.

La restauration de la confiance parmi les chefs d'entreprises est due à la progression des exportations et de la production, ainsi qu'à la nette amélioration des carnets de commandes.

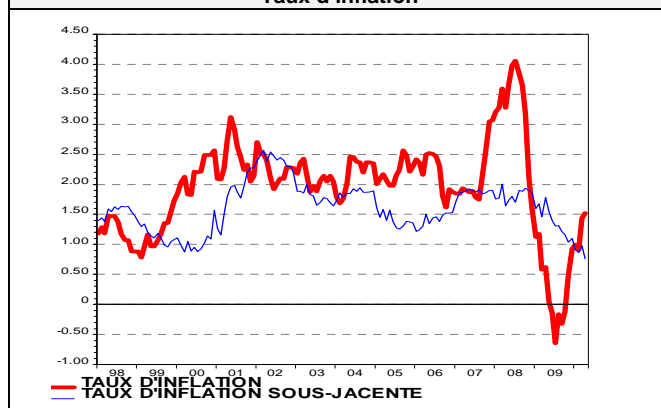
L'inflation est passée de 1,44% en mars à 1,52% en avril. Le taux d'inflation sous-jacente (donc hors l'énergie, l'alimentation, l'alcool et le tabac) est retombé à 0,76% en avril, soit le niveau le plus bas depuis janvier 1997.

Nous partons du principe que l'inflation devrait continuer à grimper dans les mois à venir. Mais l'inflation moyenne ne devrait pas franchir le seuil des 2% préconisé par la BCE, parce que le taux de chômage élevé tempère les augmentations salariales, et que les entreprises ont peu de marge pour augmenter leurs prix, en raison du niveau de la demande intérieure, qui reste faible.

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	-4,0	1,0	1,6
Consommation privée	-1,0	-0,0	0,7
Investissements	-10,8	-2,4	3,0
Exportations	-12,8	7,7	5,8
Importations	-11,4	6,6	5,4
Taux d'inflation	0,3	1,7	1,9
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	-0,3	-0,2
Solde budgétaire (% PIB)*	-6,3	-6,6	-6,1
Dette publique (% PIB)*	78,7	84,7	88,5

*source: Commission européenne

3. Matières premières: les prix dans la tourmente

Depuis fin avril, la tendance sur les marchés des matières premières s'est totalement inversée. L'inquiétude, concernant les finances publiques dans la zone euro, ravive les craintes d'un ralentissement de l'économie mondiale (et donc de la demande pour les matières premières). Ceci attise également l'aversion pour le risque et la recherche de placements plus sûrs.

Les prix pétroliers ont connu une évolution similaire. Ainsi, le baril de pétrole brut (Brent) coûtait pratiquement 89 dollars le 3 mai, 78 dollars le 7 mai et 72 dollars le 27 mai.

Sur la base des facteurs fondamentaux (demande, offre et stocks), le pétrole brut reste toujours très cher.

Aux Etats-Unis, les stocks de pétrole se situent encore à un niveau confortable, tout comme les stocks de diesel, de mazout de chauffage et d'essence.

Aux Etats-Unis, la demande de produits pétroliers est plus forte qu'il y a un an. Mais les raffineries pourraient encore passer sans problème à la vitesse supérieure, car elles disposent encore de suffisamment de marge au niveau de leurs capacités de production.

Au niveau mondial, il n'y a pas non plus de pénurie de brut. L'offre peut suivre sans problème la demande d'or noir, et les stocks pétroliers restent donc confortables.

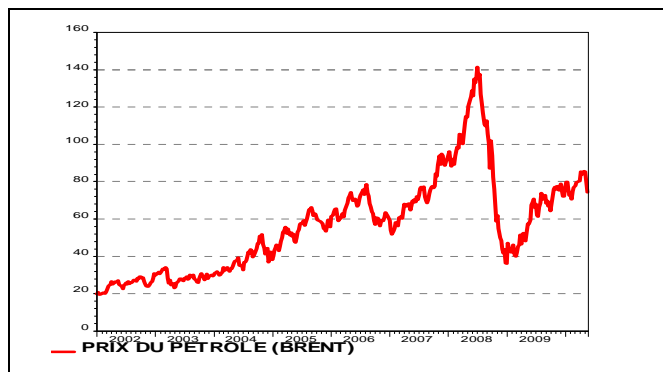
D'ailleurs, cette année, la demande mondiale de pétrole brut ne devrait pas augmenter de manière exagérée.

