



Octobre 2011

Matières premières: les prix jouent au yoyo en fonction de l'état d'esprit à l'égard de l'économie mondiale

Le prix du pétrole brut (Brent) a suivi la tendance générale des prix des matières premières. Il est tout d'abord passé de 115 dollars le baril le 15 septembre à 100 dollars le 4 octobre, avant de s'envoler de nouveau.

L'OPEP continue de faire de son mieux pour assurer l'approvisionnement des marchés pétroliers. En septembre, elle a pompé plus de pétrole que le mois précédent, pour le sixième mois consécutif. Depuis mars, lorsque la guerre civile s'est aggravée en Libye, le cartel pétrolier a majoré sa production de 5,4%, sans se préoccuper de son quota de production beaucoup plus bas.

Les stocks commerciaux de pétrole (donc sans les réserves stratégiques) ont diminué ces derniers mois dans les pays industrialisés occidentaux.

Selon l'Agence internationale de l'énergie, ces stocks ont chuté dans les pays de l'OCDE en août et en septembre. C'est surtout en Europe qu'ils auraient fortement reculé, entre autres sous l'effet de la disparition du pétrole libyen et des travaux d'entretien sur les plateformes de forage en mer du Nord.

Le volume estimé des réserves de pétrole des pays de l'OCDE n'est pas très éloigné de l'estimation de l'OPEP. Mais selon cette dernière, les stocks commerciaux de pétrole dans les pays de l'OCDE sont toujours plus élevés que leur moyenne entre 2005 et 2010. La situation des réserves est même encore meilleure si l'on tient compte des réserves stratégiques.

Aux États-Unis aussi, les stocks commerciaux sont en train de baisser depuis juin. Mais mi-octobre, ils se sont trouvés encore toujours à leur moyenne quinquennale pour cette période de l'année. En outre, les réserves stratégiques, qui sont deux fois plus grandes que les stocks commerciaux, sont très bien achalandées.

Il y a des arguments plaidants en faveur d'une baisse des prix du pétrole au cours des prochains mois.

Le conflit en Libye est terminé, de sorte que la production de pétrole libyen augmentera de nouveau dans les prochains mois. La saison des ouragans dans le Golfe du Mexique, qui constitue un risque majeur pour la production de pétrole américain, a terminé de battre son plein et prendra fin à la fin novembre.

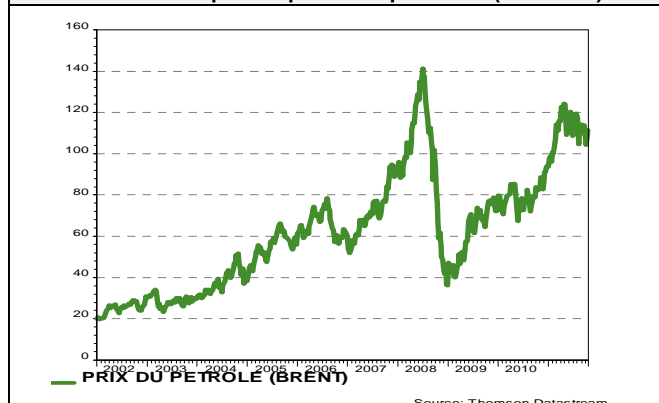
Mais le facteur principal qui limitera le potentiel de hausse des prix des matières premières en général et des prix du pétrole en particulier est le refroidissement de la conjoncture mondiale, provoqué d'ailleurs en outre par le niveau actuellement élevé des prix du pétrole.

L'Agence internationale de l'énergie et l'OPEP revoient constamment à la baisse leurs prévisions concernant la demande de pétrole brut. En 2010, la croissance mondiale de la demande de pétrole brut atteignait encore 2,6%. L'Agence internationale de l'énergie s'attend à ce que la demande mondiale de brut ne progresse que d'1,1% en 2011 et d'1,5% en 2012. L'OPEP est sur la même longueur d'onde et voit la demande mondiale augmenter d'1,0% cette année et d'1,4% l'an prochain.

Dans les prochains mois, nous prévoyons donc un recul des prix du pétrole, mais pas d'effondrement comme en 2008.

