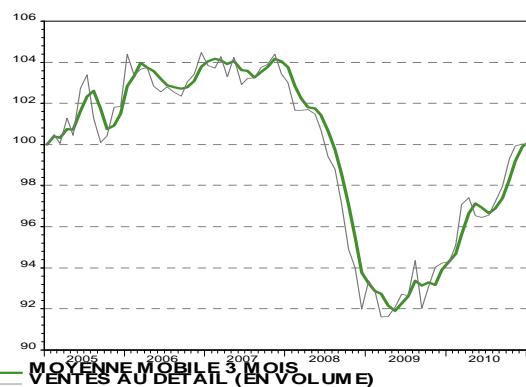




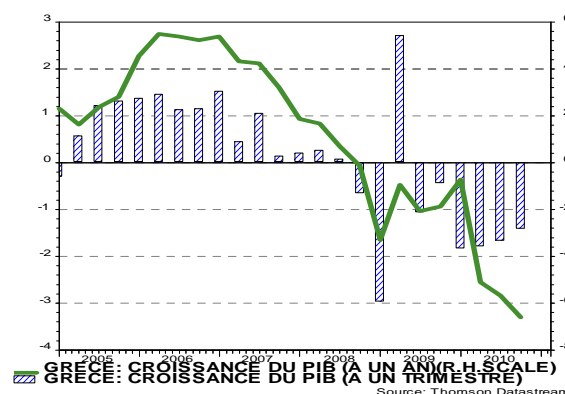
Table des matières

Prévisions économiques et financières	2
Synthèse	3
Matières premières: la hausse des prix se poursuit	7
Extrême-Orient: normalisation de l'expansion économique après une période de croissance exubérante	9
Europe de l'Est: des chiffres de croissance impressionnants en fin d'année 2010	12
Brésil: vers une politique plus équilibrée	14
Etats-Unis: accélération régulière mais en douceur de l'économie	16
Zone euro: le PIB continue d'augmenter au même rythme qu'au troisième trimestre	18
Royaume-Uni: le pessimisme des consommateurs augmente	21
Suisse: le franc repart à la hausse	23
Marché monétaire: la BCE semble plus prudente que la Fed face aux perspectives d'inflation	24
Marché obligataire: après leur hausse, les taux ont retrouvé un niveau plus normal	26
Marché des changes: rebond de l'euro après un affaiblissement temporaire	30
Marchés des actions: comment consolider un bon début d'année?	32

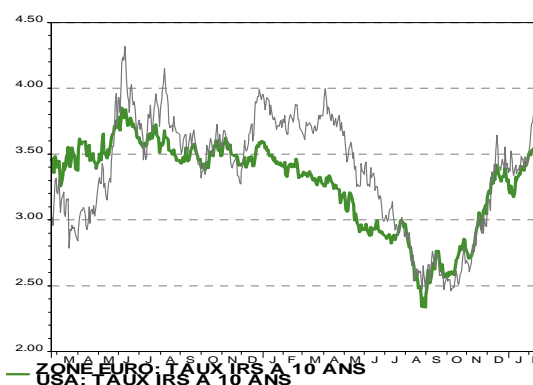
USA: ventes au détail en valeur (en volume; indices)



Zone euro: la Grèce paie un prix lourd pour l'assainissement des ses finances publiques (croissance du PIB)



Taux des IRS à 10 ans aux USA et dans la zone euro



Prévisions de Dexia Banque*	PIB (crois. à un an)			Taux d'inflation			Balance des opérations courantes (en% du PIB)		
	2010	2011*	2012*	2010	2011*	2012*	2010	2011*	2012*
USA	2,9	2,9	2,6	1,6	2,0	2,0	-3,3	-3,5	-3,7
Zone euro	1,7	1,4	1,6	1,6	2,1	1,9	-0,6	0,2	0,4
Allemagne	3,5	2,4	2,3	1,1	1,7	1,6	-	-	-
France	1,5	1,6	1,7	1,5	1,9	1,8	-	-	-
Italie	1,1	1,3	1,4	1,5	2,1	1,9	-	-	-
Espagne	-0,1	0,7	1,3	1,8	2,5	2,0	-	-	-
Belgique	2,0	1,6	1,6	2,2	2,9	1,8	-	-	-
Royaume-Uni	1,4	1,6	1,9	3,3	3,4	1,9	-2,1	-1,6	-1,4
Suisse	2,7	1,9	2,0	0,7	0,7	1,1	9,6	9,4	9,3
Japon	4,0	1,4	1,6	-0,7	-0,2	-0,2	3,6	3,3	3,0
Corée du Sud	6,1	3,8	4,2	3,0	3,8	3,2	2,9	2,5	2,0
Thaïlande	7,9	4,1	4,8	3,3	3,4	3,5	4,6	3,5	3,0
Chine	10,3	9,1	9,0	3,3	4,5	3,3	5,2	4,6	4,1
Taiwan	10,8	4,6	4,6	1,0	1,8	1,8	8,5	7,5	7,0
Singapour	14,5	5,8	5,8	2,8	3,5	3,0	19,3	18,0	17,0
Inde	9,0	8,8	8,5	9,4	7,5	5,2	-2,5	-2,5	-2,0
Brésil	7,7	4,5	4,5	4,8	5,5	5,0	-2,5	-3,2	-4,0
Pologne	3,8	3,9	4,1	2,7	3,2	2,9	-3,2	-3,5	-3,7
Tchèque	2,3	2,2	3,2	1,4	2,1	2,0	-2,5	-2,9	-3,2
Hongrie	1,2	2,4	3,0	4,9	3,8	3,4	1,3	-0,9	-1,2
Russie	4,0	4,5	4,5	6,9	8,5	7,0	4,6	3,0	2,5
Le monde	4,1	3,5	3,6	2,4	2,8	2,5	-	-	-

Synthèse:

Matières premières: la hausse des prix se poursuit

Les prix des matières premières poursuivent leur marche en avant. Au cours du mois écoulé, la flambée des cours a principalement touché les métaux non ferreux.

Le 31 janvier, le cours du pétrole brut (Brent) a franchi, pour la première fois depuis septembre 2008, la barre des 100 dollars le baril. Cette hausse des prix du pétrole s'explique non seulement par l'optimisme économique à propos des pays émergents d'Asie et des États-Unis, mais aussi par l'inquiétude des investisseurs quant aux événements en Égypte et en Libye ainsi que par la crainte que les troubles ne s'étendent à d'autres importants pays producteurs de pétrole en Afrique du Nord et au Moyen-Orient.

Le relèvement des cours du pétrole est exagéré, vu l'évolution favorable des stocks de pétrole et de la production pétrolière. Selon des statistiques de Bloomberg, l'offre mondiale du pétrole a été supérieure à la demande en janvier.

Aux États-Unis, les stocks de pétrole commerciaux (c'est-à-dire hors stocks stratégiques), ainsi que les stocks de diesel, de mazout de chauffage et d'essence sont supérieurs à leur niveau de l'année précédente.

En outre, les raffineries de pétrole américaines ne tournent pas à plein régime et pourraient augmenter leur production en cas de besoin.

Dans l'intervalle, l'offre en pétrole brut est toujours assurée. Entre novembre et janvier, les pays de l'OPEP ont augmenté leur production et leur capacité tampon demeure confortable.

À la fin de l'hiver dans l'hémisphère nord, la demande en pétrole brut pourrait se contracter temporairement, ce qui pourrait induire une baisse momentanée des cours. A condition qu'il n'y ait pas de longues interruptions de la production dans des pays producteurs importants, comme la Libye.

Toutefois, la tendance à la hausse à long terme des prix du pétrole demeure intacte, sous l'effet de la demande soutenue en provenance des pays émergents et de l'épuisement progressif de cette source d'énergie non renouvelable. En outre, les pays producteurs d'Arabie ont un besoin énorme en pétrodollars pour éviter des troubles sociaux (en raison notamment de la hausse des prix des denrées alimentaires). Les cours actuels du pétrole leur conviennent bien et le renchérissement de l'or noir ne constitue pas une menace pour l'économie mondiale, laquelle croîtra certes à un rythme moins soutenu en raison du relèvement des prix de l'énergie, mais sans retomber dans une nouvelle phase de récession.

Nous nous attendons cependant en 2011 à une hausse moyenne des cours du pétrole moins soutenue que l'année dernière, car la croissance de la demande se réduira en raison de l'essoufflement de l'économie mondiale.

Extrême-Orient: normalisation de l'expansion économique après une période de croissance exubérante

En Chine, la décélération de l'économie, observée durant l'été, ne s'est pas accentuée en fin d'année. Le PIB a en effet progressé de 9,8% au 4^{ème} trimestre (à un an d'intervalle).

Vu dans une perspective plus longue, la croissance économique est entrée dans une phase de normalisation avec un rythme de croissance plus raisonnable à savoir environ 9%. Le programme de relance de l'économie arrive en effet à son terme, ce qui est perceptible dans une croissance devenue nettement moins exubérante des crédits et des investissements. La banque centrale chinoise a aussi resserré de manière répétée les conditions de crédit devant le bond inquiétant de l'inflation.

En Corée, à Taiwan, à Singapour et en Thaïlande, l'expansion de l'activité est devenue au 2^{ème} semestre moins effrénée. En ce qui concerne l'avenir, la priorité des banques centrales de cette région ne réside plus dans la relance de l'économie mais dans la lutte contre l'inflation. C'est ainsi qu'elles ont relevé leurs taux directeurs et laissé leurs devises s'apprécier. Cette région est donc en train d'entrer dans une phase de normalisation à savoir de croissance de l'activité à la fois durable et moins effervescente.

Au Japon, la forte reprise de l'économie, observée depuis le printemps 2009, s'est arrêtée au 4^{ème} trimestre 2010. Le PIB s'est même contracté durant les 3 derniers mois de l'année écoulée. En 2011, l'économie renouera avec une expansion positive. Celle-ci sera cependant mesurée, vu la fermeté du yen qui handicapera le commerce extérieur. Les perspectives à plus long terme ne sont guère meilleures, car ce pays devra remettre en ordre ses Finances Publiques délabrées.

Etats-Unis: accélération régulière mais en douceur de l'économie

Après un accès de faiblesse observé durant l'été 2010, l'économie a accéléré à nouveau en fin d'année. Cette amélioration a surpris compte tenu du pessimisme ambiant en vigueur encore il y a quelques mois.

Les exportations sont tirées vers le haut par le dynamisme des pays émergents mais aussi par l'affaiblissement du dollar par rapport à la plupart des grandes devises mondiales. De son côté, la consommation s'est nettement appréciée malgré un environnement difficile (saisies en masse d'habitations; chômage élevé; ...). Les investissements réalisés par les entreprises ont aussi crû de manière confortable.

Les perspectives devraient être excellentes pour le 1^{er} trimestre vu le bond des commandes et la nouvelle réduction des impôts représentant 1,3% du PIB. Toutefois l'hiver a été particulièrement dur, ce qui a freiné la progression de la production industrielle et des ventes au détail en janvier. Le 1^{er} trimestre pourrait donc quelque peu décevoir.

Si on prend du recul et qu'on fait abstraction de la forte volatilité des indicateurs économiques observée depuis le début de la crise financière, on constate que l'économie est sur le chemin d'une accélération régulière mais en douceur. Cette tendance devrait persister à moyen terme.

Les phases d'optimisme et de pessimisme se succèdent et se succéderont 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 inquiétant, 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 2,9% en

2011 et de 2,6% en 2012, ce qui est loin d'être brillant selon les normes américaines.

Les craintes, que les USA ne plongent dans la déflation, ne se sont pas matérialisées. L'inflation s'est même redressée passant de 1,1% en novembre à 1,7% en janvier. A l'origine, on trouve le bond impressionnant du prix des matières premières et dans une moindre mesure du pétrole.

L'évolution des prix des matières premières influence l'inflation avec un certain décalage, les entreprises ne réagissant pas immédiatement à leur évolution. C'est pourquoi la reprise de l'inflation n'est pas terminée. Plusieurs éléments joueront cependant un rôle modérateur. Les augmentations salariales sont encore limitées et le niveau du taux d'utilisation des capacités de production reste très faible, ce qui n'incitera pas les entreprises à augmenter leurs prix.

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

Malgré le récent retournement de la conjoncture, la **Fed** maintient sa politique tant en ce qui concerne les taux d'intérêt que son programme d'achat massif d'obligations du Trésor. Certes elle reconnaît que la conjoncture s'est améliorée, mais il est prématuré d'affirmer que cette amélioration est à la fois durable et suffisante pour entraîner un reflux du chômage. Traditionnellement elle suit attentivement l'évolution de l'emploi, car aux USA, l'évolution du chômage et celle de l'inflation sont corrélées inversement. Elle reste donc prudente face à la vague d'optimisme.

Les marchés deviennent par contre quelque peu nerveux quant aux perspectives de relèvement du taux directeur. Toutefois avec une attente de croissance de 2,9% du PIB cette année, le chômage se repliera en douceur. Dans ce contexte, la Fed ne sera pas pressée de relever son taux directeur.

Après une pause en décembre et en janvier, les taux obligataires ont repris leur ascension depuis début février. Le **taux des IRS à 10 ans** est ainsi passé de 2,66% le 3 novembre à 3,42% le 10 décembre à 3,56% le 23 février. En effet de nouveaux indicateurs économiques, publiés début février, suggèrent que la reprise s'est encore amplifiée tandis que les prix des matières premières et du pétrole poursuivent leur envol. L'appréciation marquée des bourses a aussi détourné des fonds du marché obligataire vers le marché des actions.

Les achats massifs d'obligations, opérés par la Fed depuis début novembre, ne sont donc pas parvenus à enrayer la montée des taux. En fait les investisseurs ont complètement changé d'opinion quant à l'évolution de l'économie, de l'inflation et des taux d'intérêt.

En ce qui concerne l'avenir, dans un premier temps, le taux des IRS pourrait fluctuer entre 3,1% et 4%, car la Fed souhaite que les taux restent très bas. De plus après leur récent redressement, les taux sont probablement devenus plus attractifs pour les investisseurs. Dans un second temps, ces taux pourraient monter à nouveau. Lorsque la Fed arrêtera son programme d'achat d'obligations, les taux devraient retrouver un niveau conforme aux fondamentaux économiques.

Notons que la forte volatilité des taux, observés 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, la visibilité est en effet réduite et les économies occidentales doivent encore résoudre de gros problèmes.

Zone euro: le PIB continue d'augmenter au même rythme qu'au troisième trimestre

Selon une première estimation, le PIB de la zone euro a, au cours des trois derniers mois de 2010, progressé de 0,3% par rapport au troisième trimestre.

Au début de 2011, la conjoncture a poursuivi son évolution positive, comme en attestent les indices des directeurs d'achat, qui, en janvier et en février, suggéraient toujours une expansion vigoureuse dans l'industrie manufacturière et dans le secteur tertiaire. Au cours du premier trimestre, le secteur de la construction effectuera un mouvement de rattrapage, après l'hiver rigoureux que nous venons de connaître.

L'indicateur du sentiment économique suggère aussi une croissance soutenue du PIB en rythme annuel au cours du premier trimestre.

En décembre et janvier, les consommateurs ont été plus pessimistes qu'en novembre. Pour le moment, l'évolution du marché du travail n'est pas de nature à rassurer le consommateur, car le taux de chômage reste très élevé. Il a stagné entre avril et décembre – octobre excepté – à un niveau de 10%.

L'hiver rigoureux observé en décembre et la confiance limitée des consommateurs ont affecté le chiffre d'affaires des détaillants.

À court terme, la confiance et les dépenses des consommateurs demeureront faibles, étant donné que l'impact des mesures d'assainissement budgétaire dans les pays de la zone euro se fera désormais clairement sentir. Par ailleurs, la hausse de l'inflation et le niveau élevé du chômage saperont le pouvoir d'achat des consommateurs. En janvier, la confiance des entreprises industrielles s'est sensiblement redressée, sous l'effet de l'amélioration persistante et impressionnante des commandes à l'exportation et des commandes totales.

La tendance de la production industrielle demeure positive, car elle profite de la croissance des exportations. Aiguillonné par la hausse de la production, le taux d'utilisation des capacités de production progresse sans interruption, sans cependant avoir retrouvé son niveau d'avant la récession. Les entreprises disposent donc encore de suffisamment de capacités pour absorber l'augmentation de la production.

Le renchérissement des combustibles a fait passer l'inflation dans la zone euro de 2,2% en décembre à 2,4% en janvier, soit son plus haut niveau depuis octobre 2008.

Il n'est pas exclu qu'à court terme, l'inflation poursuive sur sa lancée, en raison de la hausse rapide des prix à l'importation et des prix à la production. L'éventuelle nouvelle dépréciation de l'euro pourrait aussi consolider la hausse de l'inflation.

En dépit de ces éléments, nous ne nous attendons cependant pas à un déraillement de l'inflation. L'évolution en demi-teinte de la consommation des ménages limite la capacité des entreprises à répercuter la hausse de leurs coûts sur leurs clients. Le taux de chômage élevé, les mesures d'économie draconiennes (qui induisent un gel, voire une diminution, des salaires des fonctionnaires) et la nécessité pour les pays périphériques de la zone euro de restaurer leur compétitivité auront pour effet de limiter les augmentations salariales.

Lors de sa réunion de début janvier, la **BCE** avait durci le ton face à la remontée de l'inflation, ce qui avait entraîné une réévaluation des attentes des marchés en matière de son taux directeur. Lors de sa réunion de début février, la BCE n'est pas allée plus loin dans le durcissement de son discours, adoptant même un ton quelque peu moins agressif malgré la poursuite du mouvement haussier de l'inflation.

La tâche de la BCE n'est pas facile, car

- D'un côté, en Allemagne, l'économie est vigoureuse. Cette vigueur pourrait être encore renforcée par un taux directeur très bas. Ce pays pourrait donc virer à moyen terme vers la surchauffe. De plus le taux d'inflation de la zone euro (2,4% en janvier) dépasse la norme de 2% de la BCE. Cela implique que la BCE relève d'ici quelques mois son taux directeur.
- D'un autre côté, les économies périphériques souffrent. Certaines sont en grave récession, ce qui nécessite des mesures de relance de la part de la BCE.

Un relèvement du taux directeur pourrait intervenir à la fin de l'été, c'est un pronostic qui recueille de plus en plus de suffrages sur les marchés. Nous envisageons plutôt un relèvement en décembre, car, avant d'aller plus loin, nous attendons plus d'évidences concernant la fermeté de la reprise conjoncturelle.

Le **taux des IRS** de la zone euro a repris début février son mouvement de hausse. Le retour de l'optimisme quant à la conjoncture économique s'est en effet encore accentué avec la publication des baromètres de conjoncture. Les taux d'intérêt ont aussi réagi à la confirmation de la reprise de l'inflation qui a franchi à la hausse la fameuse barre de 2%. Celle-ci pourrait d'ailleurs inciter la BCE de relever ses taux et cela plus vite qu'attendu. Ce taux est ainsi passé d'un minimum de 2,33% atteint le 31 août à 3,42% le 23 février.

En ce qui concerne l'avenir, remarquons que le taux des IRS à 10 ans a retrouvé un niveau voisin de celui observé avant l'éclatement de la crise des pays périphériques au printemps 2010. Le taux actuel correspond ainsi mieux à un scénario de croissance du PIB continue mais peu brillante. Le potentiel de hausse dans un horizon à court terme est donc limité. Le taux des IRS devrait ensuite amorcer une remontée modérée lorsqu'approchera la fin du programme d'achat massif d'obligations par la Fed, fin qui poussera les taux des IRS américains vers le haut. Cette remontée sera tempérée par une conjoncture européenne, qui ne sera guère enthousiasmante en 2011, mais aussi en 2012 avec la poursuite des programmes de réduction des déficits budgétaires.

Sur le front de la crise des pays périphériques européens, l'apaisement, observé en janvier, ne s'est pas amplifié. On observe même une remontée des spread de taux entre les obligations des pays périphériques et celles de l'Allemagne. L'afflux d'émission d'obligations, noté depuis le début de l'année, s'est intensifié, ce qui a pu pousser les taux vers le haut. De plus les investisseurs hésitent alors que les discussions quant à la mise au point d'un mécanisme européen d'aide aux pays en difficulté se prolongent.

La remontée des spread est variable d'un pays à l'autre. Elle est limitée pour l'Espagne. Par rapport à leur sommet atteint fin novembre, le spread espagnol est d'ailleurs en baisse appréciable et suggère que les marchés reprennent dans une certaine mesure confiance en ce pays suite à la

publication très attendue de l'exposition des caisses d'épargne au secteur immobilier.

