



Décembre 2011

Matières premières: les cours du pétrole sont ballottés par des forces antagonistes

Le cours du pétrole (Brent) a repris sa progression depuis la fin du mois de novembre, pour atteindre quelque 110 dollars le baril, sur fond de tensions croissantes à propos du programme nucléaire iranien.

En raison de l'appréciation du billet vert face à l'euro, les cours du pétrole ont à nouveau quelque peu reculé depuis la mi-décembre.

Outre les tensions géopolitiques, la contraction des stocks de pétrole maintiennent les cours à un niveau élevé. L'OPEP estime que les stocks pétroliers totaux dans les pays de l'OCDE (c'est-à-dire le total des stocks commerciaux et des stocks stratégiques) se sont repliés au troisième trimestre de 2011 de 0,7% en rythme trimestriel et de 2,1% en rythme annuel. Mais ils se trouvent encore juste au-dessus de leur niveau moyen des années 2007-2010.

L'Agence internationale de l'Énergie estime que les stocks de pétrole commerciaux des pays de l'OCDE (c'est-à-dire hors réserves stratégiques) ont fortement chuté en octobre (pour atteindre une couverture de consommation de 57,2 jours, contre une couverture de 61 jours au cours du premier semestre de 2009), avant toutefois de redresser légèrement la barre en novembre.

La baisse des stocks commerciaux et l'augmentation temporaire attendue de la demande en or noir en raison de l'hiver dans l'hémisphère nord incitent l'OPEP à augmenter sa production pétrolière. C'est ainsi qu'en novembre, le cartel a extrait une quantité de pétrole en hausse de 6,4% par rapport à mars, sur fond d'escalade de la guerre en Lybie. Ce faisant, la production pétrolière de l'OPEP a atteint en novembre son niveau le plus élevé en trois ans.

Au terme de sa réunion du 14 décembre, l'OPEP a décidé de porter son quota de production journalier de 24,845 millions de barils à 30 millions de barils. Ce faisant, les quotas de production sont conformes à la production pétrolière réelle (30,68 millions de barils par jour en novembre).

Au cours de ces prochains mois, les prix du pétrole resteront tributaires, d'une part, de l'équilibre subtil entre l'offre et la demande et, d'autre part, du ralentissement rapide de l'économie mondiale, avec le programme nucléaire iranien en guise de trouble-fête supplémentaire.

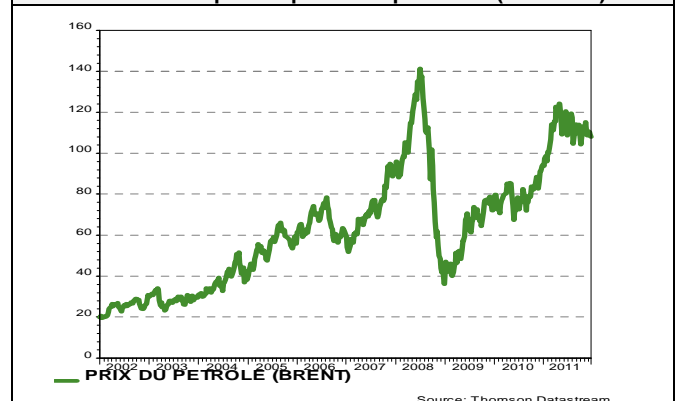
Tant l'Agence internationale de l'Énergie que l'OPEP révisent en permanence à la baisse leurs estimations de croissance de la consommation mondiale de pétrole, en raison du tassement de l'économie mondiale.

En 2010, la demande en pétrole brut au niveau mondial progressait encore de 2,7%; pour 2011, l'Agence internationale de l'Énergie table sur une croissance limitée (0,8%). Cette organisation s'attend du reste pour 2012 à un relèvement de la consommation mondiale de pétrole de 1,5% et est dès lors légèrement plus optimiste que l'OPEP, qui ne prévoit qu'une hausse de 1,3%.

Nous pensons que l'impact du ralentissement économique mondial sera décisif et qu'il poussera, dans le sillage des cours des autres matières premières, les cotations du pétrole à la baisse au cours de ces prochains mois, sauf à assister à une escalade de la crise liée au programme nucléaire iranien.

À très long terme, les cours du pétrole continueront d'augmenter, en raison de l'épuisement des champs pétrolifères aisément accessibles (et donc bon marché à exploiter) et du besoin croissant en énergie des pays émergents d'Asie.