Les pays de l'OPEP n'hésiteront pas à pomper moins de pétrole, si les prix devaient trop chuter. A mesure que la production de pétrole retrouvera son rythme de croisière en Libye, les autres pays de l'OPEP refermeront quelque peu leur robinet. Contrairement à 2008 et 2009, la demande mondiale de pétrole brut continuera à progresser, certes à un rythme modéré. La faiblesse des stocks de pétrole européennes fixe un sérieux prix plancher au Brent. Enfin, les spéculateurs peuvent maintenir les prix du pétrole à un niveau plus élevé que ne le justifie l'économie.

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



Etats-Unis: de 'QE2' vers 'Operation Twist'

Le dernier rapport sur l'emploi aux États-Unis a été moins faible que ce que l'on craignait. Le nombre d'emplois a en effet grimpé de 103.000 unités, alors que la plupart des observateurs escomptaient une hausse d'environ 60.000. Dans le secteur privé, 137.000 emplois ont été créés en septembre, après une progression de respectivement 57.000 et 127.000 en juillet et en août. Les données pour les deux mois d'été ont été revues à la hausse de 99.000 emplois, ce qui a contribué à la réaction positive du marché après la communication du récent rapport sur l'emploi. Beaucoup redoutaient une nouvelle détérioration des chiffres de l'emploi au troisième trimestre, mais sur la base des révisions, il est plutôt question d'une stabilisation. Une stabilisation de faible ampleur, malheureusement, et nous ne pouvons pas exclure de nouvelles déceptions, ces prochains mois, concernant la création d'emplois aux États-Unis. La fin de la grève chez Verizon Communications a en effet ajouté 45.000 emplois en septembre, suggérant que les chiffres du marché de l'emploi ont été temporairement amplifiés et donnent donc une image déformée de la situation réelle.

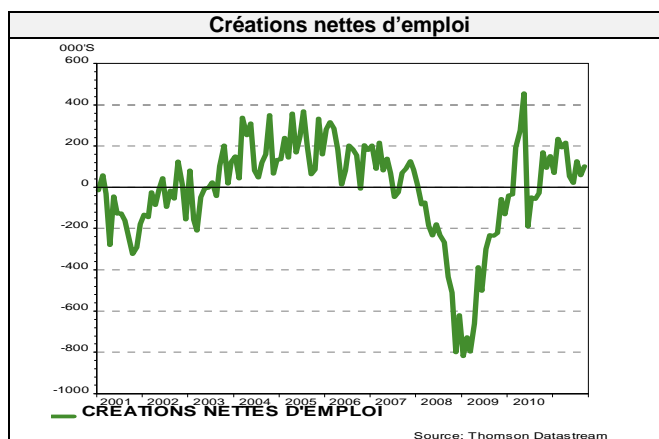
En toile de fond, la situation sur le marché de l'emploi américain reste particulièrement précaire. Le taux de chômage se maintient à 9,1%. D'après les spécialistes en la matière, seule une augmentation mensuelle constante d'environ 250.000 emplois peut réduire le taux de chômage de manière structurelle, et il faudra sans doute encore attendre longtemps avant que le moteur de l'emploi tourne à nouveau correctement aux États-Unis. De plus, le taux de chômage officiel donne une image incomplète du marché de l'emploi américain. Lorsque l'on tient compte des chômeurs qui ont renoncé à chercher un emploi et de ceux qui veulent travailler à temps plein mais n'ont trouvé qu'un emploi à temps partiel, le chômage national monte à 16,5% en septembre, contre 16,2% en août. De plus, on remarque peu d'amélioration du côté des chômeurs de longue durée. En septembre, 6,2 millions d'Américains étaient sans emploi depuis plus de six mois, une statistique qui préoccupe – à juste titre – les politiques parce que les pertes d'emploi survenues pendant la récession menacent ainsi de devenir structurelles.

Pour l'instant, rien ne semble annoncer une accélération soudaine de la création d'emplois aux États-Unis.

La confiance des entreprises comptant moins de 500 travailleurs, responsables de plus de la moitié de l'emploi et formant le pivot de l'économie américaine, est franchement négative et semble même continuer de se dégrader. L'impasse politique à Washington et l'escalade de la crise de la dette européenne ne sont pas non plus de nature à remonter le moral des chefs d'entreprise. Aussi, nous tablons sur une maigre croissance de la production intérieure au dernier trimestre.