Habituellement, la demande de pétrole brut diminue au printemps, ce qui devrait à court terme réduire la pression sur les prix de l'or noir.

Mais vers la fin de l'été, il y a de fortes chances de voir à nouveau grimper les prix pétroliers, en parallèle avec la saison des ouragans, qui bat alors son plein dans le Golfe du Mexique. Les éventuels dégâts occasionnés aux infrastructures pétrolières peuvent à nouveau booster les prix pétroliers.

Par ailleurs, les spéculateurs vont continuer d'anticiper une poursuite de la croissance de l'économie mondiale, et, partant, aussi de la consommation de pétrole, en 2011.

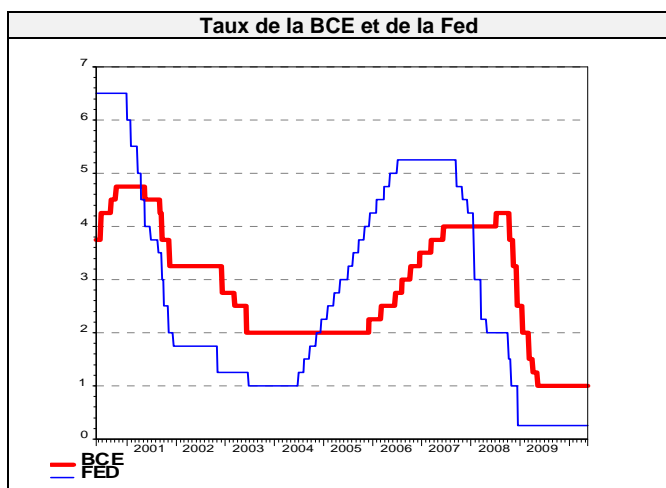
On ne s'attend toutefois pas à une hausse démesurée des prix pétroliers (comme ce fut le cas durant le premier semestre de 2008). Les stocks pétroliers restent importants. La demande ne devrait pas connaître une évolution exceptionnelle, malgré la reprise économique. De plus, le niveau actuellement élevé des prix pétroliers incite à une consommation parcimonieuse. Enfin, un prix de l'or noir élevé incite les pays de l'OPEP à moins respecter leurs quotas de production et à pomper plus de pétrole. Le cartel pétrolier dispose d'ailleurs encore d'une capacité-tampon confortable et peut donc encore sans problème augmenter sa production.



Evolution du prix du pétrole depuis 2002 (USD/baril)

4. Taux à court terme: pas de véritable résurgence de la crise de liquidité

Lors de sa réunion du 28 avril, la Fed a réaffirmé qu'elle maintiendra le taux des Fed funds à un niveau exceptionnellement bas pour une période prolongée (à 0% / 0,25% depuis mi-décembre 2008). La nette reprise des créations d'emploi en avril (et cela deux mois consécutifs) pourrait l'amener à commencer à envisager un relèvement de son taux directeur. Il faudrait cependant que cette tendance se confirme. De plus vu le risque de déflation, elle ne sera pas pressée d'entamer un cycle de relèvement de ce taux. Enfin l'évolution de la situation en Europe (baisse de l'euro; tensions sur plusieurs marchés obligataires nationaux) pourrait l'amener à reporter le resserrement de son taux directeur.