En ce qui concerne le Portugal, les marchés craignent que ce pays ne parvienne pas à faire face à l'arrivée à échéance d'obligations en avril et en juin, ce qui l'obligerait à faire appel à l'aide européenne. C'est pourquoi ce pays essaie de récolter le maximum de fonds sur le marché obligataire. Depuis le début de l'année, il a déjà émis un volume significatif d'obligations, ce qui réduit la probabilité d'un appel à l'aide européenne mais ce qui a par contre poussé les taux portugais et donc le spread de ce pays vers le haut. Notons les rumeurs selon lesquelles l'Allemagne pousse ce pays à faire appel au mécanisme d'aide européenne.

En Irlande, la situation demeure confuse à l'approche des élections de fin février. De plus, selon des rumeurs, le gigantesque plan de sauvetage des banques (qui représente déjà 54% du PIB!) serait insuffisant.

La réduction des déficits de plusieurs pays périphériques ne sera pas facile, spécialement pour les pays comme l'Espagne, 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.

Royaume-Uni: le pessimisme des consommateurs augmente

Les indices des directeurs d'achat laissent présager qu'au premier trimestre de 2011, l'économie britannique a renoué une croissance positive, après la contraction inattendue (de 0,5%) observée au quatrième trimestre de 2010. En janvier, l'indice de l'industrie manufacturière a atteint son niveau le plus élevé depuis la mise en place de l'enquête en 1992.

En janvier toujours, les indices du secteur du secteur tertiaire et du secteur de la construction ont vigoureusement rebondi et s'orientent à nouveau vers une croissance des activités, après l'effondrement de décembre (dû à la rigueur de l'hiver).

Bien que l'économie britannique ait surmonté le repli brutal de la fin de 2010, des indications laissent cependant à penser que la reprise ne sera guère spectaculaire. C'est ainsi que l'indicateur du sentiment économique, qui donne une image fiable de l'évolution du PIB, s'est replié en janvier.

Durant ce même mois, les consommateurs ont été nettement plus pessimistes à propos de l'évolution de la situation économique et financière, de l'inflation et de l'emploi. Ils sont en outre moins enclins à procéder à des achats importants.

La morosité des consommateurs peut s'expliquer par les mesures d'assainissement budgétaire draconien mis en œuvre cette année. Au début du mois de janvier, la TVA a été portée de 17,5% à 20%; d'autres impôts ont également été majorés et les allocations sociales ont été réduites. Ces éléments, conjugués aux faibles augmentations salariales, au taux de chômage élevé (7,9%) et à la progression rapide de l'inflation, érodent le pouvoir d'achat des consommateurs.

Les ventes au détail ont rebondi en janvier. Cependant ce regain s'inscrit dans la foulée de la chute sévère en décembre, en raison des mauvaises conditions climatiques.

L'inflation poursuit son ascension, pour atteindre 4% en janvier. Depuis décembre 2009, l'inflation a toujours été supérieure à la norme de 2% prônée par la banque centrale britannique. A l'origine, il y a principalement le bond des prix de l'énergie et des prix des denrées alimentaires, auxquels s'ajoute la hausse de la TVA au début de janvier.

L'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac) est passée en janvier à 2,97%.

Lors de sa réunion du 10 février, la Banque centrale d'Angleterre a décidé de ne pas modifier son taux directeur, à 0,50%.

Sous l'effet de la progression soutenue de l'inflation, les marchés financiers tablent sur un resserrement rapide de la politique monétaire. Nous ne pensons cependant pas qu'il en ira ainsi, car l'assainissement budgétaire draconien freinera la croissance économique et, conjugué aux hausses salariales modérées, tempèrera les tensions inflationnistes.

Nous ne nous attendons à une première hausse du taux directeur britannique (de l'ordre de 25 points de base) qu'à l'automne 2011.

Marché des changes: rebond de l'euro après un affaiblissement temporaire

Début février, l'euro valait 1,38 dollar, avant de se replier. Cependant, à partir de la mi-février, l'euro a rebondi suite aux spéculations d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE après la montée du taux d'inflation.

À court terme, le cours de l'euro restera probablement erratique. Le sentiment des marchés financiers à propos de la crise de la dette dans la zone euro, qui continuera à déterminer l'évolution des cours de change, dépendra des développements observés au Portugal, en Irlande et en Grèce.

Cette année, l'évolution de la conjoncture de la zone euro sera freinée par les mesures d'économie prises par les pouvoirs publics. La croissance économique dans la zone euro sera dès lors inférieure à celle des États-Unis (qui, outre une politique monétaire très accommodante, peuvent compter sur un train de mesures fiscales incitatives, comme en atteste notamment la récente prorogation de la baisse des impôts).

Le différentiel de croissance économique entre les deux côtés de l'Atlantique maintiendra un écart important entre les taux à long terme américains et européens, ce qui devrait renforcer l'attractivité du dollar aux yeux des investisseurs.

Nous nous attendons dès lors, au cours des prochains mois, à une nouvelle dépréciation de l'euro par rapport au dollar.

La dépréciation de l'euro devrait s'arrêter à la fin de cette année, époque à laquelle les effets bénéfiques des mesures d'économie sur les finances publiques devraient clairement se faire sentir. À ce moment, les décisions relatives au fonds de stabilité européen auront probablement été prises, ce qui diminuera les incertitudes sur les marchés financiers.

Cette année et par la suite, les États-Unis seront encore toujours en proie à leur déficit budgétaire colossal et aux déficits abyssaux de leur balance des opérations courantes avec l'étranger. Le déficit budgétaire américain, exprimé en pourcentage du PIB, restera à un niveau supérieur à celui de la zone euro et le ratio de la dette publique continuera d'augmenter plus rapidement.

Ce faisant, le dollar américain devra faire face, à la fin de l'année, à des pressions de plus en plus insistantes.

Enfin, la BCE commencera à resserrer sa politique monétaire à la fin de 2011. Les marchés financiers anticiperont ce mouvement et nous pouvons dès lors en déduire qu'à compter du quatrième trimestre de 2011, l'euro recommencera à s'apprécier par rapport au dollar américain.

Marché des actions: comment consolider un bon début d'année?

Au cours des six premières semaines de 2011, les bourses occidentales ont réalisé d'excellentes prestations au détriment de celles des pays émergents.

Il convient de remarquer la forte reprise des valeurs financières, tombées en disgrâce en 2010. Le secteur financier n'a d'ailleurs pas terminé sa restructuration, certainement pas en Europe. Si les entreprises publient de bons résultats, ces derniers sont principalement dus à la courbe des taux raide, aux désinvestissements, à la reprise des provisions trop élevées pour débiteurs douteux et au retour de la contribution bénéficiaire des opérations des salles de marché pour leur propre compte ou non. Dans le même temps, les vedettes boursières de 2010 ont été plutôt pénalisées par l'hésitation à l'égard des placements dans les pays émergents, liée au resserrement monétaire visant à prévenir les bulles spéculatives craintes dans le secteur immobilier et des matières premières.

Les facteurs qui soutiennent les belles performances sont les bons résultats d'entreprise, la hausse des dividendes, les fusions et acquisitions, la politique monétaire très souple, le calme relatif autour de la crise de la dette, la montée ralentie des taux à long terme, la valorisation bon marché, le climat économique meilleur, la spéculation envers l'ICT et les matières premières.

Les éléments plutôt négatifs sont la peur d'une accélération de l'inflation et donc d'un durcissement de la politique monétaire et une hausse des taux à long terme, un refroidissement des marchés émergents, une activation de la crise de la dette européenne, un immobilisme américain au sujet de l'assainissement budgétaire, les turbulences géopolitiques en Afrique du Nord et au Moyen Orient.

Provisoirement, la balance penche clairement en faveur d'une poursuite de l'évolution positive. Toutefois, il nous semble prématuré de déjà adapter à la hausse le return positif prévu de 7% à 10%. Les facteurs de correction éventuelle ne peuvent en aucun cas être minimalisés.

Matières premières: la hausse des prix se poursuit

Les prix des matières premières poursuivent leur marche en avant. Au cours du mois écoulé, la flambée des cours a principalement touché les métaux non ferreux.

Tableau: évolution des cours des matières premières (indices CRB, le 22 février)

	-1 mois	-3 mois	-1 an
Métaux industriels	+11,0%	+34,7%	+74,3%
Métaux précieux	+7,0%	+9,9%	+43,7%
Energie	+6,2%	+22,3%	+25,6%
Produits tropicaux*	+5,5%	+20,9%	+37,8%
Céréales	-3,7%	+17,6%	+55,3%
Denrées alimentaires	+1,8%	+20,1%	+36,8%

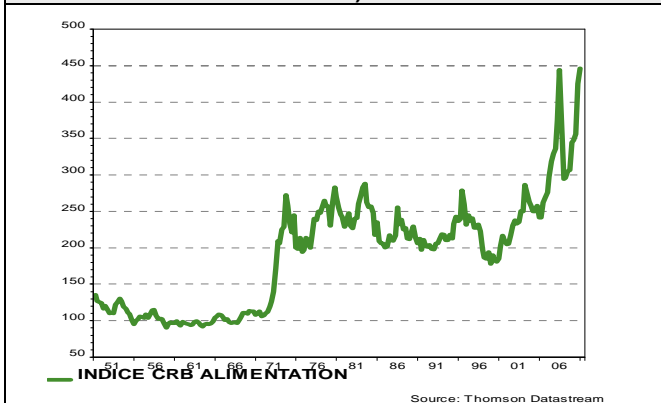
*comme le cacao, le café, le sucre, le coton, ...

Les prix du cuivre, de l'étain et du coton ont atteint de nouveaux records.

Selon les prévisions, la production de cuivre ne pourra pas, en 2011 et en 2012, suivre la progression de la demande, entraînant dès lors une fonte accélérée des stocks (déjà faibles).

La vigueur de la conjoncture en Chine (qui s'accapare 40% de la demande mondiale en cuivre et qui a importé en janvier 25% de cuivre de plus qu'il y a un an), ainsi que l'optimisme croissant à propos de l'économie américaine non seulement alimenteront la demande physique en métaux industriels, mais attireront aussi les spéculateurs, renforçant dès lors encore la hausse des cours.

1. Evolution des prix de l'alimentation depuis 1950 (indice CRB)

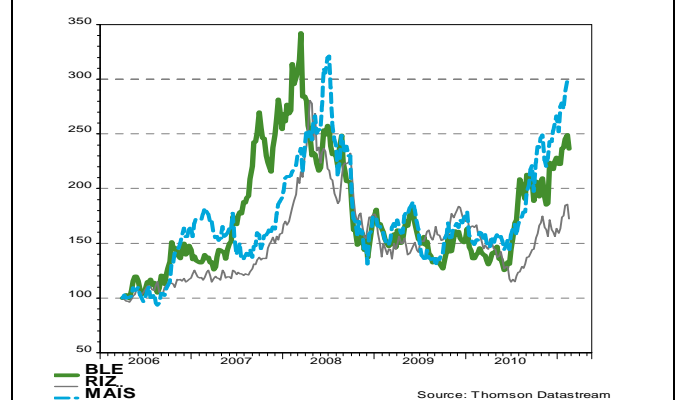


L'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) affirme que les **prix des denrées alimentaires** ont progressé, dans le monde entier, de 3,4% entre décembre et janvier et ont ainsi atteint leur niveau le plus élevé depuis que la FAO a commencé à suivre l'évolution des prix des denrées alimentaires en 1990. Cette évolution est aussi confirmée par l'indice des prix des denrées alimentaires CRB, qui, ces dernières semaines, a atteint des niveaux record.

L'indice des prix des denrées alimentaires de la FAO se compose des catégories suivantes: céréales, huiles et graisses, produits laitiers, sucre et viande. En janvier, la composante produits laitiers a connu la progression en rythme mensuel la plus soutenue (+6,2%), suivie par les huiles et graisses (+5,6%), le sucre (+5,4%) et les céréales (+3%). Les prix de la viande sont restés stables.

Au début du mois de février, le prix du sucre a même atteint son niveau le plus élevé en 30 ans.

2. Evolution des prix des céréales (indices CRB)



Des conditions atmosphériques défavorables, dont les inondations en Australie, la sécheresse en Argentine et en Chine et la récente vague de froid aux États-Unis, menacent les prochaines récoltes **céréalières**. À cela s'ajoute encore la décision prise par des pays d'Afrique du Nord et des pays du Moyen-Orient d'importer massivement du blé et de se constituer des stocks, afin d'éviter des désordres sociaux.

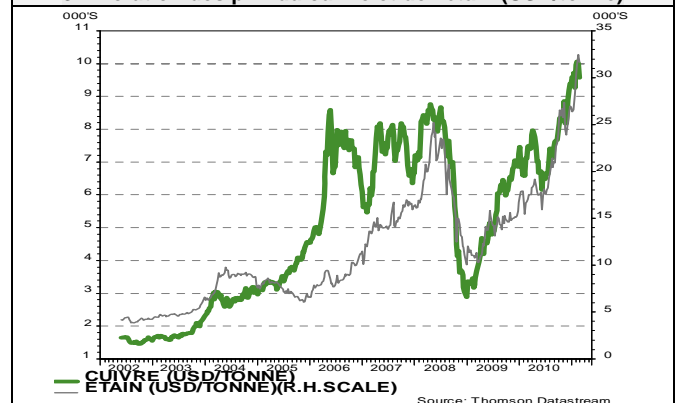
Cette mauvaise nouvelle coïncide avec la perspective d'une réduction considérable des stocks de céréales aux États-Unis, qui sont le grenier du monde. Le Ministère américain de l'Agriculture a en effet annoncé que les stocks céréalières totaux des États-Unis au cours de la saison 2010/2011 seront en baisse de quelque 41,1% par rapport à la saison 2009/2010. Les stocks de blé américains se contracteront de 16,2% au cours de la saison 2010/2011 (mais en se maintenant à un niveau supérieur à celui de 2008/2009) tandis que les stocks d'autres céréales (dont la moindre n'est pas le maïs) diminueront de 56,9%. Les stocks de maïs américains reviendront à leur niveau le plus faible depuis 1995/1996, ce qui s'explique également par la production sans cesse croissante de bioéthanol.

Au cours de la présente saison, les stocks mondiaux de céréales baisseront de 12,7% par rapport à 2009/2010.

La fin de la hausse des prix des céréales n'est donc pas encore en vue.

La baisse des rendements rizicoles résultant des trop abondantes pluies contraindra l'Indonésie, l'un des principaux importateurs mondiaux de riz, à en importer des quantités encore supérieures. Cette annonce a récemment déclenché un mouvement de hausse des cours du riz, dans la foulée de celle du blé et du maïs.

3. Evolution des prix du cuivre et de l'étain (USD/tonne)



Le 31 janvier, le cours du **pétrole brut** (Brent) a franchi, pour la première fois depuis septembre 2008, la barre des 100 dollars le baril. Cette hausse des prix du pétrole s'explique non seulement par l'optimisme économique à propos des pays émergents d'Asie et des États-Unis, mais aussi par l'inquiétude des investisseurs quant aux événements en Égypte (qui contrôle les importants itinéraires de transit via le canal de Suez et le pipeline Sumed entre la Mer Rouge et la Mer Méditerranée) et en Libye ainsi que par la crainte que les troubles ne s'étendent à d'autres importants pays producteurs de pétrole en Afrique du Nord et au Moyen-Orient (dont l'Algérie, l'Arabie Saoudite et l'Irak).

Le relèvement des cours du pétrole est exagéré, vu l'évolution favorable des stocks de pétrole et de la production pétrolière. Selon des statistiques de Bloomberg, l'offre mondiale du pétrole a été supérieure à la demande en janvier.

Les stocks de pétrole commerciaux américains (hors stocks stratégiques) ont augmenté de 3,8% entre le 7 janvier et le 11 février. Le 11 février, leur niveau a excédé de 3,4% celui d'il y a un an. Les stocks de pétrole stratégiques, qui sont deux fois supérieurs aux stocks commerciaux, se stabilisent à un niveau très élevé.

Il n'est dès lors pas étonnant, au vu des niveaux records des stocks de pétrole à Cushing (dans l'État américain de l'Oklahoma), que le cours du pétrole américain (West Texas Intermediate) n'ait pas suivi la récente hausse de son pendant européen (le Brent). Ce faisant, la différence entre les cours du pétrole européen et américain est exceptionnellement élevée.

De même, les stocks de diesel, de mazout de chauffage et d'essence aux États-Unis sont supérieurs à leur niveau de l'année précédente. En outre, les raffineries de pétrole américaines ne tournent pas à plein régime et pourraient augmenter leur production en cas de besoin.

Dans l'intervalle, l'offre de brut est toujours assurée. Entre novembre et janvier, les 11 pays de l'OPEP soumis aux quotas de production ont progressivement pompé davantage de pétrole. L'Irak, qui n'a pas de quota de production, a sensiblement augmenté sa production en janvier, pour la porter à son niveau le plus élevé depuis des années.

La capacité tampon des pays de l'OPEP demeure confortable; hors Irak, elle s'élevait à 5,5 millions de barils par jour en janvier 2011, contre 2 millions de barils par jour seulement en juillet 2008, lorsque les cours du pétrole avaient atteint un pic. Fin janvier, le président de l'OPEP a imputé la récente hausse des prix du pétrole aux spéculateurs, tout en affirmant que le cartel pétrolier réagirait si une pénurie physique devait être observée sur les marchés pétroliers.

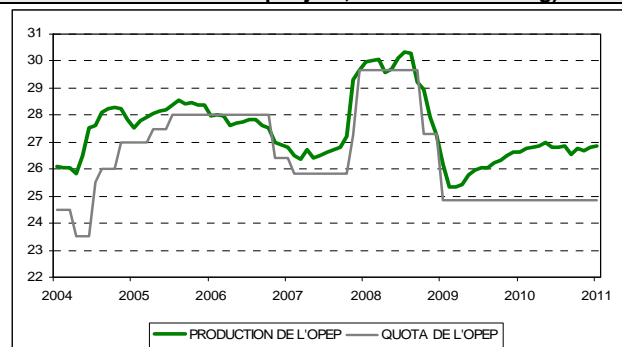
À la fin de l'hiver dans l'hémisphère nord, la demande en pétrole brut pourrait se contracter temporairement, ce qui pourrait induire une baisse momentanée des cours. A condition qu'il n'y ait pas de longues interruptions de la production dans des pays producteurs importants, comme la Libye.

Toutefois, la tendance à la hausse à long terme des prix du pétrole demeure intacte, sous l'effet de la demande soutenue en provenance des pays émergents et de l'épuisement progressif de cette source d'énergie non renouvelable. En outre, les pays producteurs d'Arabie ont un besoin énorme en pétrodollars pour éviter des troubles sociaux (en raison notamment de la hausse des prix des denrées alimentaires). Les cours actuels du pétrole leur conviennent bien et le renchérissement de l'or noir ne constitue pas une menace pour l'économie mondiale, laquelle croîtra certes à un rythme moins soutenu en raison du relèvement des prix de l'énergie, mais sans retomber dans une nouvelle phase de récession.

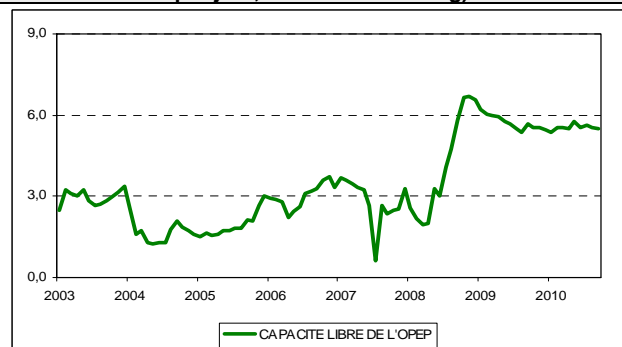
Nous nous attendons cependant en 2011 à une hausse moyenne des cours du pétrole moins soutenue que l'année dernière, car la croissance de la demande se réduira en raison de l'essoufflement de l'économie mondiale.

L'Agence internationale de l'Énergie (AIE) affirme que la demande mondiale en pétrole brut progressera en 2011 de 1,7%, après une hausse de 3,3% en 2010. Ce faisant, l'AIE confirme le pronostic de l'OPEP, qui table sur une hausse de 1,6% de la demande en pétrole brut en 2011.