La croissance économique au troisième trimestre a été essentiellement alimentée par la vigueur des ventes commerciales de détail qui ont augmenté presque deux fois plus vite que le revenu disponible sur la même période, ce qui implique donc une baisse du taux d'épargne des ménages. Ceci cadre difficilement avec les notations historiquement basses de la confiance des consommateurs et l'anémie du marché de l'emploi.

Pour 2012, les analystes politiques prédisent une sérieuse contraction budgétaire des dépenses publiques, ce qui menace de mettre d'autant plus les consommateurs sur la défensive. Au cours des prochains mois, nous attendons dès lors une correction à la baisse des dépenses des ménages, conforme à l'évolution du revenu disponible et des perspectives économiques. Attendons de voir durant les prochaines semaines si les résultats pour le troisième trimestre de 2011 et le processus de décision politique des deux côtés de l'Atlantique parviendront à éveiller suffisamment de confiance pour améliorer durablement le climat économique.



Etats-Unis			
	2010	2011	2012
PIB (croissance en % sur un an)	3,0	1,7	1,8
Taux d'inflation	1,6	3,1	1,7

Zone euro: le regain d'inflation entrave la baisse des taux

Le troisième trimestre a été décevant sur le plan économique. L'indicateur du sentiment économique, qui traduit l'évolution du PIB, a dégringolé en septembre pour le septième mois consécutif et a ainsi atteint le niveau le plus bas depuis décembre 2009.

En octobre, les consommateurs se sont montrés plus pessimistes pour le quatrième mois consécutif. L'indice de confiance des consommateurs n'a plus été aussi bas depuis août 2009.

Le consommateur est préoccupé par la situation économique, qui ne fait que s'assombrir en raison des lourdes économies dans les finances publiques, de la crise de l'endettement qui s'éternise et de l'effondrement des marchés des actions.

Une autre source de tracas est l'évolution future du marché de l'emploi.

Bien qu'en août, le nombre de chômeurs ait reculé (de 0,2% sur une base mensuelle et d'1,3% sur une base annuelle), cela n'a pas suffi pour faire fléchir le taux de chômage. Le taux de chômage dans la zone euro s'est en effet stabilisé en août à 10,0% pour le quatrième mois consécutif. L'Espagne détient le record du chômage dans la zone euro (21,2%), talonnée par la Grèce (16,7%). L'Autriche affiche de nouveau le taux de chômage le plus faible (3,7%).

L'an prochain, le chômage augmentera probablement en raison du ralentissement de la croissance économique et des lourdes économies en matière de personnel dans la fonction publique dans une série de pays de la zone euro.

Les doutes croissants des consommateurs se reflètent également dans leurs dépenses. C'est ainsi qu'entre juin et août, les ventes au détail n'ont progressé que de 0,1% par rapport aux trois mois précédents. Elles ont reculé de 0,8% sur une base annuelle.

Pendant l'été, l'industrie a réalisé une prestation convenable. La production industrielle, sans le secteur de la construction, a augmenté de 0,8% entre juin et août sur une base trimestrielle.

Mais les entrepreneurs ne se sont pas montrés plus confiants pour autant. En septembre, la confiance des entrepreneurs de l'industrie s'est en effet encore repliée pour le septième mois consécutif. Les commandes à l'exportation et le total des commandes industrielles ont rapidement régressé, à l'instar des prévisions en matière de production. Entre-temps, les réserves augmentent, ce qui n'est pas bon signe.

De même, les indicateurs de confiance des entrepreneurs du secteur des services, du commerce de détail et du secteur de la construction ont continué à baisser.