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



Etats-Unis: découplage temporaire avec la zone euro

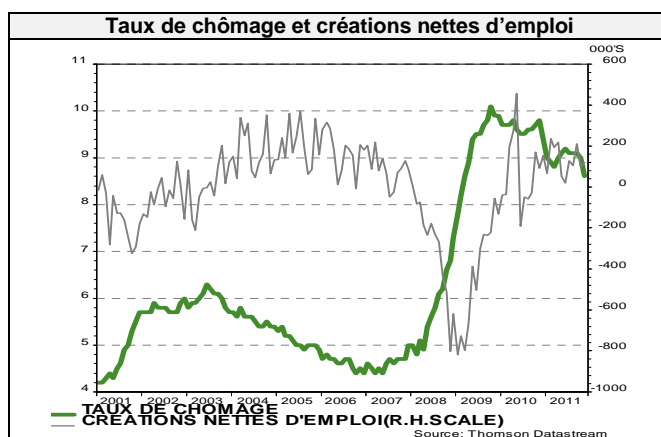
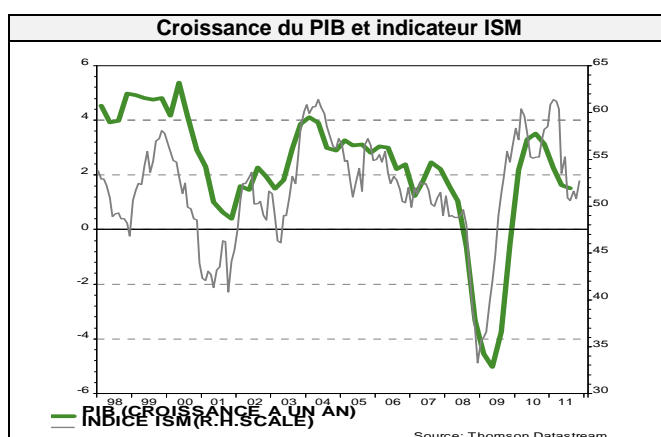
Tandis que les projections économiques pour la zone euro sont revues à la baisse quasiment chaque semaine à la suite de l'impact négatif de la crise de la dette souveraine, les rapports d'activité de l'économie aux Etats-Unis continuent à surprendre positivement. Les ventes au détail y ont progressé de 8 % au troisième trimestre par rapport à la même période de 2010, un contraste criant avec la baisse (-0,6 %) des ventes au détail dans la zone euro. Ces dernières semaines, une divergence est apparue entre la zone euro et les Etats-Unis au niveau de la production industrielle et cela suggère un découplage temporaire entre les zones économiques des deux côtés de l'océan Atlantique.

La confiance économique en Europe a naturellement essuyé les revers de la crise persistante de l'euro, tandis qu'aux Etats-Unis, le sentiment a bénéficié de chiffres de l'emploi meilleurs que prévu et de la hausse du marché américain des actions en octobre. C'est surtout la diminution inattendue du taux de chômage de 9 % à 8,6 % en novembre qui était étonnante mais malheureusement, elle était essentiellement le résultat d'une baisse de la population active et en réalité, seuls 120.000 nouveaux emplois ont été créés. Nous n'excluons dès lors pas une nouvelle hausse du taux de chômage officiel (à 8,8 %) en décembre et/ou janvier. Toutefois, des indicateurs sous-jacents prudents indiquent une amélioration graduelle du marché de l'emploi, et en particulier une augmentation du nombre d'emplois vacants en ligne et du nombre d'heures prestées, ce qui par le passé a souvent annoncé une demande plus forte de main-d'œuvre.

De même, l'amélioration de la confiance économique tant des grandes que des petites entreprises aux Etats-Unis est le signe d'une croissance solide de la demande industrielle au quatrième trimestre de 2011 et d'un bon début pour 2012. C'est surtout le regain de sentiment dans les PME qui est le bienvenu, car elles assurent plus de la moitié des emplois dans le pays.

Sur le plan intérieur, on assiste au désaccord politique entre les Républicains et les Démocrates, qui entrave un plan d'économies structurelles pour les pouvoirs publics. L'absence d'accord donnera lieu à des mesures d'économies automatiques à partir de 2013 mais elle diminuera aussi considérablement les chances de réussite du président Obama de prolonger en 2012 les baisses d'impôts qui étaient en vigueur en 2010 et 2011. C'est ainsi que la réduction de cotisation des travailleurs à la sécurité sociale (de 6,2% à 4,2%) risque de prendre fin en 2012, ce qui pèsera sur la croissance économique au premier semestre de l'an prochain. De même, les allocations de chômage, lancées en décembre 2010, risquent de ne plus être prolongées, ce qui aura des conséquences néfastes pour la confiance des consommateurs.