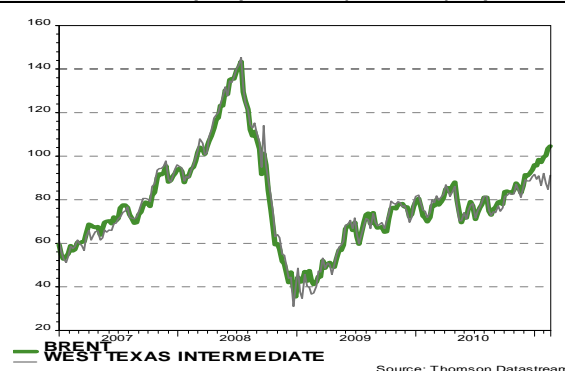
4. Production et quotas des pays de l'OPEP (hors l'Irak, en millions de barils par jour, source: Bloomberg)



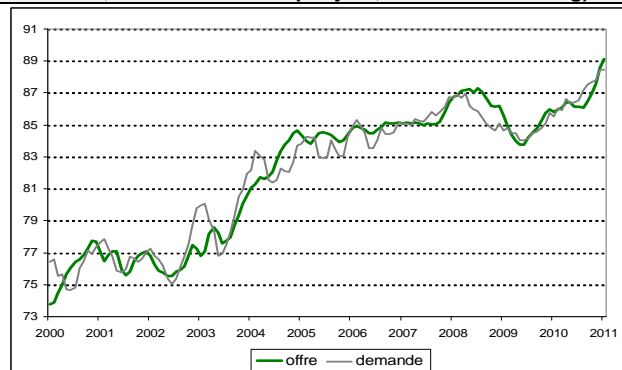
5. Capacités libres de l'OPEP (hors l'Irak, en millions de barils par jour, source: Bloomberg)



6. Evolution des prix pétroliers (USD/baril) depuis 2007



7. Offre et demande mondiale du brut (moyenne mobile 3 mois, millions de barils par jour, source: Bloomberg)



Extrême-Orient: normalisation de l'expansion économique après une période de croissance exubérante

En Chine, la décélération de l'économie, observée durant l'été, ne s'est pas accentuée en fin d'année. Le PIB a en effet progressé de 9,8% au 4^{ème} trimestre (à un an d'intervalle). La Chine profite d'une forte demande des pays émergents (surtout de l'Asie, mais aussi de plus en plus de l'Amérique Latine) mais aussi du dynamisme de la consommation.

Vu dans une perspective plus longue, l'expansion économique est entrée dans une phase de normalisation avec un rythme de croissance plus raisonnable à savoir environ 9%. Le programme de relance de l'économie arrive en effet à son terme, ce qui est perceptible dans une progression devenue nettement moins exubérante des crédits et des investissements. La banque centrale chinoise a aussi resserré de manière répétée les conditions de crédit devant la remontée de l'inflation (par des rehaussements de ses taux directeurs et par des relèvements du coefficient des réserves obligatoires).

La hausse des prix immobiliers inquiète. Il y a différents articles anecdotiques dans la presse, qui décrivent des projets extravagants, signes de la formation d'une bulle. Mais plus fondamentalement les prix étant devenus trop chers, un ménage à revenus moyens éprouve des difficultés à acheter un appartement moyen. Cela constitue un autre signe qu'une bulle est en train de se former. Le gouvernement a pris diverses mesures de refroidissement de ce marché (interdiction de prêter à un client visant l'achat d'un 3^{ème} immeuble ou plus; hausse de l'acompte à 60% pour l'achat d'un second immeuble; accélération des tests visant l'introduction d'une taxe immobilière).

Il convient cependant de relativiser l'impact de l'éclatement éventuel d'une bulle immobilière. En effet selon l'OCDE, le déficit budgétaire de l'Etat s'élèvera à 1,9% du PIB en 2010 et la dette publique à 3% du PIB en 2011. Face à cet endettement, il y a la valeur des terrains dont l'Etat est propriétaire. La Chine a donc les moyens de contrer l'effet de l'éclatement éventuel d'une bulle en mettant en œuvre un nouveau plan de relance. Notons aussi que la classe moyenne se développe rapidement, ce qui entraîne un besoin énorme de logements modernes.

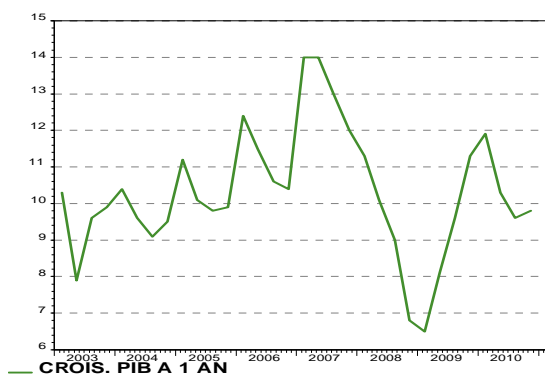
L'inflation a atteint un niveau excessif en janvier (+4,9%) par suite de l'envol des prix alimentaires (+10,3%). La tension sur les prix des matières premières inquiète.

L'appréciation du yuan s'est récemment accélérée. Depuis le 20 juin 2010, date marquée par l'abandon de son ancrage au dollar, le yuan s'est apprécié de 3,8% vis-à-vis du dollar.

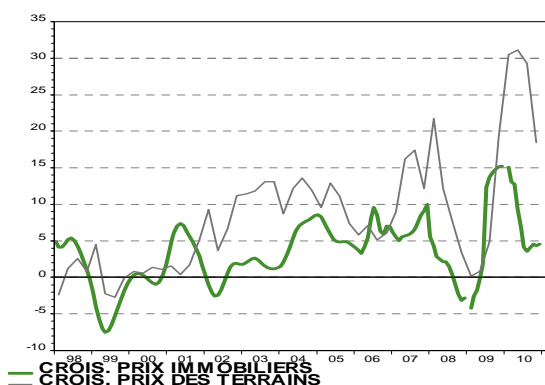
Chine			
	2010	2011	2012
PIB (crois. à 1 an)	10,3	9,1	9,0
Taux d'inflation	3,3	4,5	3,3
Bal. opér. courantes (% PIB)	5,2	4,6	4,1
Solde budgétaire (% PIB)*	-1,9	-2,2	-2,1
Dette extérieure (% PIB)	7,3	-	-

*Source: OCDE

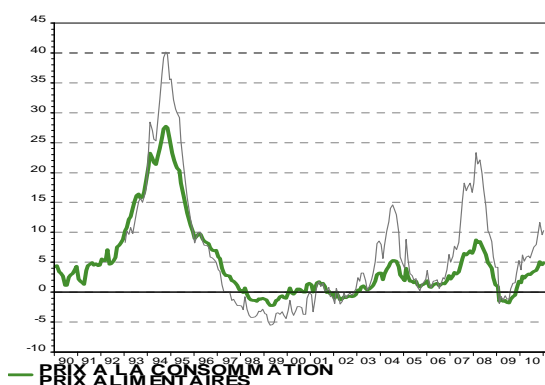
1. Chine: croissance du PIB (en volume; à un an)



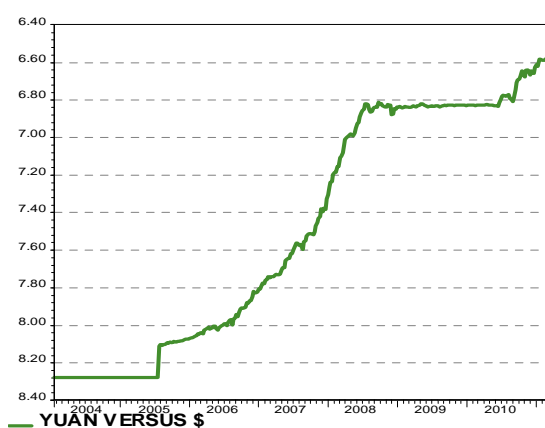
2. Chine: évolution des prix immobiliers (crois. à 1 an)



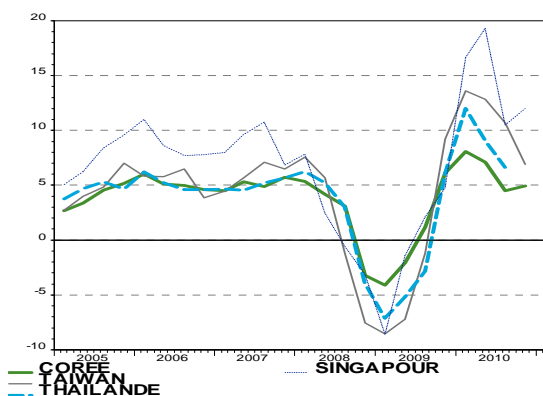
3. Chine: taux d'inflation (prix à la consommation et prix alimentaires)



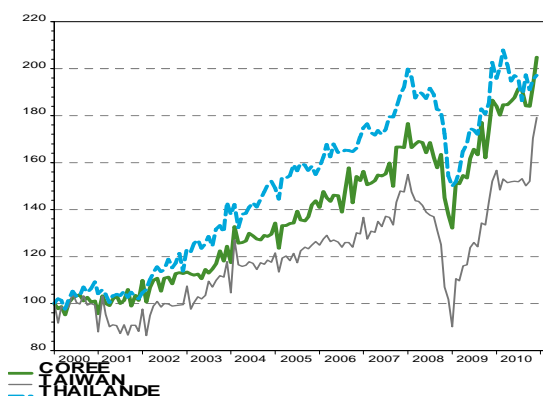
4. Chine: cours du yuan par rapport au \$



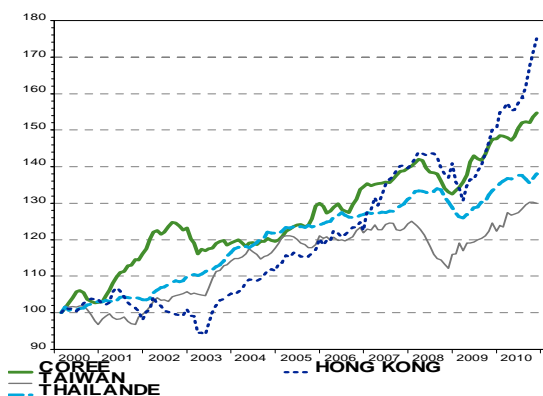
5. Asie: PIB (crois. à un an en %)



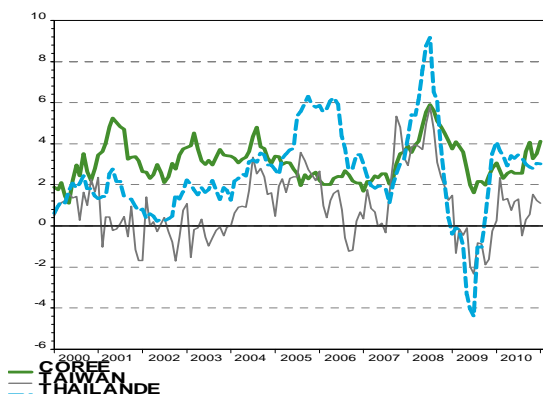
6. Asie: production industrielle (indices)



7. Asie: ventes au détail (indices; moyenne mobile 3 mois)



8. Asie: taux d'inflation



En Corée, à Taiwan, à Singapour et en Thaïlande, après la récession de 2008, l'économie était entrée dans une phase d'expansion effrénée. Ensuite, au 2^{ème} semestre 2010, l'économie a marqué une pause, le PIB décélérant en glissement annuel.

Cette pause a probablement été temporaire. En effet la production industrielle a nettement accéléré en décembre dans cette région. De plus

- Les exportations seront stimulées par des devises (spécialement le won coréen) qui sont compétitives. Elles seront aussi favorisées par l'accélération des économies occidentales, observée en fin d'année dernière.
- Le chômage est en baisse dans cette région, ce qui soutiendra la consommation.
- Les investissements des entreprises seront favorisés par un taux élevé d'utilisation des capacités de production.

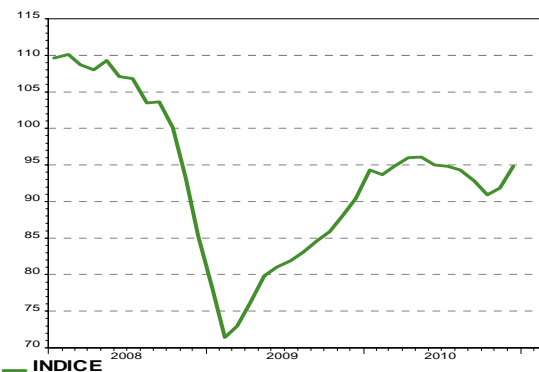
La progression du PIB sera cependant plus sage. En effet la priorité des banques centrales de cette région ne réside plus dans la relance de l'économie mais dans la lutte contre l'inflation. C'est ainsi qu'elles ont relevé leur taux directeur et laissé leurs devises s'apprécier.

Cette région est donc en train d'entrer dans une phase de normalisation à savoir de croissance de l'activité à la fois durable et moins effervescente.

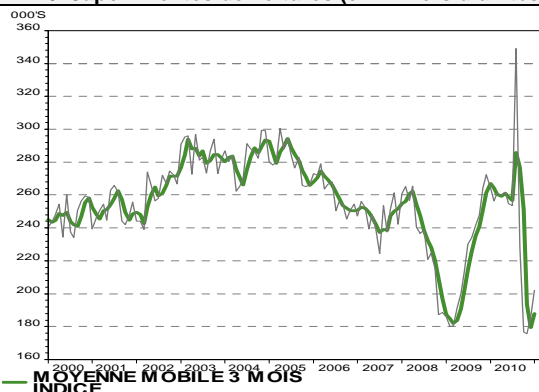
PIB (croissance à 1 an)			
	2010	2011	2012
Corée	6,1	3,8	4,2
Taiwan	10,8	4,6	4,6
Thaïlande	7,9	4,1	4,8
Taux d'inflation			
	2010	2011	2012
Corée	3,0	3,8	3,2
Taiwan	1,0	1,8	1,8
Thaïlande	3,3	3,4	3,5
Balance des opérations courantes avec l'étranger (% PIB)			
	2010	2011	2012
Corée	2,9	2,5	2,0
Taiwan	8,5	7,5	7,0
Thaïlande	4,6	3,5	3,0
2010			
	Solde budgétaire (% PIB)	Dettes extérieures (% PIB)	
Corée	+1,6*	37,4	
Taiwan	-1,8	22,3	
Thaïlande	-2,0	26,2	

*source : OCDE

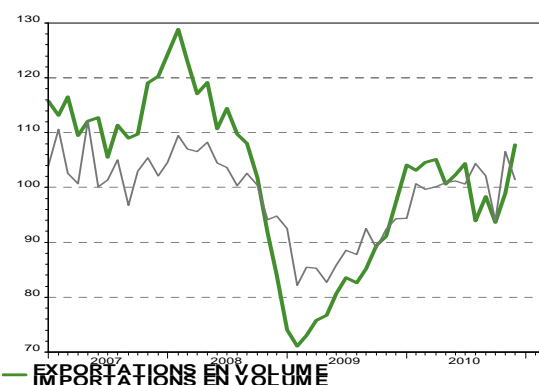
9. Japon: évolution de la production industrielle (indice)



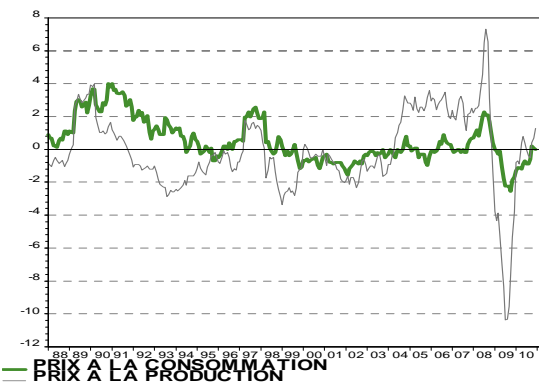
10. Japon: ventes de voitures (en milliers d'unités)



11. Japon: exportations et importations (index; en volume, désaisonnalisés)



12. Japon: taux d'inflation



Au **Japon**, la forte reprise de l'économie, observée depuis le printemps 2009, s'est arrêtée au 4^{ème} trimestre 2010. Le PIB s'est même contracté durant les 3 derniers mois de l'année écoulée. C'est ainsi que la croissance du PIB en glissement annuel est revenue de +4,7% au 3^{ème} trimestre à +2,6% au 4^{ème} trimestre. Cette contraction est imputable au plongeon des ventes de voitures après l'arrivée à terme de la prime pour l'achat d'une voiture écologique mais aussi à l'affaiblissement des exportations.

Cette contraction de l'activité est probablement temporaire, car après leur plongeon, les ventes de voitures ont atteint vraisemblablement leur plancher. De plus la confiance des ménages est à un niveau normal et leurs revenus augmentent. Enfin les statistiques, relatives à l'évolution de l'activité en décembre, sont en amélioration avec le rebond significatif des exportations et de la production industrielle.

En 2011, l'économie renouera avec une expansion positive. Celle-ci sera cependant mesurée, vu la fermeté du yen qui handicapera le commerce extérieur. Les perspectives à plus long terme ne sont guère meilleures, car ce pays devra remettre en ordre ses Finances Publiques délabrées. Le déficit budgétaire s'est élevé à 8,6% du PIB en 2010 et son ratio dette publique/PIB dépassera la barre des 200% cette année. Vu l'instabilité politique, les mesures d'assainissement tardent et Standard & Poor's vient de dégrader son rating à AA-.

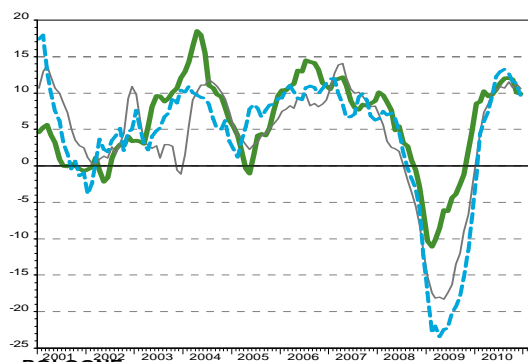
En définitive l'expansion du PIB reviendra de 4% en 2010 à 1,4% en 2011 et à 1,6% en 2012.

Sous la poussée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, la déflation s'est apparemment dissipée, l'évolution des prix à la consommation passant de -2,5% en octobre 2009 à 0% en décembre 2010. La menace de la déflation n'a cependant pas vraiment disparue vu les perspectives peu brillantes de l'activité économique, dans ce pays enclin à la déflation.

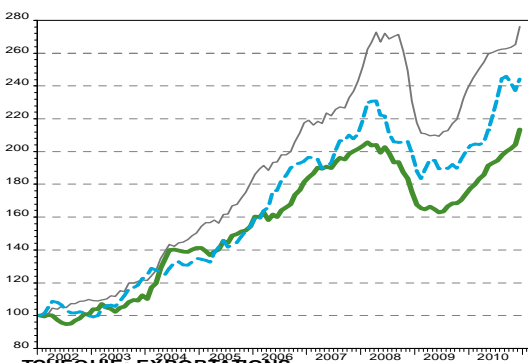
Dans ce contexte, la Banque du Japon restera encore très accommodante (avec notamment un taux directeur voisin de 0%) pour encore pas mal de temps et cela d'autant plus qu'elle est l'objet de pressions du gouvernement et que l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar lui pose problème.

JAPON			
	2010	2011	2012
PIB (crois. à 1 an)	4,0	1,4	1,6
Taux d'inflation	-0,7	-0,2	-0,2
Bal. opérations courantes (% PIB)	3,6	3,3	3,0
Solde budgétaire (% PIB)	-8,6	-8,4	-8,2

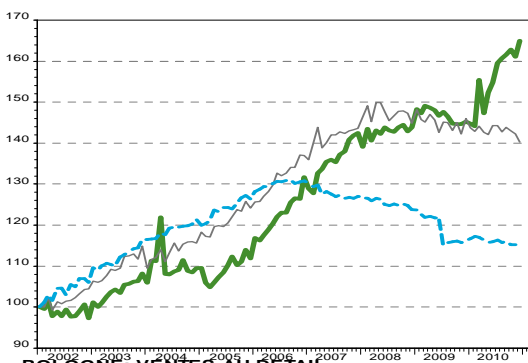
1. Europe de l'Est: production industrielle (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an)



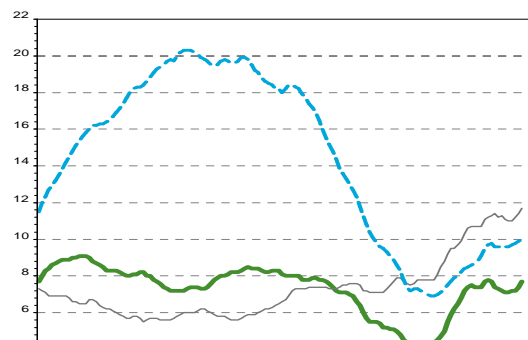
2. Europe de l'Est: exportations (moyenne mobile 3 mois, indices, en prix courants)



3. Europe de l'Est: ventes au détail (indices, source: Eurostat)



4. Europe de l'Est: taux de chômage (source: Eurostat)



Europe de l'Est: des chiffres de croissance impressionnants en fin d'année 2010

Selon une première estimation, le **PIB** a progressé, au cours du quatrième trimestre de 2010, de 4,3% en rythme annuel en Pologne, de 2,9% en Tchéquie et de 2% en Hongrie. Ce faisant, la croissance économique s'est établie pour l'ensemble de l'année dernière à 3,8% en Pologne, 2,3% en Tchéquie et 1,2% en Hongrie.

Dans ces trois pays, la **production industrielle** demeure un moteur essentiel de la croissance économique, laquelle est en outre favorisée par les **exportations**, qui profitent de la haute conjoncture en Allemagne.