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

	2010	2011	2012
PIB	1,8	1,6	0,8
Consommation privée	0,9	0,5	0,6
Investissements	-0,9	2,7	2,3
Exportations	10,1	5,7	3,9
Importations	9,2	5,2	4,3
Taux d'inflation	1,6	2,7	1,9

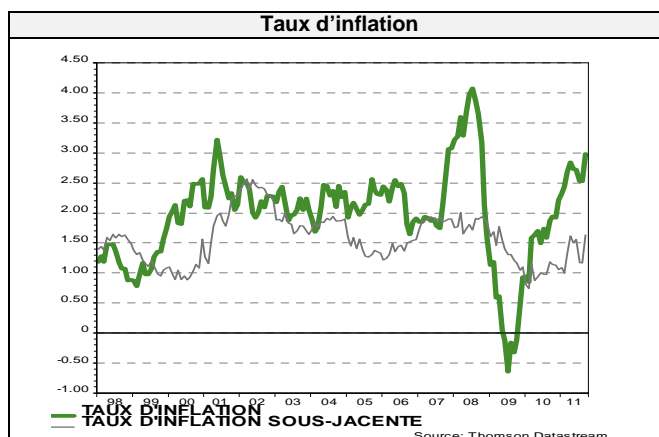
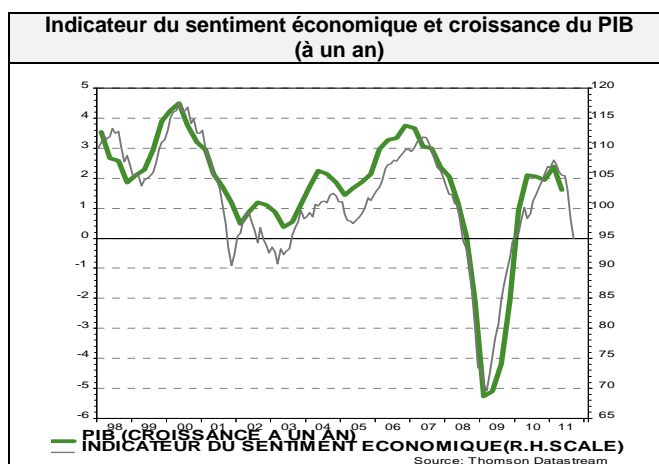
Les indices des directeurs des achats sont passés en septembre sous la barre critique des 50 points, suggérant ainsi une contraction des activités dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services. En septembre, l'indice de l'industrie manufacturière a baissé à 48,5 points et celui du secteur des services à 48,8 points.

L'inflation a bondi de 2,53% en juillet et août à 2,98% en septembre, la valeur la plus élevée depuis octobre 2008. La flambée d'inflation était principalement due à la hausse des prix des carburants et de l'électricité.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, est passée d'1,17% en juillet et août à 1,64% en septembre.

En 2012, l'inflation moyenne dans la zone euro baissera sous la norme de 2,0% de la BCE.

L'affaiblissement de la conjoncture réduit la marge d'augmentation des prix pour les entreprises. Le chômage élevé modère les augmentations salariales. Les prix des matières premières subiront la pression du ralentissement de la croissance mondiale et n'auront donc pas beaucoup de potentiel de hausse. Enfin, l'effet sur l'inflation des hausses de T.V.A. pratiquées par différents pays de la zone euro dans le cadre de leur assainissement budgétaire, disparaîtra l'an prochain.



Taux d'intérêt

La gestion non orthodoxe de la crise et l'évolution erratique des variables macroéconomiques à la suite de la récession de 2009 ne simplifient pas le travail des gestionnaires de fonds obligataires. Bill Gross, stratège en chef de PIMCO, plus grand fonds obligataire au monde, l'aura appris cette année à ses dépens. Lorsque la **Réserve fédérale** a annoncé fin 2010 son programme "QE2" d'assouplissement quantitatif du marché des obligations, Gross craignait une période prolongée de hausse de l'inflation et a positionné son fonds d'une valeur de €175 milliards en fonction d'une hausse des taux longs. Ce pari s'est cependant soldé par un échec, puisque à la suite d'une aversion accrue pour les risques en raison de la crise de la dette européenne et d'une récente détente des prix des matières premières, les prévisions en matière d'inflation ont été radicalement revues à la baisse. Depuis le début de 2011, le taux nominal à 10 ans sur l'obligation d'État américaine a perdu plus de 150 points de base et a atteint en septembre un niveau de 1,77%, notation la plus basse en 65 ans. Lors de sa réunion en septembre, la banque centrale a présenté un nouveau programme d'assouplissement quantitatif, intitulé « Operation Twist » et portant simultanément sur l'achat pour 400 milliards d'USD d'obligations de durées comprises entre 6 et 30 ans et la vente d'obligations de durées de 3 ans et moins. Ainsi, la quantité de capitaux sur le marché reste la même, contrairement aux précédents programmes QE1 et QE2. En n'imprimant pas de nouveaux billets, la Réserve fédérale évite de gonfler son bilan et de raviver le spectre de l'inflation.