Sur le plan extérieur, la principale menace est sans conteste la crise économique et institutionnelle en Europe. D'une part, les Etats-Unis sont vulnérables à la récession européenne prochaine en raison des flux commerciaux traditionnels entre les deux grands blocs économiques au monde. D'autre part, les banques américaines risquent de se trouver elles-mêmes en difficultés à la suite de leur exposition aux banques et aux états européens.



Etats-Unis			
	2010	2011	2012
PIB (croissance en % sur un an)	3,0	1,7	1,5
Taux d'inflation	1,6	3,1	2,0

Zone euro: la BCE annule les deux hausses des taux pratiquées cette année

L'érosion de l'économie de la zone euro s'est poursuivie au quatrième trimestre.

L'indicateur du sentiment économique, qui combine les indices de confiance des consommateurs et des entrepreneurs et qui donne une bonne indication quant à l'évolution du PIB, s'est replié en novembre pour le neuvième mois consécutif, pour atteindre son niveau plancher depuis novembre 2009.

Les pronostics de croissance économique sont en permanence revus à la baisse et contraignent les pouvoirs publics à prendre des mesures d'assainissement supplémentaires en vue de réduire leurs déficits budgétaires et d'atteindre les objectifs fixés dans la norme de Maastricht (soit 3% du PIB). La hausse soutenue des taux des obligations d'État et la menace constante de nouvelles dégradations des notations entravent cependant l'efficacité de ces mesures.

Les consommateurs ont à nouveau été plus pessimistes en novembre et ce, pour le cinquième mois consécutif. L'indice de la confiance des consommateurs a en effet plongé en novembre pour atteindre son niveau le plus bas depuis août 2009. Le consommateur est très préoccupé par l'évolution ultérieure du chômage et à juste titre, car, au troisième trimestre, l'emploi dans la zone euro s'est replié (de 0,1% en rythme trimestriel) et, en octobre, le nombre de chômeurs a progressé pour le sixième mois consécutif (+0,8% en rythme mensuel et +2,3% en rythme annuel). Le nombre de personnes sans emploi dans la zone euro n'a jamais été aussi élevé depuis le début de la compilation de ces statistiques, en juin 1991.

Le taux de chômage continue d'augmenter sans interruption: il est en effet passé de 9,9% en avril à 10,3% en octobre.

Le pessimisme des consommateurs a des répercussions sur leurs dépenses.

Entre août et octobre, les ventes au détail ont pratiquement stagné (+0,1% par rapport aux trois mois précédents). En rythme annuel, le chiffre d'affaires des détaillants s'est replié tous les mois entre mai et octobre.

La confiance des entrepreneurs dans l'industrie s'est contractée en novembre pour le neuvième mois consécutif, sous l'effet de carnets de commandes moins bien remplis, de l'érosion de la production industrielle (qui s'est encore repliée en octobre de 0,1% après la chute de 2,0% en rythme mensuel observée en septembre) et du recul du taux d'occupation de la capacité de production (de 81,6% en avril à 79,7% en octobre).

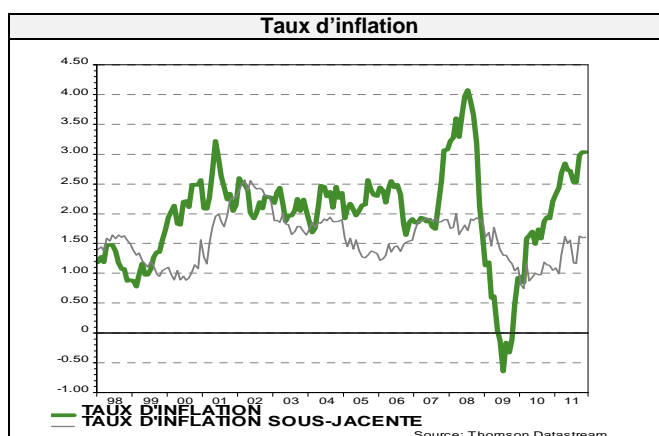
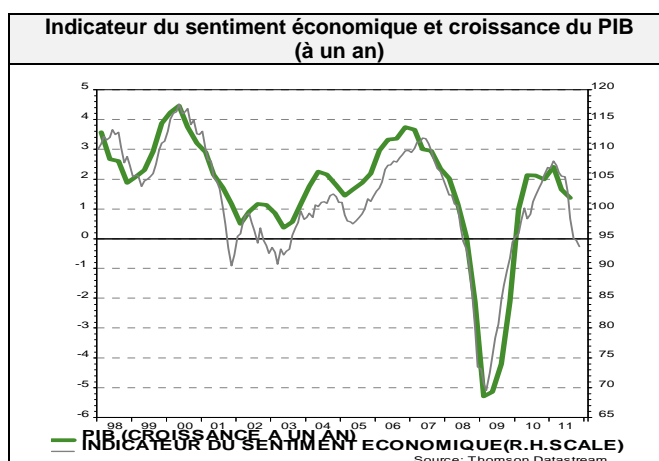
Les indices des directeurs d'achat témoignaient d'un nouveau repli de l'activité économique en décembre. L'indice de l'industrie manufacturière se trouve, depuis le mois d'août déjà, sous le seuil critique des 50 points, imité en ce sens depuis septembre par l'indice du secteur tertiaire. Ces indicateurs sont donc orientés depuis quelque temps déjà sur une contraction des activités dans ces deux secteurs.