L'effet de la crise des Finances Publiques, touchant plusieurs pays de la zone euro, est surtout perceptible au niveau des CDS des banques, qui permettent de se couvrir contre le risque d'une faillite d'une banque. Cette crise a aussi fait bondir les spread entre les taux obligataires allemands d'un côté et les taux grecs, irlandais, portugais, espagnols et italiens d'un autre côté. Elle est par contre moins visible au niveau des spread de taux à court terme qui n'ont augmenté que légèrement; on est très loin des spreads observés après la faillite de Lehman Brothers. D'ailleurs les adjudications de fonds par la BCE sont depuis début mai en hausse tout en étant éloignées des montants énormes accordés lors des précédentes phases de la crise financière; cela suggère que la résurgence de la crise de liquidité est d'ampleur limitée.

Lors de sa réunion du 6 mai, la **BCE** a maintenu son taux directeur à 1% et a suggéré qu'elle ne relèverait pas ses taux avant un certain temps vu les incertitudes qui se sont nettement accrues durant les dernières semaines. Les attentes des marchés ont sensiblement évolué. Ceux-ci repoussent dans le temps la hausse tant de l'Eonia que du taux directeur de la BCE.

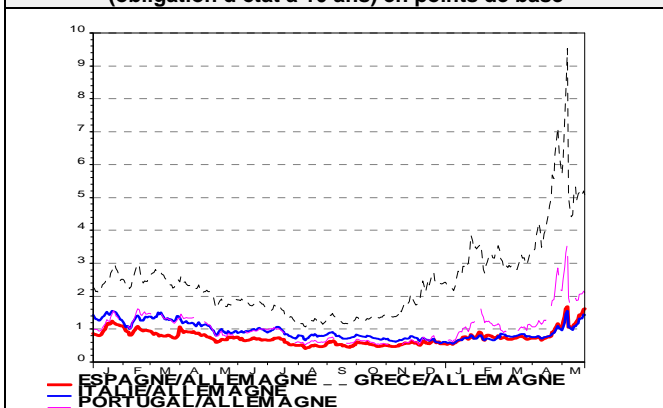
5. Taux à long terme

Depuis le début de l'année, excellents indicateurs économiques et nouvelles quant à la crise grecque se sont télescopés provoquant une forte volatilité des taux obligataires. Après avoir testé le cap des 4%, début avril, le taux des IRS à 10 ans est redescendu brutalement pour atteindre un minimum de 3,25% le 25 mai.

Durant les 12 prochains mois, une hausse des taux obligataires peut être attendue, car les investisseurs internationaux (dont les banques centrales d'Asie) pourraient se méfier de l'énorme déficit budgétaire américain. Après s'être attaqué au marché obligataire de plusieurs pays européens, la spéculation pourrait se tourner vers les Finances Publiques américaines, qui ne sont pas en meilleur état que celles de plusieurs pays européens (la dette publique américaine par rapport au PIB est supérieure à celle de l'Espagne et du Portugal). Il n'empêche que cette hausse des taux sera modérée, car l'évolution de l'inflation ne pose pas de problème et la reprise de l'économie deviendra moins vigoureuse l'année prochaine.

être aussi adoptées par les parlements nationaux, ce qui pourrait réserver des surprises. Enfin la force des mouvements spéculatifs, largement injustifiés, fait peur.

**Zone euro: spread par rapport au «Bunds allemands»
(obligation d'état à 10 ans) en points de base**



Dans la zone euro, le taux des IRS à 10 ans est tombé de 3,60% le 31 décembre à un minimum de 2,90% le 26 mai. La crise grecque fait craindre le déclenchement d'une crise plus large affectant d'autres pays et même, selon certains, l'implosion de la zone euro.

Durant les prochains mois, le taux des IRS se redressera alors que la crise s'éloignera. Toutefois les achats d'obligations par la BCE, dont le montant envisagé est inconnu, freineront voire contrecarreront cette remontée des taux. A l'horizon de 12 mois, une hausse limitée peut être attendue alors que le taux correspondant américain se raffermira. Cette tendance à la hausse des taux sera cependant tempérée par la faiblesse de l'inflation et par la montée persistante du chômage.