D'après l'enquête mensuelle de la Commission européenne, cette évolution se poursuivra encore durant les premiers mois de 2011. Le total des commandes industrielles et les commandes à l'exportation se sont par ailleurs sensiblement redressés ces derniers mois en Tchéquie et en Hongrie. En Pologne, les commandes se sont légèrement repliées en janvier. Il n'est dès lors pas étonnant, au vu de ces constats, que la confiance des entrepreneurs soit au beau fixe.

En Pologne, le **secteur de la construction** s'est bien comporté au quatrième trimestre de l'année écoulée, grâce aux investissements liés au championnat d'Europe de football de 2012. En Tchéquie et en Hongrie, la production du secteur de la construction a poursuivi sa décline.

Les premiers indicateurs de 2011 confirment la bonne marche de l'économie. C'est ainsi que l'**indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière** en Pologne, en Tchéquie et en Hongrie suggérait une solide expansion de ce secteur en janvier.

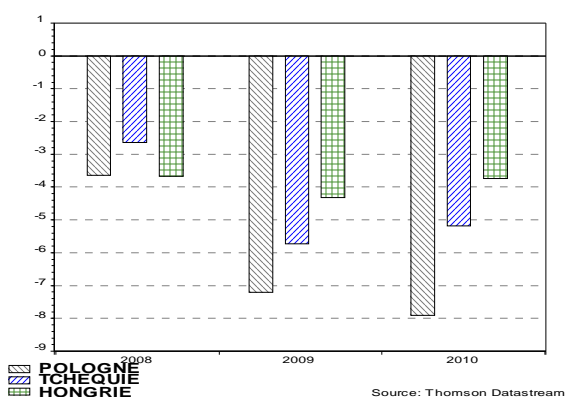
L'image véhiculée par la **consommation des ménages** est contrastée: en Pologne, elle progresse toujours sensiblement (comme en attestent les ventes au détail et les ventes de voitures), par contre les ventes au détail se sont tassées en Tchéquie et en Hongrie au cours du quatrième trimestre de 2010.

En dépit des chiffres impressionnants de croissance du PIB, aucune embellie du marché du travail ne se dessine encore, Eurostat affirmant qu'en Pologne, en Tchéquie et en Hongrie, le **taux de chômage** a repris vigueur au cours des derniers mois de l'année écoulée.

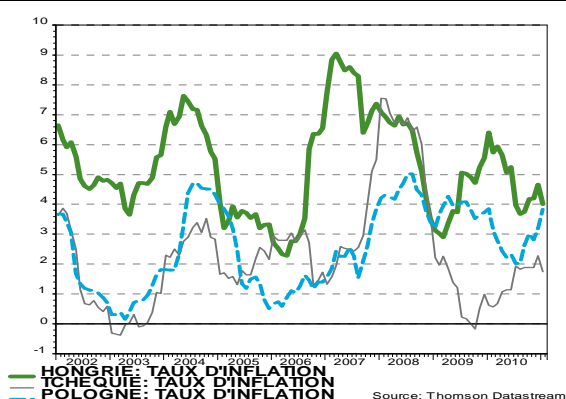
De ces trois pays, la Pologne devra consentir un effort de réduction du **déficit budgétaire** le plus intense (en 2010, le déficit budgétaire s'élevait à environ 8% du PIB). Le gouvernement polonais ambitionne de parvenir à un déficit budgétaire de 3% du PIB en 2012, ce qui représente un défi colossal. Par ailleurs, la constitution polonaise stipule que la dette publique ne peut pas s'élever à plus de 60% du PIB et que le gouvernement doit mener des politiques d'assainissement draconiennes si le ratio d'endettement franchit la barre des 55% du PIB. Ce seuil pourrait déjà être atteint cette année.

Toutefois, les élections législatives d'octobre 2011 entravent la prise de douloureuses mesures d'économie. Pour trouver la parade, la cotisation des polonais aux fonds de pension privés sera réduite, à compter de cette année, de 7,3% des revenus du travail à 2,3%. La différence sera versée au fonds de pension public, ce qui permettra de réduire de manière indolore le déficit budgétaire.

5. Europe de l'Est: déficit budgétaire (en % du PIB, source: Commission Européenne)



6. Europe de l'Est: taux d'inflation



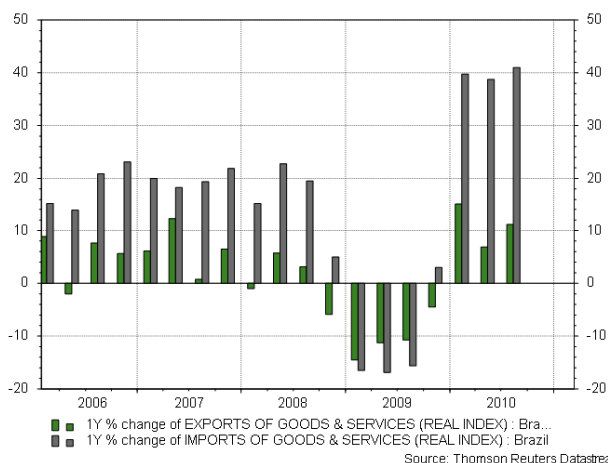
Le premier ministre hongrois a annoncé que son gouvernement présentera en mars son programme de réformes au parlement. Le gouvernement envisage, comme c'est déjà le cas en Pologne, de fixer dans la constitution un plafond pour la dette publique. Selon une première estimation de la banque centrale hongroise, le déficit public a atteint 4,7% du PIB en 2010 et la dette publique brute 80,1% du PIB.

En Tchéquie, l'inflation a reculé de 2,28% en décembre à 1,75% en janvier. En Pologne, elle est passée de 3,20% en décembre à 3,25% en janvier.

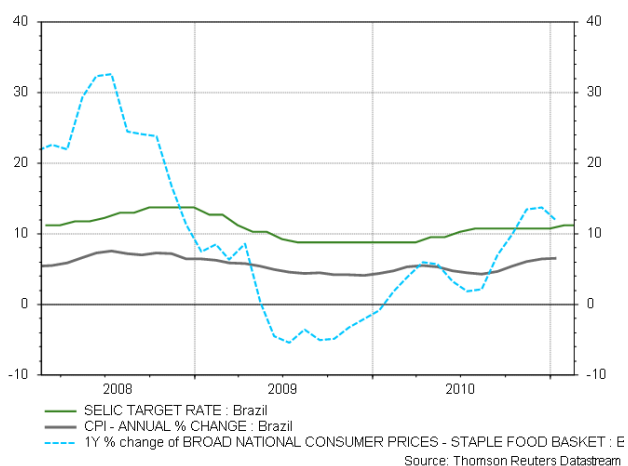
En Hongrie, elle s'est repliée de 4,67% en décembre à 4% en janvier. Dans ce pays, l'inflation subira cependant, au cours de ces prochains mois, les répercussions négatives de la hausse d'un certain nombre de prix réglementés (dont les prix du gaz naturel et de l'électricité, la taxe de circulation, le relèvement des accises sur le tabac, ...).

PIB (croissance à 1 an)			
	2010	2011	2012
Pologne	3,8	3,9	4,1
Tchéquie	2,3	2,2	3,2
Hongrie	1,2	2,4	3,0
Taux d'inflation			
	2010	2011	2012
Pologne	2,7	3,2	2,9
Tchéquie	1,4	2,1	2,0
Hongrie	4,9	3,8	3,4
Balance des opérations courantes avec l'étranger (% PIB)			
	2010	2011	2012
Pologne	-3,2	-3,5	-3,7
Tchéquie	-2,5	-2,9	-3,2
Hongrie	1,3	-0,9	-1,2

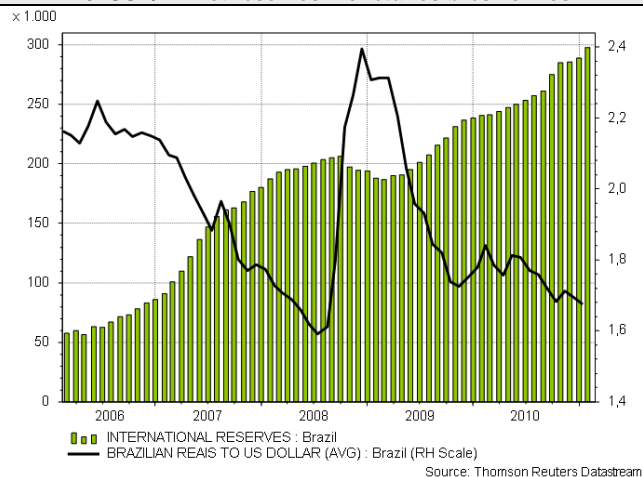
1. Croissance annuelle (%) des volumes d'exportations et d'importations



2. Evolution des prix des denrées alimentaires, des prix à la consommation et du taux court officiel (« Selic »)



3. USD/BRL et réserves monétaires brésiliennes



Brésil: vers une politique plus équilibrée

En 2011, l'enjeu principal du gouvernement de la nouvelle présidente brésilienne, Dilma Rousseff, consistera à freiner, de manière contrôlée, la croissance économique domestique de l'une des plus grandes économies d'Amérique latine. La demande intérieure du Brésil a crû l'an dernier à un rythme infernal de 9,5%, soit près du double de l'offre intérieure, ce qui s'est traduit par une hausse du PIB de 7,7%. Il s'agissait du taux de croissance le plus solide depuis 1985. L'énorme demande intérieure risque d'engendrer des déséquilibres économiques, tout d'abord au niveau des flux commerciaux comme l'illustre le graphique 1.

La solide dynamique économique et la hausse sensible des prix des denrées alimentaires ont par ailleurs entraîné un regain soudain de l'inflation brésilienne durant le dernier trimestre 2010. En décembre, la croissance des prix à la consommation a atteint 5,9% sur une base annuelle, soit la plus forte hausse en 26 mois. En juin, l'inflation s'établissait encore à 4,5%, un pourcentage alors tout juste supérieur à l'objectif de la Banque centrale. Les derniers chiffres de l'inflation ont mis les autorités monétaires en état d'alerte. Ces dernières ont immédiatement réagi en relevant le taux court officiel de 10,75% à 11,25% lors de leur réunion du 19 janvier. Le taux directeur était resté inchangé depuis juillet 2010. Il s'agissait de la première décision de modification des taux sous la direction d'Alexandre Tombini, le tout nouveau gouverneur de la Banque centrale brésilienne, qui a ainsi clairement indiqué aux marchés financiers qu'il ne prendrait aucun risque sur le plan de la politique monétaire. Dans ses commentaires, la Banque centrale a laissé entendre qu'elle n'hésiterait pas à procéder, au besoin, à de nouvelles hausses de taux dans les prochains mois.

La présidente Dilma Rousseff a, elle-aussi, perçu la gravité de la situation et vient d'annoncer des économies budgétaires pour 2011 à hauteur de 50 milliards de BRL, soit 1,5% du PIB. L'assainissement annoncé des finances publiques doit aider à reconstruire l'excédent primaire. La récession de 2009 et les mesures de stimulation qui ont suivi ont en effet entraîné une baisse de ce surplus de 3,5% en 2008 à 2,5% en 2009. Dans un premier temps, les marchés obligataires ont réagi positivement à ces mesures d'économie, en témoigne la contraction du taux des obligations d'Etat après leur annonce.

En mettant d'avantage l'accent sur la politique budgétaire, le gouvernement brésilien vise à mettre en place une solution plus équilibrée pour ralentir la croissance économique sans tuer dans l'œuf la reprise post-récession. Pour l'heure, cette mission repose en grande partie sur la Banque centrale qui a relevé le taux Selic de 225 pb en à peine huit mois et renforcé les réserves obligatoires des banques brésiliennes. Mais la hausse du taux à court terme a un effet indésirable. Elle renforce l'appréciation du réal brésilien alors que les exportateurs se plaignent déjà de la cherté de la devise qui mine leur pouvoir concurrentiel et creuse le déficit commercial.

L'an dernier, le réal brésilien s'est sensiblement apprécié par rapport au dollar américain mais les mesures prises par les pouvoirs publics pour combattre cette tendance se sont principalement limitées au rachat de dollars sur le marché au comptant (relativement cher) et au prélèvement d'impôts sur les afflux de capitaux étrangers. Depuis janvier, pour contrer toute nouvelle appréciation du réal, la Banque centrale a toutefois recours aux « reverse swaps » sur les marchés de produits dérivés, par lesquels elle prend des positions longues sur le dollar. Pour l'instant, cette tactique s'avère suffisamment efficace pour maintenir le cours USD/BRL au-dessus de 1,65.

Brésil			
	2010	2011	2012
PIB (croissance en % sur 1 an)	7,7	4,5	4,5
Inflation (%)	4,8	5,5	5,0
Compte courant (% PIB)	-2,5	-3,2	-4,0

Etats-Unis: accélération régulière mais en douceur de l'économie

Après un accès de faiblesse observé durant l'été 2010, l'économie a accéléré à nouveau en fin d'année. Cette amélioration a surpris compte tenu du pessimisme ambiant en vigueur encore il y a quelques mois.

Les exportations sont tirées vers le haut par le dynamisme des pays émergents mais aussi par l'affaiblissement du dollar par rapport à la plupart des grandes devises mondiales. De son côté, la consommation s'est nettement appréciée malgré un environnement difficile (saisies en masse d'habitations; chômage élevé; ...). Les investissements réalisés par les entreprises ont aussi crû de manière confortable.

Les perspectives devraient être excellentes pour le 1^{er} trimestre vu le bond des commandes et la nouvelle réduction des impôts représentant 1,3% du PIB. Toutefois l'hiver a été particulièrement dur, ce qui a freiné la progression de la production industrielle et des ventes au détail en janvier. Le 1^{er} trimestre pourrait donc quelque peu décevoir.

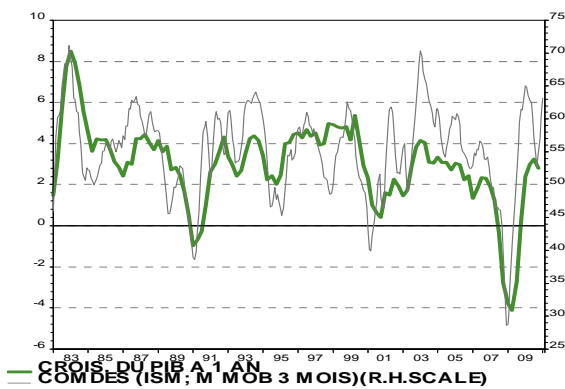
Si on prend du recul et qu'on fait abstraction de la forte volatilité des indicateurs économiques observée depuis le début de la crise financière, on constate que l'économie est sur le chemin d'une accélération régulière mais en douceur. Cette tendance devrait persister à moyen terme. L'accélération sera régulière:

- C'est ce que suggère l'évolution de l'emploi dont l'évolution est cruciale, car elle conditionne les revenus des ménages et donc la consommation. L'emploi s'améliore en effet petit à petit mais avec une accélération récente comme le suggère l'évolution des inscriptions hebdomadaires au chômage.
- Le commerce extérieur bénéficiera du dynamisme des pays émergents.
- Le taux d'utilisation des capacités de production est encore à un niveau très faible, insuffisant pour entraîner une véritable relance des investissements. Toutefois ce taux d'utilisation est en hausse. Cela devrait entraîner un réveil graduel des investissements.
- L'indice précurseur de l'activité économique est à nouveau clairement à la hausse.

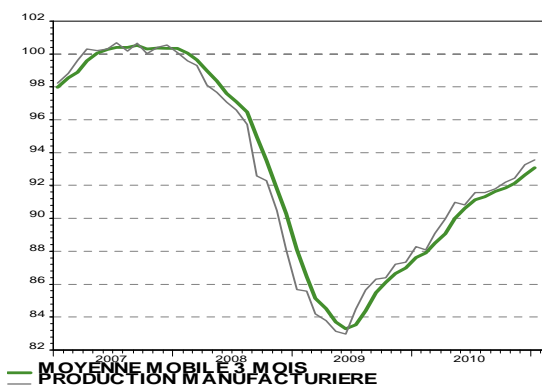
L'accélération sera en douceur, car

- La confiance des ménages végète encore toujours alors que les saisies en masse d'habitations continuent imperturbablement (elles ont porté sur 1.050.000 logements l'année passée selon Realty Trac) et que le taux de chômage est très élevé selon les normes américaines. C'est pourquoi les américains profiteront probablement de la nouvelle réduction d'impôts pour rembourser leur énorme endettement et augmenter ainsi leur épargne, comme lors des deux précédentes baisses d'impôts.
- La remontée des taux obligataires ne constitue pas une bonne nouvelle.
- La construction résidentielle et plus généralement le secteur immobilier sont plongés dans une crise profonde, vu le stock énorme de maisons à vendre. Les prix immobiliers descendent à nouveau après l'arrivée à terme des primes à l'achat d'une habitation. Le stock de maison à vendre mettra de 4 à 6 ans pour se normaliser, car il continuera à être alimenté par de nombreuses saisies et cela pendant les 2 ou 3

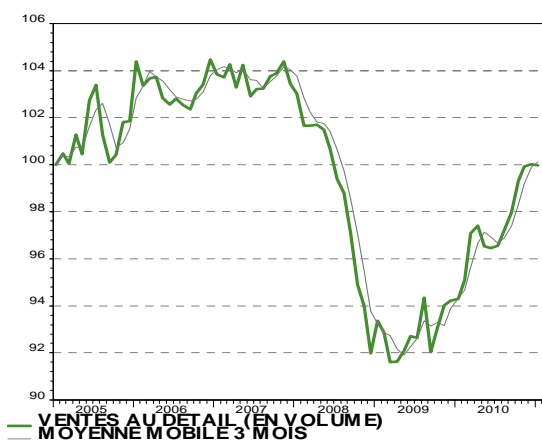
1. Crois. du PIB (à un an) et commandes (ISM; moyenne mobile 3 mois)



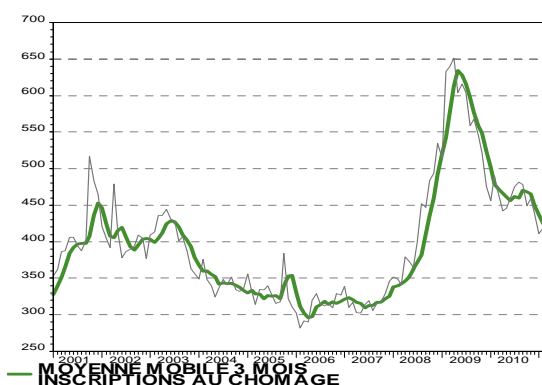
2. Production industrielle (indices)



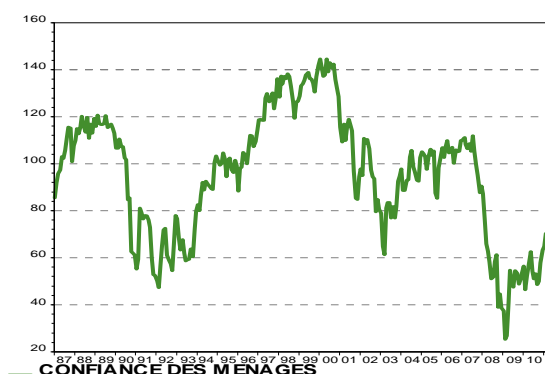
3. Ventes au détail en valeur (en volume; indices)



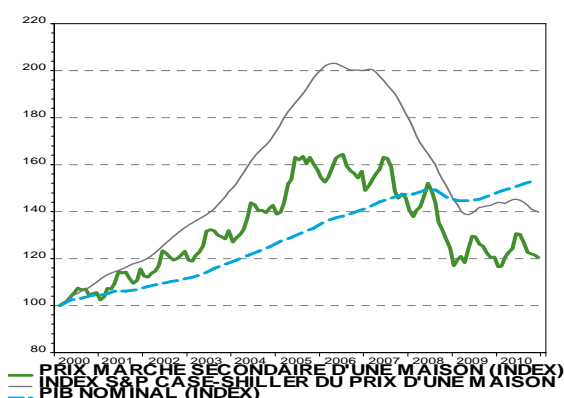
4. Inscriptions hebdomadaires au chômage (en 000 chômeurs)



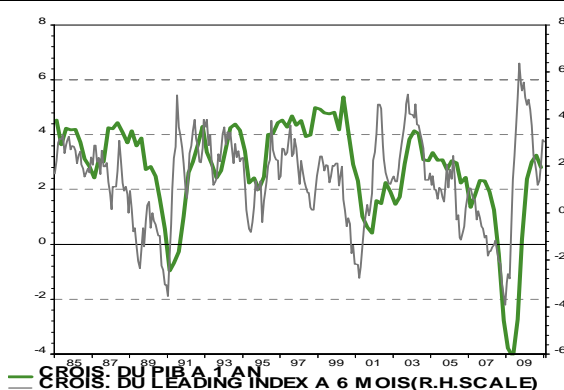
5. Confiance des consommateurs (indice)



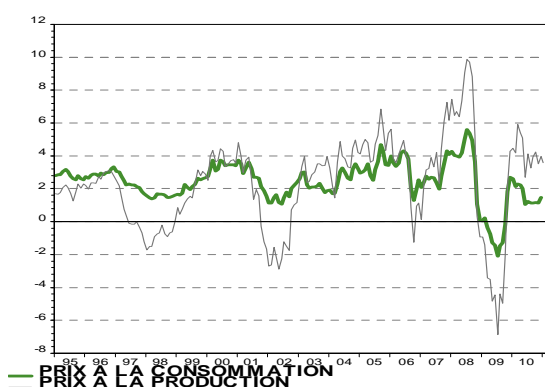
6. Evolution des prix immobiliers et du PIB nominal (indices)



7. Croissance du PIB (à un an) et indice précurseur (crois. à 6 mois)



8. Evolution des prix à la consommation et à la production (croissance à un an)



prochaines années. Les prix immobiliers resteront ainsi déprimés pendant encore pas mal de temps.