Au cours de cette période de trois mois, l'inflation a continué de fluctuer aux alentours de 3%, pour s'établir à 3,04% en novembre. Le renchérissement de l'énergie (+12,3% en rythme annuel en novembre) sous-tend cette inflation élevée. Hors prix de l'énergie, l'inflation ne s'élèverait en effet qu'à 1,99% en novembre et l'objectif de la BCE (2,0%) serait tout juste atteint ...

L'inflation sous-jacente (c'est-à-dire expurgée des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac) se chiffrait à 1,61% en novembre.

En 2012, le taux d'inflation dans la zone euro devrait passer sous la norme des 2% prônée par la BCE.

Les mesures d'économie draconiennes (qui induisent un gel, voire une diminution des salaires des fonctionnaires) et un taux de chômage élevé auront pour effet de limiter les augmentations salariales. Cette situation, combinée à la très mauvaise conjoncture et à l'évolution des cours des matières premières (qui devrait être modérée), ne donnera guère de latitude aux entreprises pour relever leurs prix.

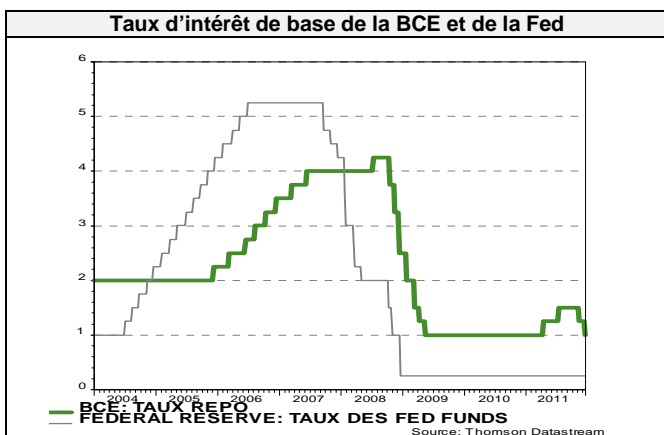


Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2010	2011	2012
PIB	1,8	1,6	0,2
Consommation privée	0,9	0,4	-0,1
Investissements	-0,9	2,3	0,7
Exportations	10,9	6,6	3,2
Importations	9,1	4,8	3,1
Taux d'inflation	1,6	2,7	1,8

Taux d'intérêt

L'économie américaine a encore un long chemin à parcourir avant de pouvoir parler d'une reprise robuste pouvant créer suffisamment d'emplois de manière durable. A la suite de la réunion monétaire du 13 décembre, la **Réserve fédérale** n'évoque dès lors que chichement les chiffres récents et insiste sur la faiblesse permanente du marché immobilier résidentiel et sur la croissance économique qui se situe clairement sous le niveau normal. La banque centrale confirme sa politique stimulante en vertu de laquelle les taux à court terme conserveront les niveaux actuels ultrabas jusqu'à la mi-2013. De même, l'opération Twist, visant un aplatissement de la courbe des taux par l'achat de titres à plus long terme et la vente simultanée d'obligations d'Etat à court terme, se poursuivra dans les prochains mois. La Fed veut clairement se réserver toutes ses options, étant donné qu'il existe des risques négatifs pour la croissance économique en 2012.

Le statut de refuge des obligations d'Etat américaines restera de mise ces prochains mois, étant donné que la crise de l'euro est loin d'être résolue après le sommet européen du 9 décembre et pourra encore faire régner une certaine volatilité. En outre, nous prévoyons que les prévisions en matière d'inflation reculeront aux Etats-Unis au cours du 1er trimestre 2012, ce qui empêchera une flambée des taux d'intérêt. Bien que l'inflation structurelle dépasse les 2% depuis septembre, la détente des prix des matières premières et l'évolution de l'inflation de base suggèrent une amorce de baisse de l'inflation structurelle dans le courant du premier trimestre.