Dans la foulée de cette nouvelle approche, le chef de PIMCO, Bill Gross, a laissé tomber sa stratégie « short » et il attend maintenant une nouvelle baisse des taux longs. Jusqu'à présent, le changement de stratégie a peu agréé le gourou des obligations. En octobre, le taux T-bond à 10 ans est en effet déjà remonté à 2,23%. Dans le courant des prochains mois, nous nous attendons cependant à ce que la pression haussière sur les taux longs aux États-Unis diminue à mesure que des signes apparaissent que les ménages réduisent leurs dépenses.

Étant donné que la Réserve fédérale a clairement signifié sa volonté de maintenir le taux court jusque fin 2012 au moins à un niveau approximatif de 0,25%, nous pouvons prévoir un nouveau rétrécissement du différentiel de taux 10 ans-2 ans.

Après sa réunion du 6 octobre, la **BCE** n'a pas modifié son taux repo à 1,50%.

A la suite des perspectives économiques toujours plus sombres et de la crise de l'endettement persistante dans la zone euro, la Banque centrale européenne fait l'objet de pressions croissantes pour diminuer son taux de base.

La poussée d'inflation en septembre à 2,98%, largement au-dessus de la norme de 2%, a empêché la BCE de diminuer en octobre déjà son taux de base.

En outre, une baisse de taux ne résoudra pas la crise de l'endettement dans la zone euro.

L'approbation par les parlements de tous les pays de la zone euro des mesures convenues par les chefs de gouvernement européens le 21 juillet (entre autres, une plus grande réactivité du Fonds européen de stabilité financière) est une première étape dans la bonne direction.

Mais davantage de mesures devront être prises pour faire revenir le calme sur les marchés financiers.

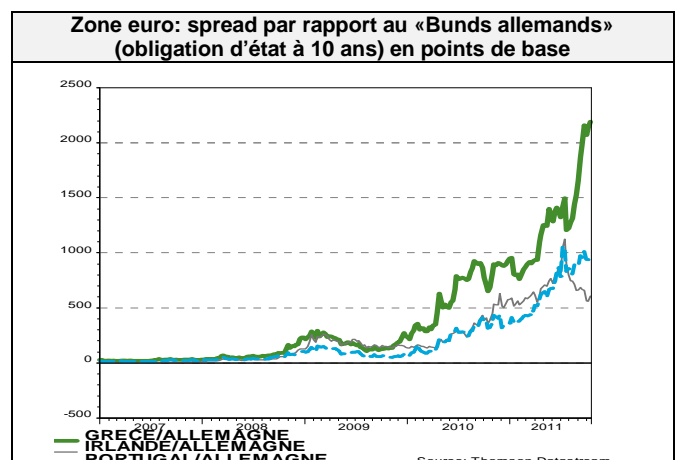
La BCE aura prochainement une meilleure idée de l'ampleur réelle du ralentissement de la conjoncture dans la zone euro (une première estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre sera publiée le 15 novembre).

En outre, après sa poussée de septembre, l'inflation diminuera probablement de nouveau. La perspective de voir l'inflation moyenne repasser sous la norme de 2 % en 2012 persuadera finalement la Banque centrale européenne de diminuer son taux de base à 1,25%. La décision tombera probablement lors de la réunion du 8 décembre (bien qu'une baisse de taux ne puisse pas être exclue le 3 novembre).

Nous prévoyons qu'en 2012, la BCE maintiendra son taux repo à 1,25%, sauf si la crise de l'endettement devait dérapier et que la zone euro devait connaître une nouvelle récession.

Le **taux IRS à 10 ans** continue à fluctuer fortement en fonction de l'évolution du sentiment sur les marchés financiers à propos de la crise de l'endettement dans la zone euro.