- Les Etats et les Pouvoirs Locaux réduisent leurs dépenses et sabrent dans l'emploi.

Les phases d'optimisme et de pessimisme se succèdent et se succéderont 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 inquiétant, 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 2,9% en 2011 et de 2,6% en 2012, ce qui est loin d'être brillant selon les normes américaines.

Les craintes, que les USA ne plongent dans la déflation, ne se sont pas matérialisées. L'inflation s'est même redressée passant de 1,1% en novembre à 1,7% en janvier. A l'origine, on trouve le bond impressionnant du prix des matières premières et dans une moindre mesure du pétrole.

L'évolution des prix des matières premières influence l'inflation avec un certain décalage, les entreprises ne réagissant pas immédiatement à leur évolution. C'est pourquoi la reprise de l'inflation n'est pas terminée. Le prix des exportations chinoises s'est d'ailleurs accru de 4,9% en décembre (à un an d'intervalle).

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

Notons que l'inflation a tendance à être volatile.

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

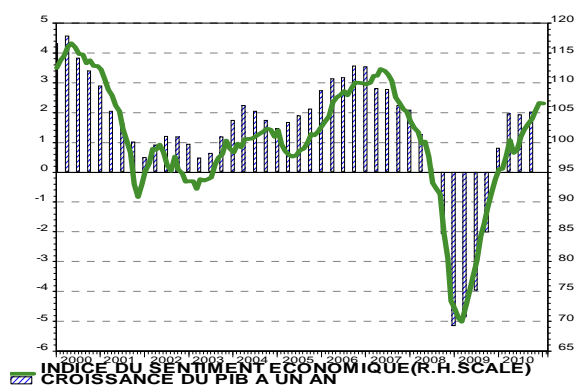
Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB ventilée par trimestre

	Crois. T/T-1 (en rythme annuel)	Crois. à 1 an
T2 2010	+1,7	+3,0
T3 2010	+2,5	+3,3
T4 2010	+3,1	+2,8
T1 2011	+3,2	+2,7
T2 2011	+3,2	+3,1
T3 2011	+2,6	+3,1
T4 2011	+2,6	+2,9
T1 2012	+2,6	+2,8

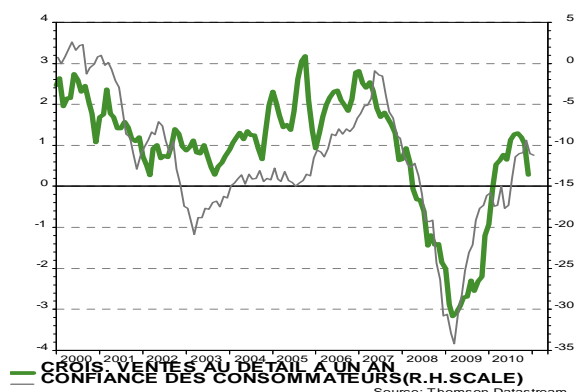
Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)

	2010	2011	2012
PIB	2,9	2,9	2,6
Consommation privée	1,8	3,0	2,4
Investissements des entreprises	5,5	6,0	4,4
Construction résidentielle	-3,0	-0,5	2,9
Exportations	11,7	6,9	5,6
Importations	12,6	4,4	3,9
Taux d'inflation	1,6	2,0	2,0
Bal. opér. courantes (% PIB)	-3,3	-3,5	-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	5,9	5,8	5,0

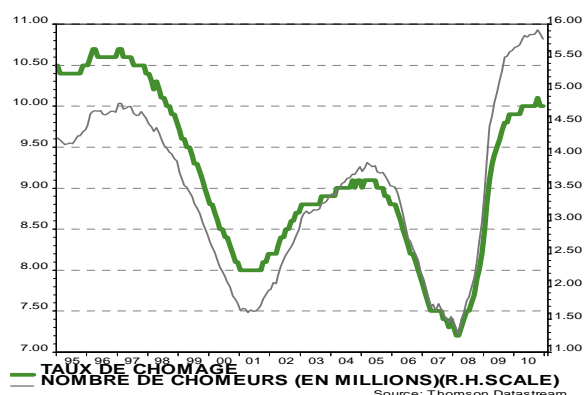
1. Zone euro: indicateur du sentiment économique et croissance du PIB (à un an)



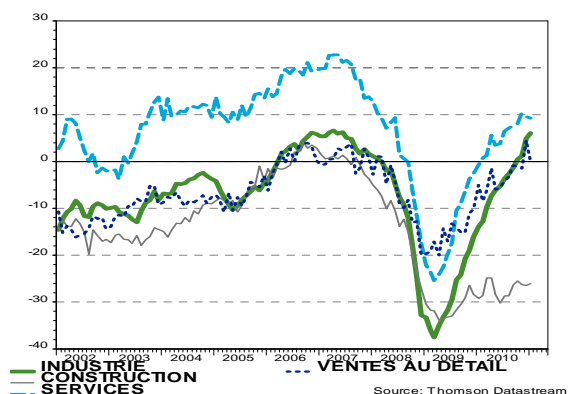
2. Zone euro: ventes au détail (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an) et confiance des consommateurs (indice)



3. Zone euro: taux de chômage et nombre de chômeurs



4. Zone euro: confiance des entreprises (indices)



Zone euro: le PIB continue d'augmenter au même rythme qu'au troisième trimestre

Selon une première estimation, le **PIB** de la zone euro a progressé au cours des trois derniers mois de 2010 de 0,3% par rapport au troisième trimestre (lorsque le PIB avait également gagné 0,3%). Par rapport au quatrième trimestre de 2009, la croissance économique de la zone euro s'est élevée à 2% et s'est établie à 1,7% pour l'ensemble de 2010.

Au début de 2011, la conjoncture a poursuivi son évolution positive, comme en attestent les **indices des directeurs d'achat**, qui, en janvier et en février, suggèrent toujours une expansion vigoureuse dans l'industrie manufacturière et dans le secteur tertiaire. Au cours du premier trimestre, le secteur de la construction effectuera un mouvement de rattrapage, après l'hiver rigoureux que nous venons de connaître.

L'**indicateur du sentiment économique**, qui regroupe la confiance des consommateurs et des entreprises et donne une bonne indication quant à l'évolution du PIB, suggère aussi une croissance soutenue du PIB en rythme annuel au cours du premier trimestre. En janvier, cet indicateur majeur ne s'est que très légèrement replié (de 106,6 à 106,5). Cette baisse s'expliquait essentiellement par le repli de la confiance des consommateurs et des détaillants.

En décembre et janvier, les **consommateurs** ont été plus pessimistes qu'en novembre. Le pessimisme qu'ils ont affiché en janvier s'explique principalement par un regain d'inquiétude à propos de l'inflation et de la situation économique et financière au cours de ces douze prochains mois.

Pour le moment, l'évolution du **marché du travail** n'est pas de nature à rassurer le consommateur. Le nombre de chômeurs a certes diminué en décembre pour le deuxième mois consécutif (de 0,5% par rapport à novembre) et a progressé moins rapidement en rythme annuel (+1,1% en décembre), mais cela n'a pas empêché que le taux de chômage demeure très élevé. Il a stagné entre avril et décembre (octobre excepté) à un niveau de 10%.

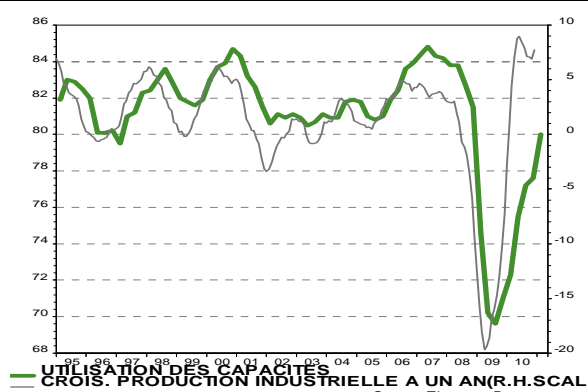
L'hiver rigoureux observé en décembre et la confiance limitée des consommateurs ont affecté le chiffre d'affaires des détaillants.

Au quatrième trimestre de 2010, les **ventes au détail** ont perdu 0,6% en rythme trimestriel et n'ont gagné que 0,3% en rythme annuel.

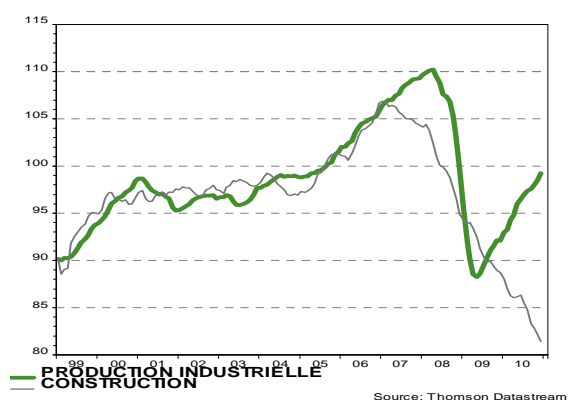
À court terme, la confiance et les dépenses des consommateurs demeureront faibles, car l'impact des mesures d'assainissement budgétaire dans les pays de la zone euro se fera désormais clairement sentir. Par ailleurs, la hausse de l'inflation et le niveau élevé du chômage saperont également le pouvoir d'achat des consommateurs.

En janvier, la **confiance des entreprises industrielles** s'est sensiblement redressée (entre avril 2009 et janvier 2011, cet indice avait systématiquement progressé tous les mois), sous l'effet de l'amélioration persistante et impressionnante des commandes à l'exportation et des commandes totales. Dans le secteur de la construction, la confiance des entreprises fluctue, depuis septembre 2010, dans une marge étroite. L'hiver rigoureux a clairement laissé des traces dans l'activité de ce secteur et les commandes s'y sont repliées en janvier.

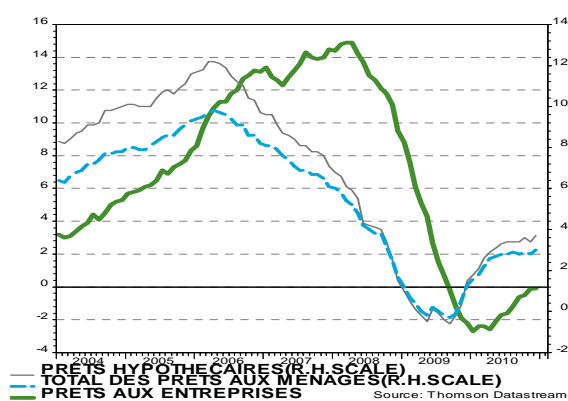
5. Zone euro: taux d'utilisation des capacités et production industrielle (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an)



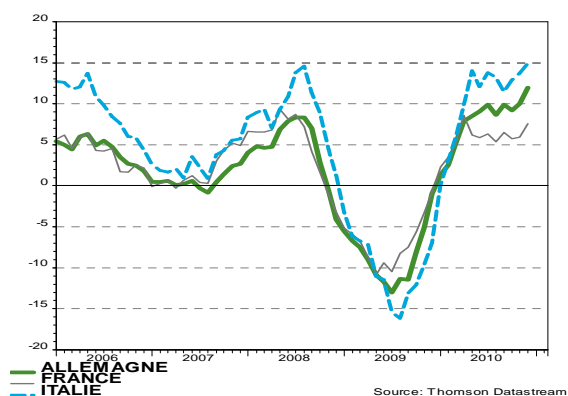
6. Zone euro: production de l'industrie et du secteur de la construction (moyenne mobile 3 mois, indices)



7. Zone euro: évolution de l'octroi des crédits (croissance à un an)



8. Allemagne, France, Italie: prix à l'importation (croissance à un an)



Dans le tertiaire, la confiance s'est légèrement tassée, en raison principalement de l'indice relatif à situation présente de ce secteur. Les indicateurs prospectifs (dont les prévisions en matière de demande, d'emploi et de prix) ont cependant progressé en janvier, ce qui justifie l'espoir d'une croissance plus soutenue de l'activité dans ce secteur au cours des prochains mois.

La confiance du commerce de détail a quant à lui été confronté à une sévère dégringolade en janvier (après que cet indicateur de confiance se soit paradoxalement fortement redressé en décembre). Force est de constater que le repli de la confiance dans ce secteur coïncide avec la baisse de la confiance des consommateurs. Les détaillants semblent anticiper un tassement de la consommation en raison des assainissements budgétaires draconiens annoncés dans un certain nombre de pays de la zone euro.

Entre novembre et décembre, la **production industrielle** (hors la construction) a baissé de 0,1%. La tendance demeure cependant positive, car l'industrie profite de la croissance des exportations et peut-être aussi de la reprise des investissements. C'est ainsi que l'industrie de la zone euro a, au quatrième trimestre de 2010, augmenté sa production de 1,7% par rapport au troisième trimestre, ce qui représente une progression de 7,7% par rapport aux trois derniers mois de 2009.

Ce faisant, le **taux d'utilisation des capacités de production** a augmenté sans interruption; en janvier, il a bondi à 80%, son niveau le plus élevé depuis octobre 2008. En dépit de cette reprise, ce taux n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la récession (en 2007, il s'élevait en moyenne à 84,4%). Les entreprises disposent donc encore de suffisamment de capacités pour absorber l'augmentation de la production.

Le **secteur de la construction**, notamment en Allemagne, a été durement touché par un hiver exceptionnellement rigoureux. En Allemagne, la production du secteur de la construction a chuté de 24,1% en décembre par rapport au mois de novembre.

Dans l'ensemble de la zone euro, la production du secteur de la construction a reculé de 2,2% sur une base trimestrielle et de 8,3% sur une base annuelle au 4^{ème} trimestre 2010.

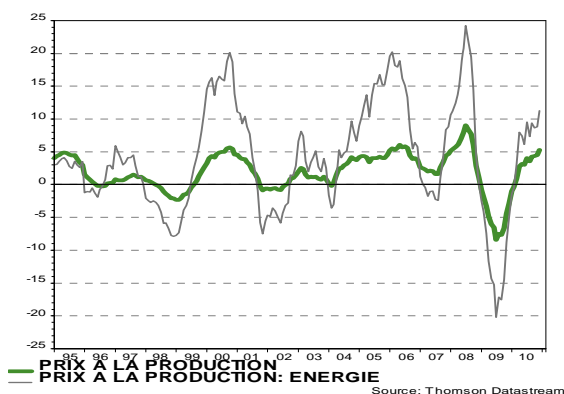
La croissance de l'**octroi de crédit** par les banques aux particuliers a accéléré en décembre pour atteindre 3% en rythme annuel, ce qui représente la croissance la plus soutenue depuis octobre 2008. Cette hausse était à porter à l'actif des crédits hypothécaires (+3,7% en rythme annuel), les crédits à la consommation ayant quant à poursuivi leur repli (-0,9% en rythme annuel).

Les prêts aux entreprises ne se redressent toujours pas (-0,1% en rythme annuel).

Le renchérissement des combustibles a fait passer l'**inflation** dans la zone euro de 2,2% en décembre à 2,4% en janvier, soit son plus haut niveau depuis octobre 2008.

Il n'est pas exclu qu'à court terme, l'inflation poursuive sur sa lancée, en raison de la hausse rapide des prix à l'importation et des prix à la production. L'éventuelle nouvelle dépréciation de l'euro pourrait aussi consolider la hausse de l'inflation.

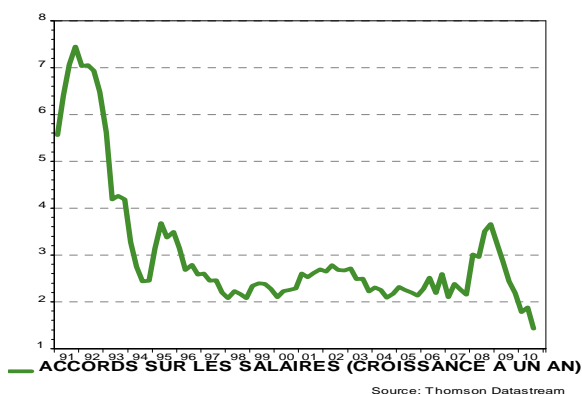
9. Zone euro: prix à la production (croissance à un an)



10. Zone euro: taux d'inflation



11. Zone euro: évolution des accords salariaux (croissance à un an)



En dépit de ces éléments, nous ne nous attendons cependant pas à un déraillement de l'inflation. L'évolution en demi-teinte de la consommation des ménages limite la capacité des entreprises à répercuter la hausse de leurs coûts sur leurs clients. Par ailleurs, les entreprises ne doivent pas se hâter pour relever leurs prix, car le niveau toujours élevé des capacités inutilisées de production permet d'absorber sans difficulté toute hausse de la production.

Toutefois, l'argument décisif nous permettant d'affirmer - que le taux d'inflation moyen ne s'écartera pas beaucoup, cette année, de la norme de 2% de la BCE- réside dans l'évolution salariale.

Un taux de chômage élevé, les mesures d'économie draconiennes (qui induisent un gel, voire une diminution, des salaires des fonctionnaires) et la nécessité pour les pays périphériques de la zone euro de restaurer leur compétitivité auront pour effet de limiter les augmentations salariales.

Ce constat est d'ores et déjà attesté par la croissance extrêmement faible des salaires négociés.

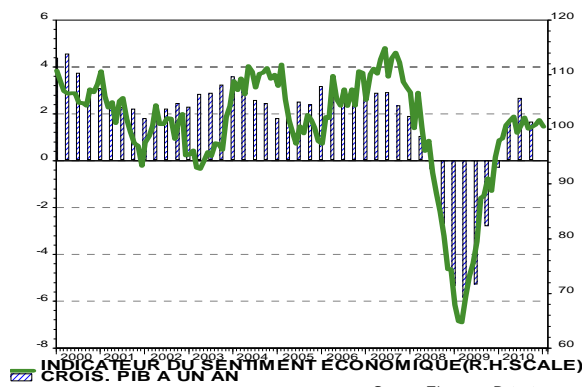
Zone euro: prévisions de croissance du PIB ventilée par trimestre

	Crois. T/T-1 (en rythme annuel)	Crois. à 1 an
T2 2010	+4,1	+2,0
T3 2010	+1,4	+1,9
T4 2010	+1,2	+2,0
T1 2011	+1,1	+1,9
T2 2011	+1,3	+1,2
T3 2011	+1,3	+1,2
T4 2011	+1,6	+1,3
T1 2012	+1,8	+1,5

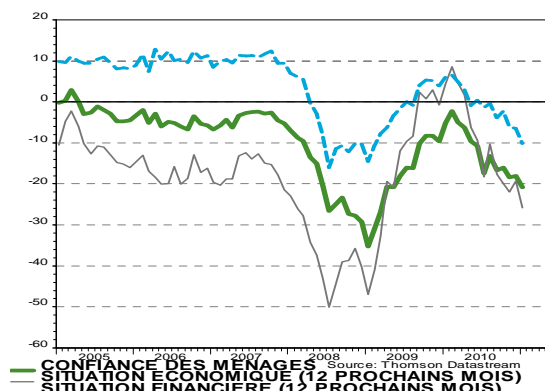
Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)

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

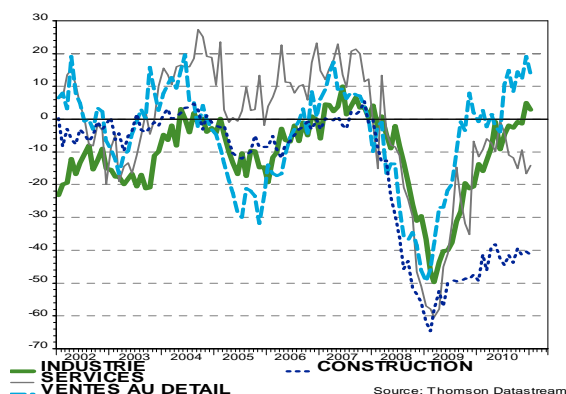
1. Indicateur du sentiment économique et croissance du PIB (à un an)



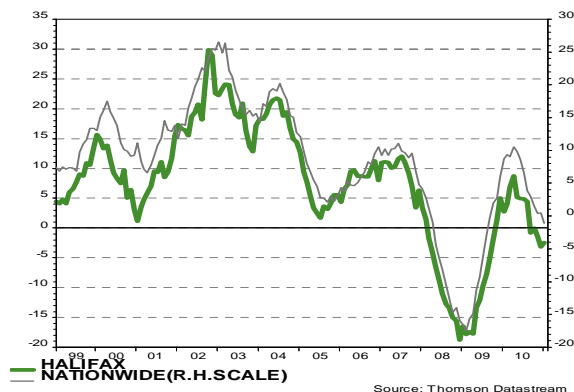
2. Confiance des consommateurs (indices)



3. Confiance des entreprises (indices)



4. Evolution des prix des logements (croissance à un an)



Royaume-Uni: le pessimisme des consommateurs augmente

Au quatrième trimestre 2010, le **PIB** a inopinément perdu 0,5% en rythme trimestriel. Les abondantes chutes de neige et la vague de froid ont eu un impact manifeste sur les ventes au détail (qui ont reculé de 0,1% en rythme trimestriel entre octobre et décembre) et sur le secteur de la construction (dont la production a chuté de 15,2% en décembre par rapport au novembre).