Sur le front de la crise des finances publiques de plusieurs pays de la zone euro, les décisions spectaculaires, prises début mai par les autorités européennes, par leur portée politique mais aussi par l'ampleur des montants engagés n'ont pas permis de ramener vraiment le calme. Les spread entre les taux obligataires allemands d'un côté et les taux des pays périphériques d'un autre côté se sont repliés surtout en Grèce et au Portugal mais pas en Espagne et en Italie. Le doute subsiste parmi certains analystes et investisseurs. En effet le plan d'austérité grec très draconien, qui a été décidé, devra être mis en œuvre. Plusieurs décisions, prises le 9 mai par les autorités européennes, doivent aussi être précisées, ce qui pourrait nécessiter encore de longues discussions. Elles doivent

6. Marchés des changes:

L'euro a connu un mois passé pour le moins mouvementé. C'est sans enthousiasme que les marchés financiers ont accueilli les mesures adoptées par les pays de la zone euro et par le FMI afin de soutenir la Grèce et ses finances publiques.

Les spéculateurs s'en sont également pris à l'Espagne et au Portugal, et se sont même laissé entraîner par de fausses rumeurs, poussant ainsi encore plus l'euro à la baisse.

La vision des spéculateurs apparaît d'autant plus simpliste qu'elle semble ignorer le déficit budgétaire et la dette publique des Etats-Unis. Pourtant, ces déficits (exprimés en pourcentage du PIB) sont plus importants encore aux Etats-Unis que dans la zone euro.

Sous la pression des marchés financiers, les décideurs européens ont été contraints de prendre des mesures draconiennes, ce qui a été fait le 10 mai, avec toute une série de mesures de soutien, pour un montant total de 750 milliards d'euros (en plus du plan de soutien en faveur de la Grèce, pour un montant de 110 milliards d'euros).

Dans un premier temps, les marchés financiers ont réservé un accueil positif à cette initiative, ce qui a permis d'endiguer temporairement la dépréciation de l'euro, qui était en chute libre. Parallèlement à cela, l'Espagne et le Portugal, qui étaient la cible des spéculateurs, ont annoncé des mesures d'économie supplémentaires afin de résorber rapidement leur déficit budgétaire.

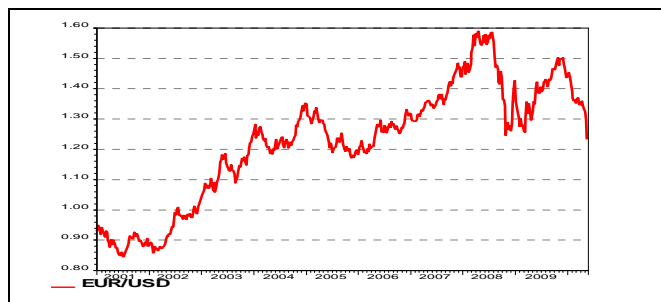
Cependant, au milieu du mois de mai, le doute a à nouveau gagné les marchés financiers, qui redoutaient les conséquences économiques des mesures d'assainissement budgétaire (qu'ils avaient pourtant réclamées). Les déclarations des décideurs européens ont encore ravivé les incertitudes.

On s'attend à ce qu'à court terme, les marchés des changes restent extrêmement versatiles, une appréciation temporaire de l'euro n'étant pas non plus à exclure (en raison du caractère soudain et exagéré de sa récente dépréciation).

En attendant, avec l'ensemble des mesures annoncées, l'euro a reçu une véritable bouée de sauvetage. Mais la crédibilité du Pacte de stabilité et celle de l'euro ne pourront être restaurées que si les hommes politiques joignent le geste à la parole, et arrivent effectivement à résorber leurs déficits budgétaires, comme ils ont promis de le faire.

Durant les 12 prochains mois, on devrait voir l'euro se déprécier encore par rapport au dollar américain.

La croissance de l'économie américaine restera plus importante que celle des pays de la zone euro, ce qui devrait inciter la Réserve Fédérale à augmenter son taux de base plus rapidement que la BCE. Enfin, l'euro va continuer à subir les effets de la crise grecque, et il faudra un certain temps avant que la confiance des marchés financiers puisse être entièrement restaurée.



EUR/USD

Achévé de rédiger le 27 mai 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.