Les perspectives économiques plus sombres, la crise de l'endettement persistante dans la zone euro, la baisse attendue de l'inflation en 2012, le statu quo monétaire de la BCE pour l'année prochaine et l'évolution du taux à long terme américain limitent le potentiel de hausse du taux à long terme dans la zone euro.



Marchés des changes: l'euro et le dollar américain en tandem?

L'euro parvient à compenser le terrain perdu en septembre face au dollar américain. Ce n'est pas étonnant car ces deux devises ont à la fois des points forts et des handicaps qui sont très souvent accentués.

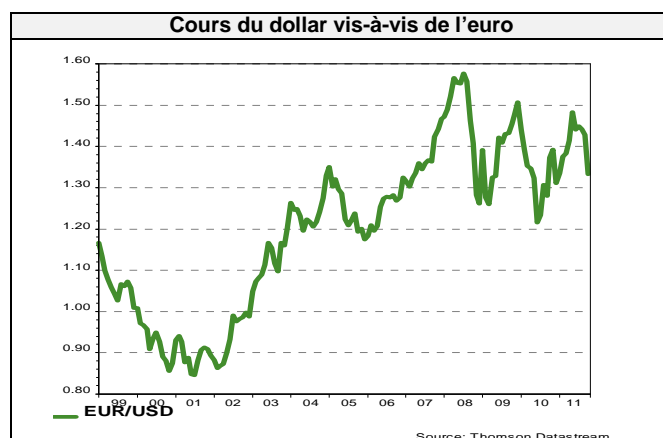
Actuellement, l'euro est soutenu par la hausse du taux à court terme et par l'anticipation du plan de sauvetage de la crise bancaire et de l'endettement en Europe. Les attentes sont probablement trop grandes. Le point crucial est la forte augmentation ou non des moyens du FESF, avec l'aide ou non de la B.C.E. Les moyens seront-ils quadruplés ou quintuplés ? La possibilité pour le FESF de pouvoir venir à la rescousse non seulement des pays mais aussi des banques pourrait également être essentielle, outre une issue, espérons-le, définitive de l'impasse concernant l'endettement de la Grèce. La contribution du secteur privé pourrait fortement augmenter de 21% à 50%, voire plus.

Entre-temps, l'impact quasi nul des baisses de notation de l'Espagne et de l'Italie et de nombreuses banques de ces pays sur l'euro prouve qu'une issue est vraiment nécessaire.

Le dollar américain n'a pas réalisé de bénéfice sur la base de la décision concernant l'opération Twist de la Fed et souffre de la poursuite de la politique monétaire très bon marché. De même, les indicateurs conjoncturels décevants exercent une pression sur le billet vert. L'opposition du Congrès au plan pour l'emploi du président Obama hypothèque la conjoncture américaine. Ce qui explique probablement les nouvelles pressions sur la Chine et les autres pays émergents pour qu'ils apprécient rapidement leur monnaie et fournissent ainsi un ballon d'oxygène compétitif à l'économie américaine. En préambule des élections présidentielles en novembre 2012, ce thème restera sans aucun doute d'actualité, tant que l'économie enregistrera de faibles prestations. En outre, les problèmes budgétaires et de la dette aux États-Unis sont beaucoup plus importants que dans la zone euro.

Il convient aussi de considérer comme non négligeable l'augmentation éventuelle des moyens du FMI par l'entremise des pays émergents, qui souhaitent évidemment davantage de reconnaissance. Les États-Unis tremblent à l'idée de voir leur position dominante au FMI se réduire inévitablement. Mais il s'est avéré déjà en 2008-2009 que l'Occident n'était pas en mesure de résoudre lui-même ses problèmes. Lors de la réunion du G20 de début novembre, une issue nous semble possible. Un compromis pourrait être de lier la plus grande influence des pays émergents à une appréciation un peu plus rapide de leurs devises.

Globalement, le jeu de yoyo de l'euro, avec certes une grande volatilité, durera encore un certain temps.



Achévé de rédiger le 21 octobre 2011.

Rédaction: Stefan Farkas, Frank Maet, Frank Lierman.

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 Eurostat