Au cours du premier trimestre de 2011, l'économie britannique a renoué avec une croissance positive, comme les **indices des directeurs d'achat** le laissent à penser. En janvier, l'indice de l'industrie manufacturière a atteint son niveau le plus élevé depuis la mise en place de l'enquête en 1992.

En janvier toujours, les indices du secteur tertiaire et du secteur de la construction ont vigoureusement rebondi et s'orientent à nouveau vers une croissance des activités, après l'effondrement de décembre (dû à la rigueur de l'hiver).

Bien que l'économie britannique ait surmonté le repli brutal de la fin de 2010, des indications laissent cependant à penser que la reprise ne sera guère spectaculaire. C'est ainsi que l'**indicateur du sentiment économique**, qui donne une image fiable de l'évolution du PIB, s'est replié de 101,7 en décembre à 100,5 en janvier. Revenu ainsi à son niveau d'octobre 2010, il suggère une croissance plus lente du PIB en glissement annuel.

La baisse de cet indicateur s'explique par la perte de confiance des consommateurs et des entrepreneurs.

L'indice de la **confiance des consommateurs** britanniques a chuté de -18,0 en décembre à -20,8 en janvier. Il fallait remonter à mai 2009 pour retrouver un niveau de confiance des consommateurs aussi bas.

Durant ce même mois, les consommateurs ont été nettement plus pessimistes à propos de l'évolution de la situation économique et financière, de l'inflation et de l'emploi. Ils sont en outre moins enclins à procéder à des achats importants.

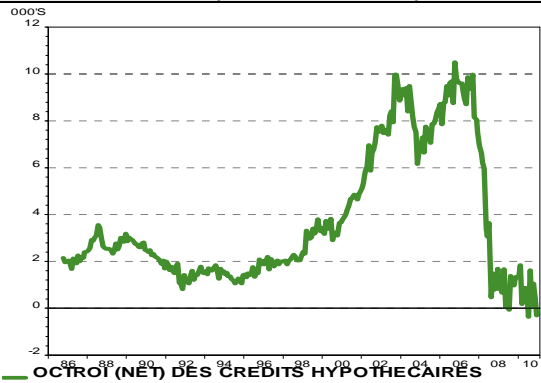
La morosité des consommateurs peut s'expliquer par les mesures d'assainissement budgétaire draconien mises en œuvre cette année. Au début du mois de janvier, la TVA a été portée de 17,5% à 20%; d'autres impôts ont également été majorés et les allocations sociales ont été réduites. Ces éléments, conjugués aux faibles augmentations salariales (que l'inflation ne peut pas compenser), au taux de chômage élevé (7,9%) et à la progression rapide de l'inflation, érodent le pouvoir d'achat des consommateurs.

La perte de confiance des consommateurs a un impact négatif sur la **consommation des ménages**; en janvier, les ventes de voitures ont à nouveau régressé de 12% par rapport à l'année passée, confirmant la tendance à la baisse, qui est observée depuis juillet 2010 déjà. Les ventes au détail ont rebondi en janvier (+2% en rythme mensuel). Cependant, ce regain s'inscrit dans la foulée de la perte de 1,4% enregistrée entre novembre et décembre, en raison des mauvaises conditions climatiques.

Le **marché du logement** reflète les réticences des particuliers à procéder à des dépenses élevées et des banques à accorder des crédits.

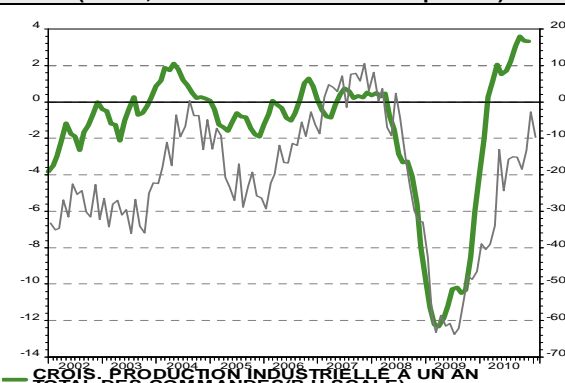
Les prix des maisons sont repartis à la baisse en janvier sur base annuelle. Le nombre de crédits hypothécaires octroyés en décembre a chuté de 10% en rythme mensuel et de 27,6% en rythme annuel.

5. Evolution de l'octroi net des crédits hypothécaires depuis 1986 (en millions de GBP)



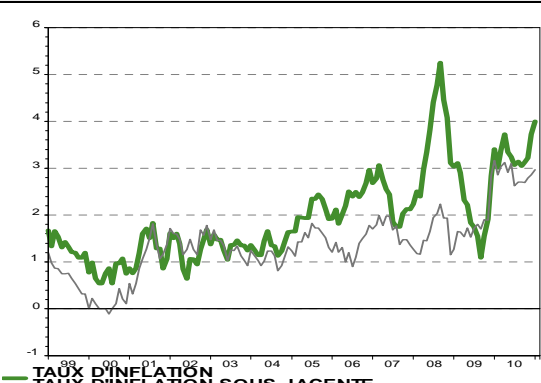
Source: Thomson Datastream

6. Production industrielle (moyenne mobile 3 mois, croissance à un an) et total des commandes industrielles (indice, source: Commission Européenne)



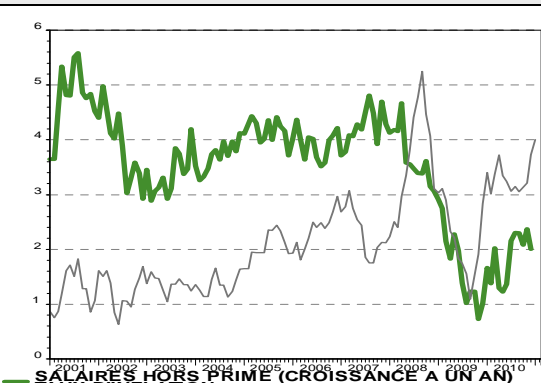
Source: Thomson Datastream

7. Taux d'inflation



Source: Thomson Datastream

8. Evolution des salaires (hors prime, croissance à un an) et du taux d'inflation



Source: Thomson Datastream

En décembre, l'octroi net de crédits hypothécaires était même négatif; le nombre de prêts hypothécaires remboursés était donc supérieur au nombre de nouveaux prêts accordés.

Les conditions climatiques extrêmes observées cet hiver y ont probablement joué également un rôle. Il n'empêche que nous devons remonter à mars 2009 pour retrouver un nombre de prêts-logement octroyés inférieur.

L'enquête RICS a permis d'observer en janvier une baisse du nombre de contrats de vente pour les habitations. RICS a cependant été moins pessimiste à propos de l'évolution des prix des habitations.

La **confiance des entreprises** industrielles s'est repliée en janvier, ce qui est assez normal après le rebond vigoureux de décembre. Leur indicateur de confiance se trouve cependant toujours à un niveau élevé. Les entreprises du secteur tertiaire ont été un peu moins pessimistes durant le mois écoulé.

Les commandes industrielles totales se sont repliées par rapport à décembre (en raison peut-être des mesures d'économie draconiennes promulguées par les pouvoirs publics). Les résultats de l'enquête mensuelle de la Commission européenne indiquent cependant que les commandes à l'exportation ont poursuivi leur hausse en janvier.

La tendance à la hausse de la **production industrielle** reste intacte (+0,7% en rythme trimestriel et +3,3% en rythme annuel au quatrième trimestre de l'année écoulée). Les **exportations** sont un moteur essentiel de la croissance dans l'industrie; au quatrième trimestre de 2010, les exportations de marchandises ont en effet gagné (en prix courants) 6,5% en rythme trimestriel et 17% en rythme annuel.

L'**inflation** continue d'augmenter mois après mois: elle est passée de 3,21% en novembre à 3,73% en décembre et à 4% en janvier. Depuis décembre 2009, l'inflation a toujours été supérieure à la norme de 2% prônée par la banque centrale britannique,

A l'origine, il y a principalement le bond des prix de l'énergie (+7,9% en base annuelle en janvier) et des prix des denrées alimentaires et des boissons non alcoolisées (+6,3% en rythme annuel en janvier), auxquels s'ajoute la hausse de la TVA au début de janvier.

L'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac) est passée en janvier à 2,97%.

Lors de sa réunion du 10 février, la Banque centrale d'Angleterre a décidé de ne pas modifier son **taux directeur**, à 0,50%. Elle a du reste maintenu son programme d'achat d'obligations d'État (d'une valeur de 200 milliards de livres sterling).

Sous l'effet de la progression soutenue de l'inflation, les marchés financiers tablent sur un resserrement rapide de la politique monétaire. Nous ne pensons cependant pas qu'il en ira ainsi, car l'assainissement budgétaire draconien freinera la croissance économique et, conjugué aux hausses salariales modérées (hors primes +2,2% sur une base annuelle au 4^{ème} trimestre 2010), tempèrera les tensions inflationnistes.

Nous ne nous attendons à une première hausse du taux directeur britannique (de l'ordre de 25 points de base) qu'à l'automne 2011.

Royaume-Uni			
	2010	2011	2012
PIB (crois. à un an)	1,4	1,6	1,9
Taux d'inflation	3,3	3,4	1,9
Bal. opér. courantes (% PIB)	-2,1	-1,6	-1,4

Suisse: le franc repart à la hausse

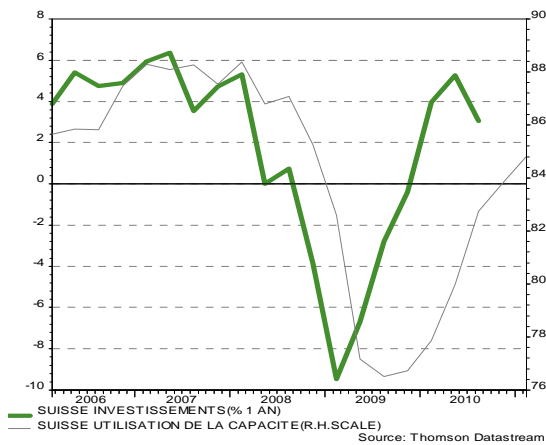
D'après les estimations du SECO, le PIB a progressé de 2,8% au troisième trimestre, contre 3,1% au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, la hausse par rapport au troisième trimestre 2009 a été de 3%. Les services aux entreprises, le commerce et l'industrie manufacturière, domaines dont la création de valeur s'est respectivement accrue de 10,2%, de 7,6% et de 3,9%, ont largement contribué à la progression. La construction (3,8%) et le secteur Transports et communications (5,4%) se sont également renforcés. L'évolution du PIB et de ses composantes montre que la formation de capital fixe et la consommation privée progressent à un rythme modéré. Par contre, les exportations de services, qui sont soumises à de fortes fluctuations, ont enregistré un recul important, alors que les achats de services à l'étranger ainsi que les importations et les exportations de biens sont demeurés stables dans l'ensemble. La constitution de stocks s'est intensifiée et a contribué à la croissance.

Au quatrième trimestre 2010, l'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie, à un rythme légèrement moins soutenu. Comme aux trimestres précédents, l'industrie manufacturière a enregistré la reprise la plus perceptible en comparaison annuelle. La demande de main d'œuvre a continué de progresser. En janvier 2011 le taux de chômage se situait à 3,8% et le nombre de chômeurs était 15,4% plus bas qu'il y a un an. L'utilisation des capacités de production dans l'industrie a grimpé et se situe maintenant à 84,8%, soit légèrement au-dessus de la moyenne pluriannuelle.

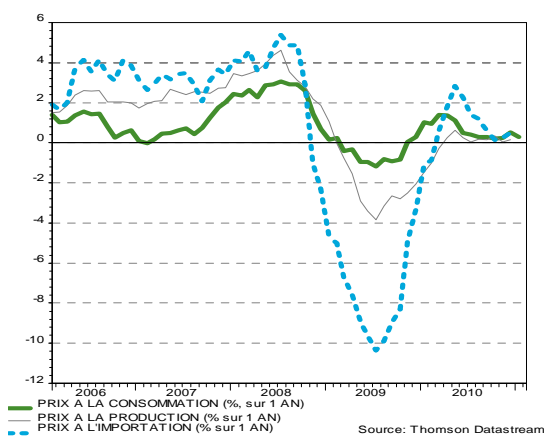
La BNS table sur une hausse du PIB de 2,5% en 2010 et d'environ 1,5% en 2011 à cause du ralentissement attendu dans les prochains trimestres. Le bureau conjoncturel KOF est plus optimiste et parle de 2,7% pour 2010 et 1,9% pour 2011. La demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance. Le commerce extérieur ne devrait par contre guère donner d'impulsions notables en raison du franc fort et du dynamisme modéré de la conjoncture dans les principaux pays partenaires.

L'indice des prix à la consommation a enregistré une baisse de 0,4% en janvier 2011, due essentiellement aux soldes. En rythme annuel, l'inflation atteint 0,3%, contre 0,5% en décembre 2010 et 1,0% en janvier 2010. L'indice des prix à la production a renchéri de 0,6% en rythme annuel et les produits importés ont accusé une baisse des prix de 0,7% sur un an. Cette évolution a permis à la BNS de garder sa politique monétaire inchangée. Par contre les taux à long terme ont augmenté. Cette hausse s'inscrit dans le sillage de l'augmentation des rendements au niveau international, mais elle est restée plus modérée (+ 23 pb depuis le début de 2011). Au cours de 2010 le franc suisse s'est apprécié de 15,7% par rapport à l'euro et de 9,0% par rapport au dollar. Les craintes au sujet de possibles difficultés de financement de plusieurs Etats périphériques de la zone euro ont pesé sur le cours de cette monnaie. Mais au cours du mois de janvier et la première partie de février le franc était redescendu de 5,3% par rapport à l'euro et de 3,7% par rapport au dollar. Mais les tensions dans le monde arabe, ont donné de nouveau le statut de valeur refuge au franc suisse, qui est reparti à la hausse (1,2973 pour un euro et 0,9517 pour un dollar le 18 février).

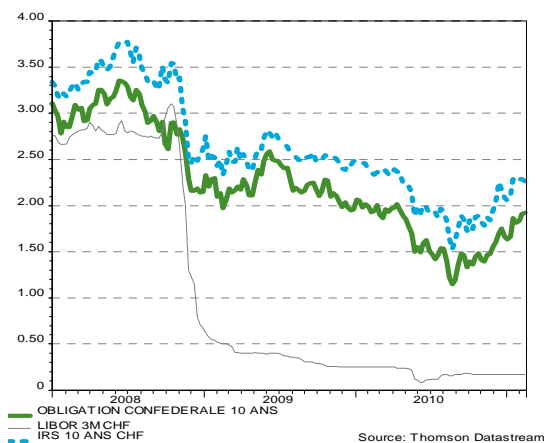
1. Investissements et utilisation des capacités



2. Evolution des prix



3. Taux d'intérêt



4. Taux de change



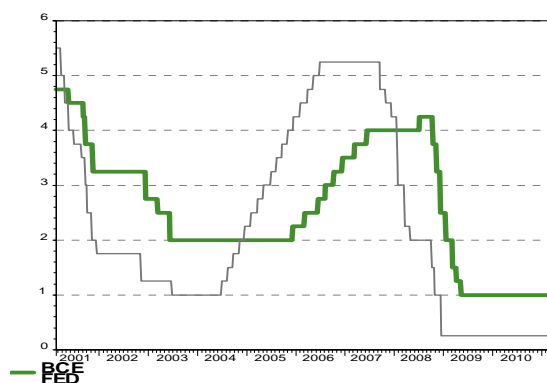
Marché monétaire: la BCE semble plus prudente que la Fed face aux perspectives d'inflation

Malgré le récent retournement de la conjoncture, la Fed maintient sa politique tant en ce qui concerne les taux d'intérêt que son programme d'achat massif d'obligations du Trésor. Certes elle reconnaît que la conjoncture s'est améliorée, mais elle juge qu'il est prématuré d'affirmer que cette amélioration est à la fois durable et suffisante pour entraîner un reflux du chômage. Traditionnellement elle suit attentivement l'évolution de l'emploi, car aux USA, l'évolution du chômage et celle de l'inflation sont corrélées inversement. Elle reste donc prudente face à la vague d'optimisme. Il n'y a pas aussi le feu au niveau de l'inflation (1,7% en janvier): celle-ci remonte tout en restant largement en dessous de la norme de 2% à 2,5%.

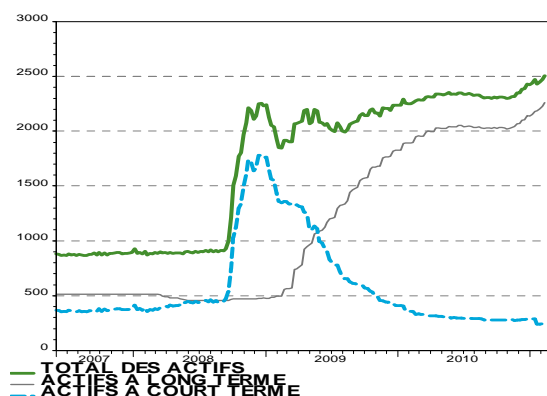
Entretemps, la Fed continue imperturbablement à acheter voracement des obligations du Trésor. Il est vrai qu'il lui est difficile de revenir en arrière en arrêtant son programme d'achat, car cela risque de déstabiliser le marché obligataire.

Les marchés deviennent par contre quelque peu nerveux. Le taux des IRS à 2 ans, qui représente assez bien le sentiment des marchés quant à l'évolution future du taux directeur de la Fed, est passé d'un minimum de 0,47% le 4 novembre à 0,92% le 23 février. Toutefois avec une perspective de croissance de 2,9% du PIB cette année, le chômage se repliera en douceur. Dans ce contexte, la Fed ne sera pas pressée de relever son taux directeur.

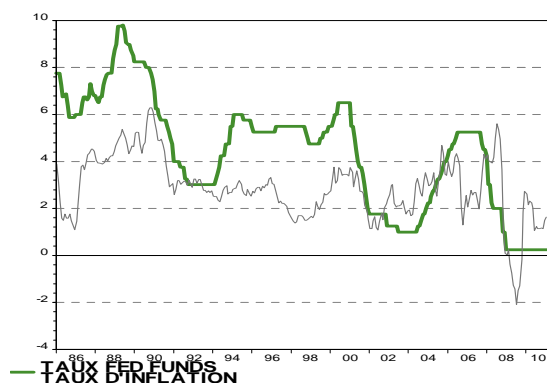
1. Taux de la BCE et de la Fed



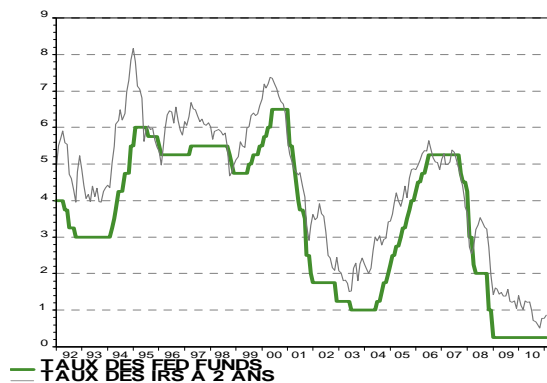
2. Total des actifs de la Fed (en milliards de \$)



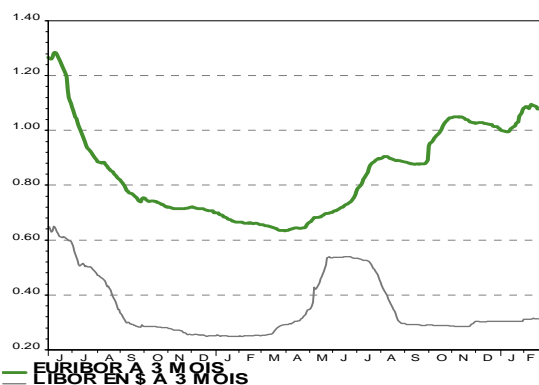
3. Taux de la FED et taux d'inflation (CPI)



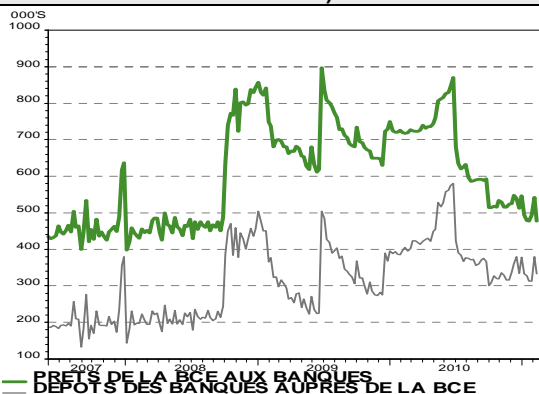
4. Attentes des marchés en matière de taux de la Fed: taux des fed funds et taux des IRS à 2 ans



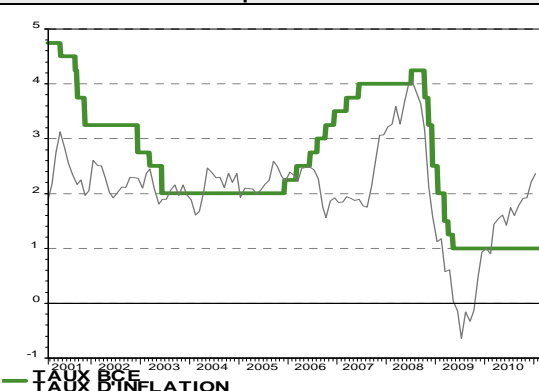
5. Libor en dollars et Euribor à 3 mois



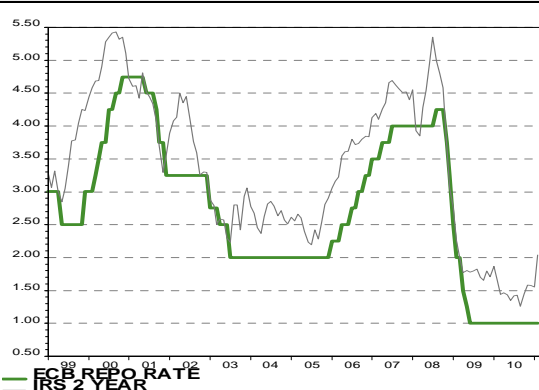
6. Liquidités accordées par la BCE aux banques (en millions d'euros)



7. Zone euro: taux Repo de la BCE et taux d'inflation



8. Attentes des marchés en matière de taux de la BCE: taux REPO et taux des IRS à 2 ans



Lors de sa réunion de début janvier, la **BCE** avait durci le ton face à la remontée de l'inflation, ce qui avait entraîné une réévaluation des attentes des marchés en matière de son taux directeur (comme le reflète l'évolution du taux des IRS à 2 ans qui incorpore les attentes des marchés en matière de taux directeur à l'horizon d'environ un an). Ils craignaient un relèvement de ce taux d'ici la fin de l'année. Lors de sa réunion de début février, la BCE n'est pas allée plus loin dans le durcissement de son discours, adoptant même un ton quelque peu moins agressif malgré la poursuite du mouvement haussier de l'inflation.

La tâche de la BCE n'est pas facile, car

- D'un côté, en Allemagne, l'économie est vigoureuse. Cette vigueur pourrait être encore renforcée par un taux directeur très bas. Ce pays pourrait donc virer à moyen terme vers la surchauffe. De plus le taux d'inflation de la zone euro (2,4% en janvier) dépasse la norme de 2% de la BCE. Cela implique que la BCE relève d'ici quelques mois son taux directeur.
- D'un autre côté, les économies périphériques souffrent. Certaines sont en grave récession, ce qui nécessite des mesures de relance de la part de la BCE. Plusieurs banques espagnoles, portugaises, irlandaises et grecques survivent grâce au financement bon marché de la BCE.

Des tensions pourraient donc apparaître au sein de son Conseil. Elle pourrait hésiter comme elle pourrait aussi peut-être brutalement changer de cap.

Il est peu probable que la BCE relève son taux de base durant les prochains mois, car il est loin d'être certain que la reprise soit durable vu le contexte d'austérité budgétaire dans toute la zone. De plus la crise financière persistera encore un certain temps. Un relèvement pourrait intervenir à la fin de l'été, c'est un pronostic qui recueille de plus en plus de suffrages sur les marchés. Le taux des IRS à 2 ans a d'ailleurs grimpé de 1,22% fin août à 2,09% actuellement. Nous envisageons plutôt un relèvement en décembre, car, avant d'aller plus loin, nous attendons plus d'évidences concernant la fermeté de la reprise conjoncturelle.

La BCE a épongé les liquidités qu'elle avait injectées massivement dans le système financier après l'éclatement de la crise financière. Le volume de celles-ci est redescendu de 870 milliards d'euros en juin 2010 à 477 milliards d'euros le 11 février 2011. Cette réduction a entraîné un raidissement de l'euribor à 3 mois, qui est passé de 0,63% début avril à 1,08% le 23 février, repassant ainsi au dessus du taux directeur de la BCE (soit 1%).

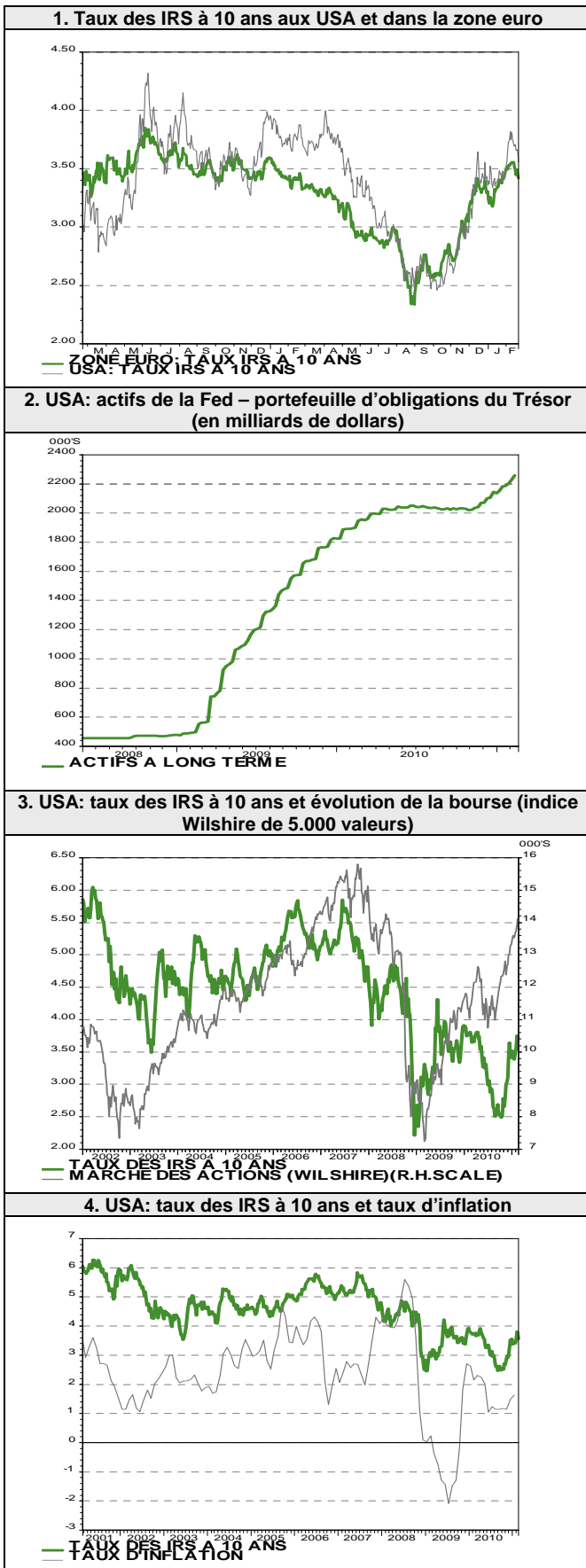
Marché obligataire: après leur hausse, les taux ont retrouvé un niveau plus normal

Aux USA, les taux obligataires ont repris leur ascension depuis début février. Le taux des IRS à 10 ans, qui avait grimpé de 2,66% le 3 novembre à 3,42% le 10 décembre et qui s'était ensuite stabilisé autour de ce niveau, est passé à 3,56% le 23 février. En effet de nouveaux indicateurs économiques, publiés début février, suggèrent que la reprise s'est encore amplifiée tandis que les prix des matières premières et du pétrole poursuivent leur envol. L'appréciation marquée des bourses a aussi détourné des fonds du marché obligataire vers le marché des actions.

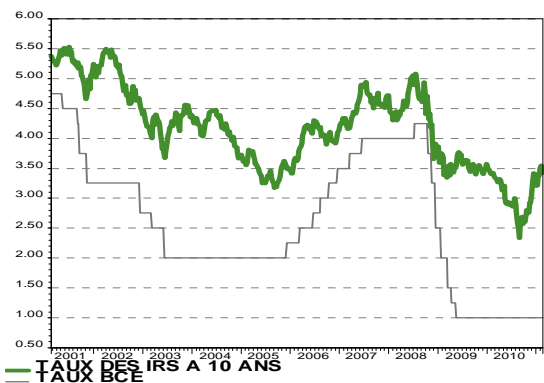
Les achats massifs d'obligations, opérés par la Fed depuis début novembre, ne sont donc pas parvenus à enrayer la montée des taux. En fait les investisseurs ont complètement changé d'opinion quant à l'évolution de l'économie, de l'inflation et des taux d'intérêt. On est passé d'une vague de profond pessimisme quant à la conjoncture (qui était à la mode durant l'été passé) à un retour de l'optimisme. Les primary dealers américains ont d'ailleurs vendu massivement les obligations qu'ils avaient en portefeuille. Le redressement des taux est d'autant plus fort que ces taux étaient proches de leur minimum historique. Les agences de rating commencent aussi à s'inquiéter de l'ampleur de la dette publique américaine.

En ce qui concerne l'avenir, dans un premier temps, le taux des IRS pourrait fluctuer entre 3,1% et 4%, car la Fed souhaite que les taux restent très bas. De plus après leur récent redressement, les taux sont probablement devenus plus attractifs pour les investisseurs. La courbe des taux est d'ailleurs à nouveau très ascendante. Dans un second temps, ces taux pourraient monter à nouveau. Lorsque la Fed arrêtera son programme d'achat d'obligations, les taux devraient retrouver un niveau conforme aux fondamentaux économiques. Toutefois après le récent envol des taux, il est probable que les marchés aient déjà anticipé cette normalisation des taux.

Notons que la forte volatilité des taux, observés 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, la visibilité est en effet réduite et les économies occidentales doivent encore résoudre de gros problèmes.

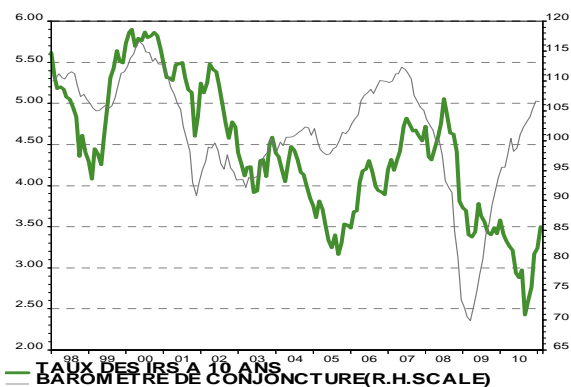


5. Zone euro: taux des IRS à 10 ans et taux Repo de la BCE



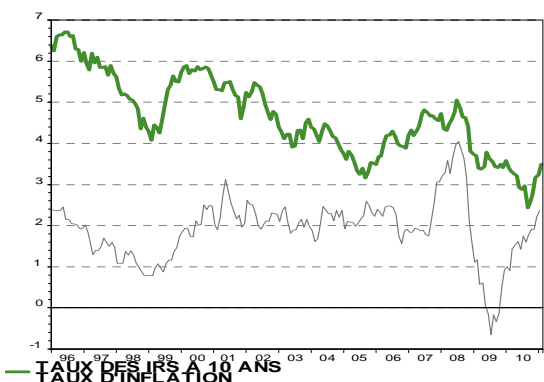
Le taux des IRS de la zone euro a repris début février son mouvement de hausse. Le retour de l'optimisme quant à la conjoncture économique s'est en effet encore accentué avec la publication des baromètres de conjoncture. Cela a entraîné d'ailleurs un afflux de capitaux vers les bourses et cela au détriment du marché obligataire. Les taux d'intérêt ont aussi réagi à la confirmation de la reprise de l'inflation qui a franchi à la hausse la fameuse barre de 2%. Celle-ci pourrait d'ailleurs inciter la BCE de relever ses taux et cela plus vite qu'attendu. Ce taux est ainsi passé d'un minimum de 2,33% atteint le 31 août à 3,42% le 23 février.

6. Zone Euro: taux des IRS à 10 ans et évolution du baromètre de conjoncture



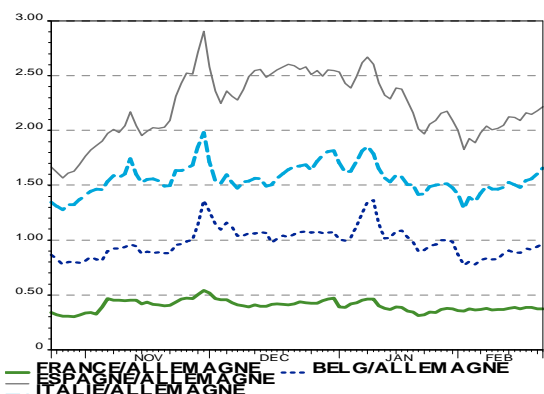
En ce qui concerne l'avenir, remarquons d'abord que le taux des IRS à 10 ans a retrouvé un niveau voisin de celui observé avant l'éclatement de la crise des pays périphériques au printemps 2010. Le taux actuel correspond ainsi mieux à un scénario de croissance du PIB continue mais peu brillante. Il s'est aussi substantiellement distancé de son minimum historique. Le potentiel de hausse dans un horizon à court terme est donc limité. Dans un premier temps, le taux des IRS devrait donc osciller entre 3% et 3,8%. Il devrait ensuite amorcer une remontée modérée lorsqu'approchera la fin du programme d'achat massif d'obligations par la Fed, fin qui poussera les taux des IRS américains vers le haut. Cette remontée sera tempérée par une conjoncture européenne, qui ne sera guère enthousiasmante en 2011, mais aussi en 2012 avec la poursuite des programmes de réduction des déficits budgétaires.

7. Zone Euro: taux des IRS à 10 ans et taux d'inflation (CPI)



Soulignons que la volatilité des taux sera plus faible dans la zone Euro qu'aux USA, car la BCE ne s'est pas engagée dans des programmes audacieux qui ont un impact direct sur les taux obligataires.

8. Zone euro: spread par rapport au bund (obl. à 10 ans)

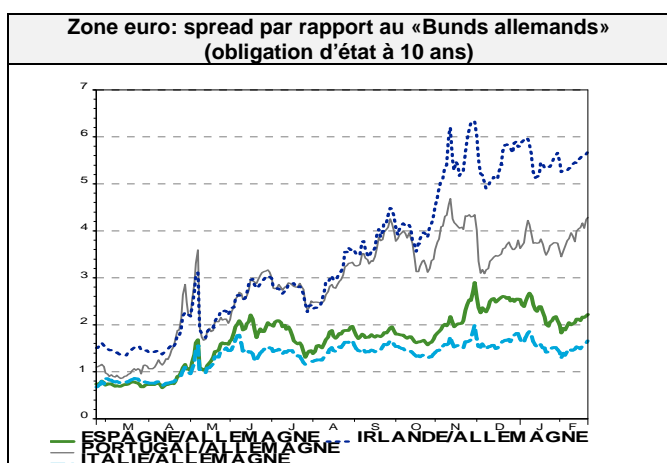


Sur le front de la crise des pays périphériques européens, l'apaisement, observé en janvier, ne s'est pas amplifié. On observe même une remontée des spread de taux entre les obligations des pays périphériques et celles de l'Allemagne. L'afflux d'émission d'obligations, noté depuis le début de l'année, s'est intensifié, ce qui a pu pousser les taux vers le haut. De plus les investisseurs hésitent alors que les discussions quant à la mise au point d'un mécanisme européen d'aide aux pays en difficulté se prolongent et pourraient se prolonger encore vu les récentes demandes franco-allemandes de la mise en œuvre de politiques économiques communes notamment en matière de compétitivité. Pour qu'une monnaie commune entre plusieurs pays fonctionne de manière durable, il faudrait que des réponses similaires soient menées aux problèmes économiques dans les différents pays. C'est ce volet négligé dans le traité de Maastricht qui est l'objet actuellement de discussions sous la pression de l'Allemagne et de la France.

En Irlande, la situation demeure confuse à l'approche des élections de fin février. Le futur gouvernement pourrait remettre en cause les conditions du programme européen de sauvetage des banques irlandaises, un défaut n'est donc pas impossible. De plus, selon des rumeurs, le gigantesque plan de sauvetage des banques (qui représente déjà 54% du PIB !) serait insuffisant.

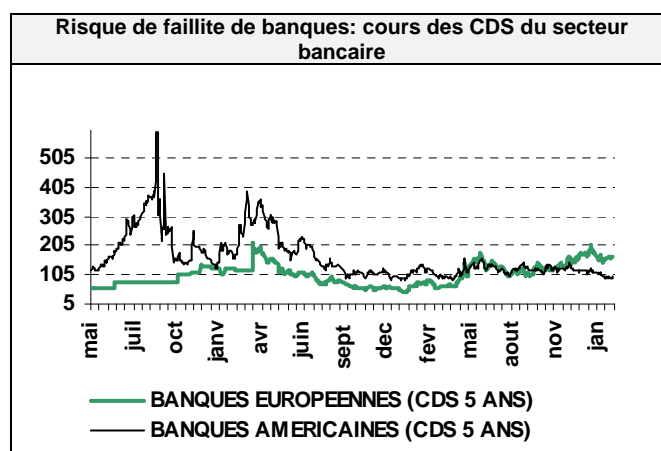
En ce qui concerne la Grèce, les marchés très sceptiques attendent de voir l'évolution du déficit budgétaire cette année. Ce pays s'enfonce dans une récession profonde, le PIB ayant reculé de 8% depuis le 2^{ème} trimestre de 2009.

En ce qui concerne le risque de faillite des banques de la zone euro, la détente notée en janvier ne s'est pas amplifiée en février comme le montre l'évolution des CDS qui permettent de se couvrir contre le risque de faillite d'une banque.



La remontée des spread est variable d'un pays à l'autre. Elle est limitée pour l'Espagne. Par rapport à leur sommet atteint fin novembre, le spread espagnol est d'ailleurs en baisse de 69 pb, ce qui est appréciable et suggère que les marchés reprennent dans une certaine mesure confiance en ce pays. Des données détaillées ont été publiées quant à l'exposition des cajas au secteur immobilier. Elles ont été assez bien accueillies par les marchés. En effet les caisses d'épargne ont avoué détenir 100 milliards d'euros d'actifs toxiques liés au secteur immobilier. En supposant une perte de 50% sur ces actifs, un plan de sauvetage des caisses d'épargne par l'Etat porterait au maximum sur 50 milliards d'euros soit 4,7% du PIB espagnol. A ce stade, ce problème semble donc gérable par l'Etat espagnol (pas de déraillement complet des finances publiques suite à leur sauvetage comme lors du sauvetage des banques irlandaises), même si le montant des actifs toxiques était sous-estimé.

En ce qui concerne le Portugal, les marchés craignaient que ce pays ne parvienne pas à faire face à l'arrivée à échéance de 4,3 milliards d'obligations en avril et de 4,9 milliards en juin, ce qui l'obligerait à faire appel à l'aide européenne. C'est pourquoi ce pays essaie de récolter le maximum de fonds sur le marché obligataire. Depuis le début de l'année, il a déjà émis pour 5 milliards d'euros d'obligations, alors que ses besoins de fonds pour l'ensemble de l'année portent sur 18 à 20 milliards d'euros. Vu le succès de ces émissions, la probabilité d'un appel à l'aide européenne diminue donc dans une certaine mesure. Toutefois le volume important d'émissions a poussé les taux portugais et donc le spread de ce pays vers le haut. Notons les rumeurs selon lesquelles l'Allemagne pousse ce pays à faire appel au mécanisme d'aide européenne.



Lorsque la crise s'estompera, les spread entre les taux des pays périphériques de la zone euro et celui de l'Allemagne se réduiront probablement, car leurs niveaux élevés attireront probablement des investisseurs. Il est cependant peu probable que les spread retrouveront le niveau d'avant cette crise. La crise laissera des traces. Ainsi les dettes publiques se sont significativement enflées et présentent un risque accru par rapport à la situation d'avant crise. Les ratings de plusieurs de ces pays ont été révisés vers le bas et leur réputation affectée. De plus après les pertes enregistrées durant cette crise, les investisseurs deviendront probablement prudents. La réduction des déficits de plusieurs pays périphériques ne sera d'ailleurs pas facile, spécialement pour les pays comme l'Espagne, 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.

Remarquons que les spread espagnols (222 pb actuellement), italiens (166 pb actuellement), irlandais (569 pb actuellement) et portugais (429 pb actuellement) peuvent se comparer à leur moyenne historique (période 1991/2009) soit respectivement 130 pb, 171 pb, 56 pb et 105 pb.

	Grèce	Portugal	Espagne	Italie	GB	Irlande	France	Belgique	Zone euro
<u>Problème de compétitivité</u>									
Balance des opérations courantes avec l'étranger (% PIB) en 2010*	-10,5	-10,3	-5,5	-3,3	-2,2	-0,3	-2,2	+1,6	-0,2
Taux chômage en 2010*	12,2	10,7	19,8	8,6	7,9	13,6	9,3	8,5	9,9
<u>Problème budgétaire</u>									
Déficit budget (% PIB)									
-en 2009	-15,4	-9,3	-11,1	-5,3	-11,4	-14,4	-7,5	-6,0	-6,3
-en 2010**	-9,6	-7,3 (9%***)	-9,3	-5,0	-10,5	-32,3	-7,7	-4,4	-6,3
-en 2011**	-7,4	-4,9	-6,4	-4,3	-8,6	-10,3	-6,3	-4,0	-4,6
Dette publique (% PIB)									
-en 2009	126,8	76,1	53,2	116,0	68,2	65,5	78,1	96,2	79,1
-en 2010**	140,2	82,8	64,4	118,9	77,8	97,4	83,0	97,1	84,1
-en 2011**	150,2	88,8	69,7	120,2	83,5	113	86,8	97,9	86,5
Taux d'inflation en 2010	4,7	1,4	1,8	1,5	3,3	-1,0	1,5	2,2	1,6
Rating (S&P)	BB+	A-	AA	A+	AAA	A-	AAA	AA+	
Spread par rapport au taux des obligations allemandes au 23/02/2011	855	429	222	166	62	569	37	96	

- Sources: * estimations basées sur celles de l'OCDE 11/2010 (modifiées si données plus récentes) excepté Belgique;
 - ** Commission Européenne
 - ***hors reprise des réserves d'un Fonds de pension

Marché des changes: rebond de l'euro après un affaiblissement temporaire

Au début de février, l'euro est repassé à un niveau de 1,38 dollar, en raison de l'apaisement des craintes à propos de la crise de la dette européenne. Au terme de la réunion de janvier, le président de la BCE, a souligné qu'elle maintiendra sa lutte contre l'inflation, qui a poursuivi son ascension dans la zone euro en février. Les marchés financiers ont déduit des déclarations de J.C. Trichet et de la hausse de l'inflation que la BCE relèverait son taux directeur avant la Fed.

Toutefois, le ton plus accommodant adopté par J.C. Trichet à l'issue de la réunion du 3 février, l'échec relatif de la réunion des chefs de gouvernement européens (ce qui a augmenté l'incertitude concernant l'élargissement du fonds de soutien) le lendemain et des taux à long terme supérieurs aux États-Unis ont contribué à la dépréciation ultérieure de l'euro. Le 14 février, un euro valait 1,34 dollars.

Cependant, à partir de la mi-février, l'euro a rebondi, suite aux spéculations d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE après la montée du taux d'inflation.

À court terme, le cours de l'euro restera probablement erratique. Le sentiment des marchés financiers à propos de la crise de la dette dans la zone euro continuera à déterminer l'évolution des cours de change,

Le 7 février, les autorités portugaises ont levé un montant significatif sur les marchés des capitaux. Le risque que le Portugal doive faire appel au Fonds de stabilité européen en est dès lors réduit. Les marchés financiers n'étaient cependant pas apaisés, comme en a attesté la hausse brutale du différentiel de taux par rapport aux obligations allemandes en février.

L'Irlande a également suscité la nervosité des marchés financiers: les partis politiques qui, d'après les sondages d'opinion, sortiront vainqueurs des urnes, veulent renégocier les conditions de l'aide européenne et les difficultés du secteur bancaire irlandais ne sont pas encore résolues.

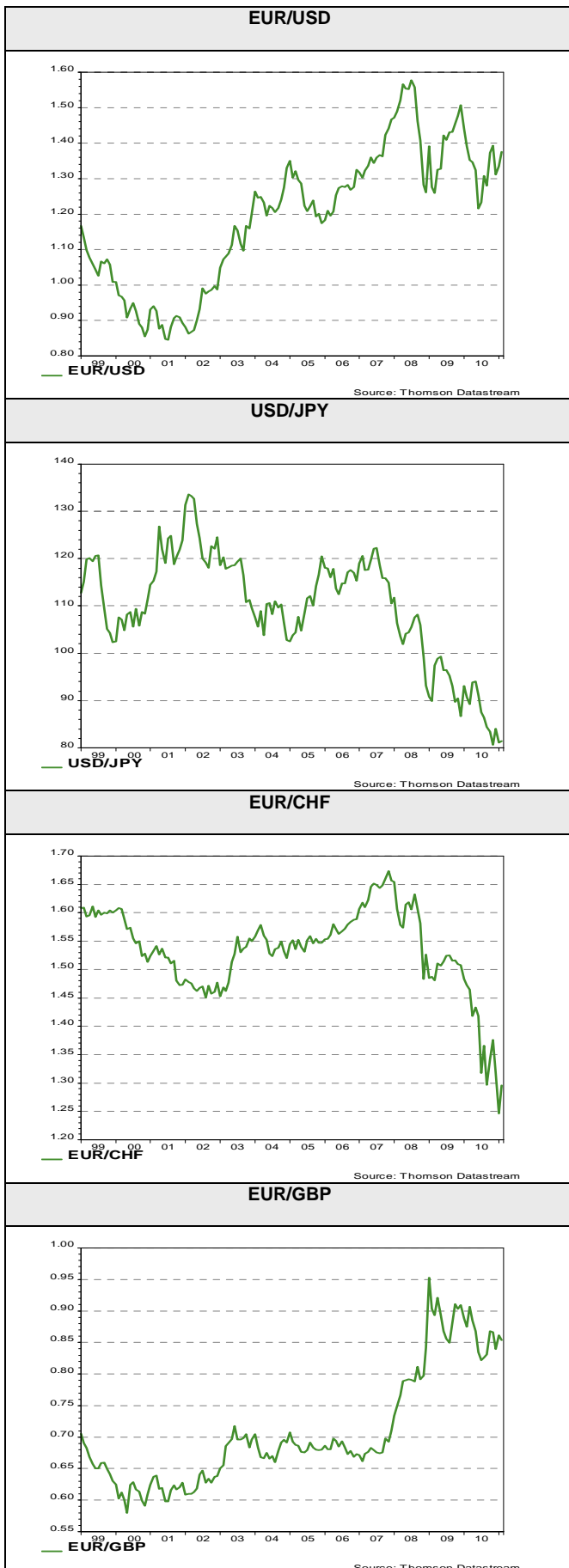
Par ailleurs, le marché vibre régulièrement de rumeurs à propos d'un rééchelonnement de la dette grecque.

Tous les regards sont dès lors braqués vers la réunion des chefs de gouvernement européens de mars. Si les résultats ne sont pas à la hauteur des attentes, la déception sur les marchés financiers pourrait rapidement faire baisser l'euro.

Cette année, l'évolution de l'économie dans la zone euro sera freinée par les mesures d'économie prises par les pouvoirs publics. La croissance économique dans la zone euro sera dès lors inférieure à celle des États-Unis (qui, outre une politique monétaire très accommodante, peuvent compter sur un train de mesures fiscales incitatives, comme en atteste notamment la récente prorogation de la baisse des impôts).

Le différentiel de croissance économique entre les deux côtés de l'Atlantique maintiendra un écart important entre les taux à long terme américains et européens, ce qui devrait renforcer l'attractivité du dollar aux yeux des investisseurs.

Nous nous attendons dès lors, au cours des prochains mois, à une nouvelle dépréciation de l'euro par rapport au dollar.



La dévalorisation de l'euro devrait s'achever à la fin de cette année, époque à laquelle les effets bénéfiques des mesures d'économie sur les finances publiques devraient clairement se faire sentir. À ce moment, les décisions relatives au fonds de stabilité auront probablement été prises, ce qui diminuera les incertitudes sur les marchés financiers.

Cette année et par la suite, les États-Unis seront encore toujours en proie à leur déficit budgétaire colossal et aux déficits abyssaux de leur balance des opérations courantes avec l'étranger. Le déficit budgétaire américain, exprimé en pourcentage du PIB, restera à un niveau supérieur à celui de la zone euro et le ratio de la dette publique continuera d'augmenter plus rapidement.

Ce faisant, le dollar américain devra faire face, à la fin de l'année, à des pressions baissières de plus en plus insistantes.

Enfin, la BCE commencera à resserrer sa politique monétaire à la fin de 2011. Les marchés financiers anticiperont ce mouvement et nous pouvons dès lors en déduire qu'à compter du quatrième trimestre de 2011, l'euro recommencera à s'apprécier par rapport au dollar américain.

Marchés des actions : comment consolider un bon début d'année?

Au cours des six premières semaines de 2011, les bourses occidentales ont réalisé d'excellentes prestations au détriment de celles des pays émergents. Bien que les bourses flirtent avec des niveaux atteints fin septembre 2008, lorsque la faillite de Lehman Brothers causait la crise économique et financière la plus sévère depuis la Deuxième Guerre mondiale, elles n'avoisinent pas encore leurs maxima historiques, enregistrés généralement en été 2007. Les meilleures performances des bourses concernées depuis le début de l'année ont été à l'actif de l'Eurostoxx50 (+8,5 %) et du CAC40 (+8,0 %), deux indices qui accusaient un return négatif en 2010. La hausse moyenne de 5 % est une surprise agréable.

Les perdants de 2010 sont en tête de la reprise

	31.12.09 31.12.08	31.12.10 31.12.09	15.02.11 31.12.10	15.02.11 Sommet 2007	15.02.11 Creux 2009
en %					
Dow Jones	+18,8	+11,0	+5,6	-13,9	+88,9
S&P 500	+23,5	+12,8	+5,6	-15,7	+99,2
Nasdaq Com.	+43,9	+16,9	+5,7	-2,0	+121,6
Eurostoxx 50	+21,0	-5,8	+8,5	-32,8	+71,6
DAX-Xetra	+23,8	+16,1	+7,0	-8,9	+106,2
CAC40	+22,3	-3,4	+8,0	-30,1	+66,7
BEL20	+31,6	+2,7	+5,9	-39,7	+79,2
AEX	+36,3	+2,7	+4,5	-33,8	+90,0
FTSE100	+22,1	+4,9	+2,3	-10,6	+74,4

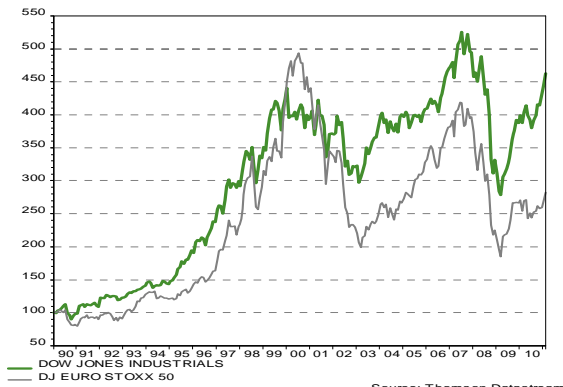
Source : calculs Dexia Bank Research.

Il convient de remarquer la forte reprise des valeurs financières, tombées en disgrâce en 2010. Le secteur financier n'a d'ailleurs pas terminé sa restructuration, certainement pas en Europe. Si les entreprises publient de bons résultats, ces derniers sont principalement dus à la courbe des taux raide, aux désinvestissements, à la reprise des provisions trop élevées pour débiteurs douteux et au retour de la contribution bénéficiaire des opérations des salles de marché pour leur propre compte ou non. Dans le même temps, les vedettes boursières de 2010 ont été plutôt pénalisées par l'hésitation à l'égard des placements dans les pays émergents, liée au resserrement monétaire visant à prévenir les bulles spéculatives craintes dans le secteur immobilier et des matières premières. Cependant, une telle prudence monétaire est en soi une bonne chose car elle maintiendra probablement l'expansion économique. La conséquence est que de nombreux portefeuilles ratent la reprise boursière actuelle. Soit les portefeuilles sont arbitrés et ils viendront encore renforcer la reprise, soit ils attendent une correction, qui pourrait arriver assez vite. La progression est d'ailleurs à ce point rapide que la tentation de prendre ses bénéfices pourrait apparaître rapidement.

Les facteurs qui soutiennent les excellentes performances des bourses sont :

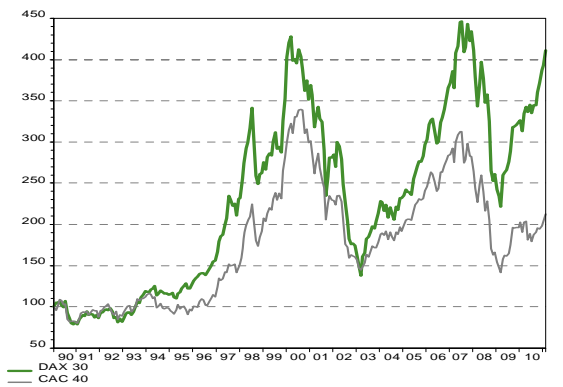
- les résultats annuels très satisfaisants pour 2010. Aux Etats-Unis, 70 % des entreprises publient des résultats meilleurs que prévu. Dans les entreprises européennes, le climat est également à l'optimisme;

1. Dow Jones Industrials et DJ Eurostoxx50



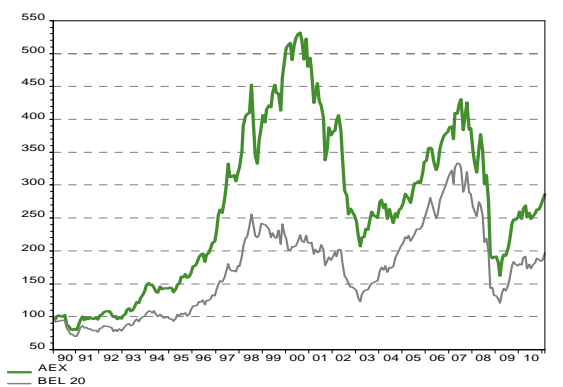
Source: Thomson Datastream

2. DAX et CAC40



Source: Thomson Datastream

3. AEX et BEL20



Source: Thomson Datastream

4. Zone euro – rapport cours/bénéfices



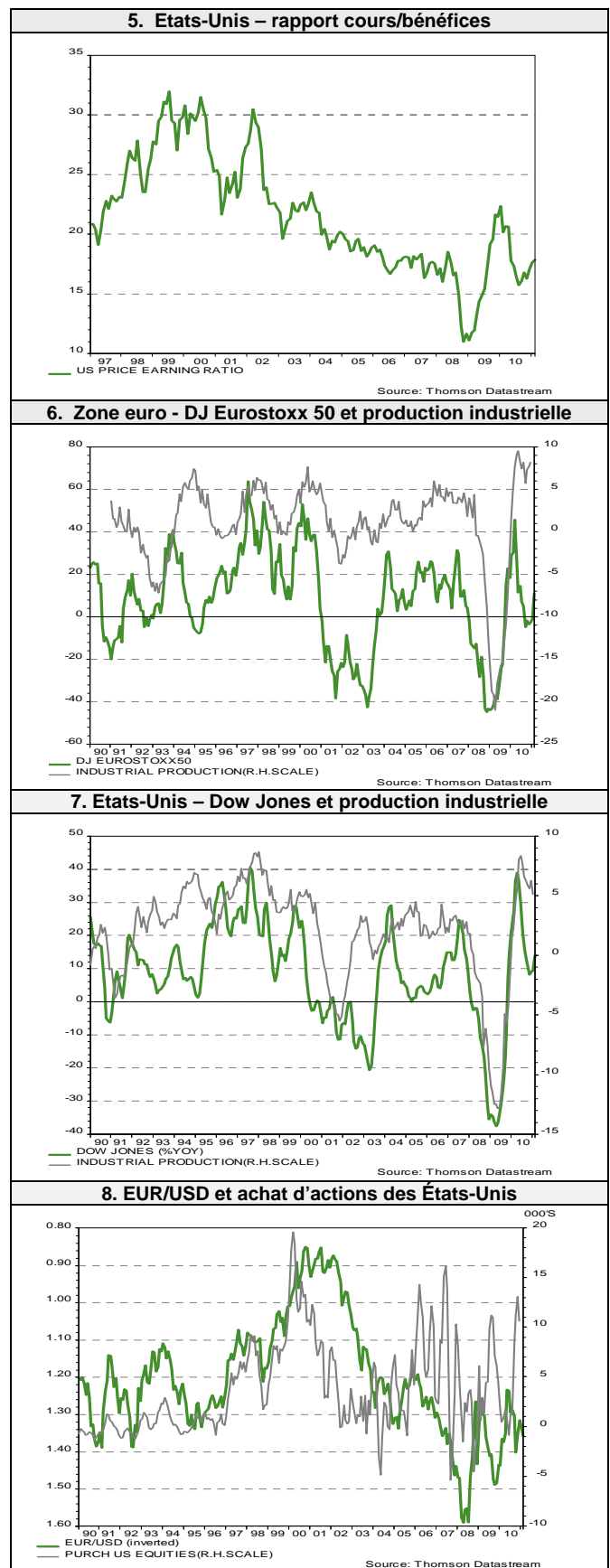
Source: Thomson Datastream

- l'annonce d'une hausse sensible des dividendes;
- le boom des fusions et acquisitions avec récemment en point de mire la fusion des bourses de Londres et Toronto pour devenir la plus grande bourse de valeurs des entreprises spécialisées dans l'extraction minière, ainsi que de la bourse allemande et du NYSE Euronext pour devenir le n° 1 des marchés réglementés, de Nokia et de Microsoft, etc.;
- la poursuite de la politique monétaire bon marché;
- le répit temporaire ou non dans la crise de l'endettement en Europe avec l'espoir croissant d'avoir une réponse structurelle;
- le quasi arrêt de la progression des taux d'intérêt à long terme, qui avait suscité une certaine inquiétude au 4^e trimestre de 2010;
- la valorisation relativement bon marché des bourses et la prime de risque attrayante, qui est à présent plus élevée que lors de l'engouement pour le secteur de l'internet mais bien inférieure à ce qu'elle était en 2006-2007;
- l'adaptation à la hausse des perspectives de croissance économique pour les Etats-Unis et la zone euro;
- les fluctuations de prix spéculatives pour les sociétés ICT;
- la flambée des prix des matières premières, non seulement en raison de la demande importante ou des mauvaises récoltes et/ou de la pénurie croissante mais également à la suite du déferlement des instruments financiers visant à engranger facilement les placements en matières premières dans les portefeuilles.

Les éléments plutôt négatifs qui pourraient donner lieu à une correction sont :

- la crainte d'un resserrement monétaire par la BCE en cas de hausse de l'inflation;
- une augmentation accélérée des taux d'intérêt à long terme en raison des besoins croissants de capitaux des pouvoirs publics et des entreprises;
- un refroidissement de quelques marchés émergents;
- les perspectives trop élevées, spéculatives ou non, en matière de gains éventuels pour les bourses;
- la redécouverte croissante des placements en actions par l'épargnant moyen;
- une reprise de la crise de l'endettement en Europe en l'absence de propositions politiques crédibles et/ou une opposition grandissante aux économies draconiennes en Grèce et en Irlande;
- un dérapage du vent de liberté soufflant dans les pays du Maghreb (après la Tunisie et l'Egypte);
- l'immobilisme au niveau de l'adaptation de la politique budgétaire consécutivement à la cohabitation entre la Maison Blanche et le Congrès aux Etats-Unis.

Provisoirement, la balance penche clairement en faveur d'une poursuite de l'évolution positive. Toutefois, il nous semble prématuré de déjà adapter à la hausse le return positif prévu de 7% à 10%. Les facteurs de correction éventuelle ne peuvent en aucun cas être minimalisés.



Achévé de rédiger le 23 février 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 Eurosta