Au terme de sa réunion du 8 décembre, la **BCE** a réduit, pour la deuxième fois en deux mois, son taux repo de 25 points de base. Ce faisant, ce taux d'intérêt est revenu à son niveau plancher historique de 1,00%, qui avait été appliqué entre le 13 mai 2009 et le 13 avril 2011.

Les analystes se demandent désormais si le terme du cycle des baisses des taux est ainsi atteint.

Il est probable que la zone euro replongera au quatrième trimestre dans une nouvelle récession; cette réalité, combinée à la baisse attendue de l'inflation et à la croissance modérée de la masse monétaire (la M3 se situe, sans interruption depuis le mois de mai 2009, sous la norme de 4,5% imposée par la BCE), sont autant d'arguments plaçant en faveur d'une nouvelle baisse des taux.

Impossible cependant d'affirmer que ces prévisions se matérialiseront, car d'autres arguments pourraient empêcher la BCE de porter son taux repo à un nouveau plancher historique.

Lors de la précédente récession, qui était bien plus grave que celle qui est désormais escomptée (en 2009, le PIB de la zone euro s'était en effet contracté de 4,2%), le taux repo n'est pas passé sous la barre de 1%.

La BCE reste fidèle à son point de vue; sa mission est d'assurer le maintien de la stabilité des prix et non d'organiser le financement monétaire des autorités. Elle exclut dès lors une opération de rachat illimité d'obligations d'Etat.

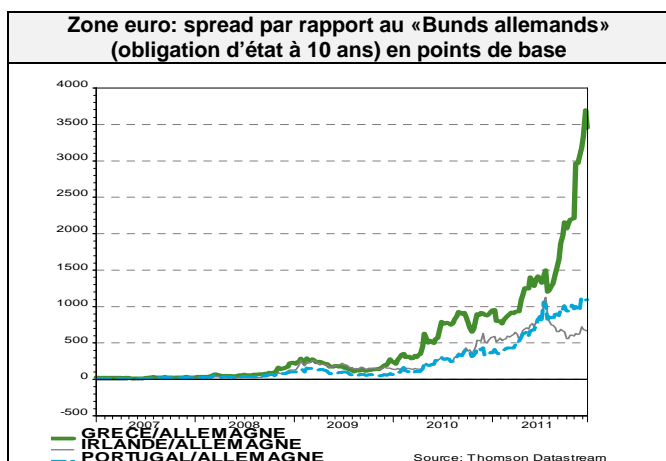
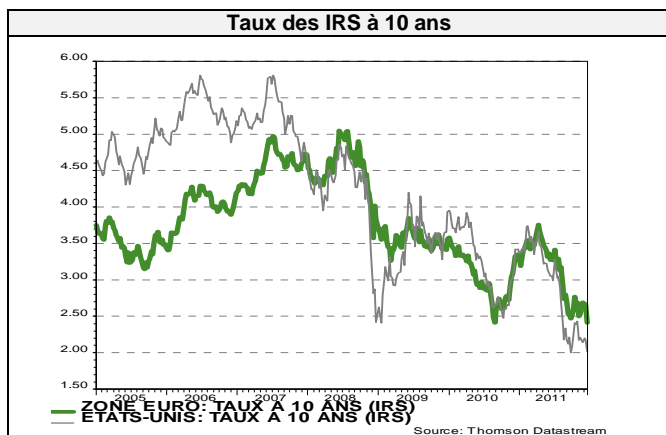
Il incombe dès lors aux hommes politiques européens de prendre les indispensables mesures de réforme destinées à mettre un terme à la crise de la dette et à restaurer la confiance des marchés financiers.

Le 9 décembre, les chefs d'Etat et de gouvernement européens ont posé un nouveau jalon en ce sens. Ils se sont entendus pour renforcer leur discipline budgétaire, sans apporter de modifications au traité de Lisbonne. Des sanctions automatiques seront prises si le déficit budgétaire venait à dépasser la norme des 3%, à moins d'une décision autre, prise à la majorité qualifiée. Le fonds d'aide permanente (MES), doté de 500 milliards d'euros, entrera en vigueur le 1^{er} juillet 2012, soit un an plus tôt qu'initialement prévu.

Le refus de la BCE de racheter à tour de bras des obligations souveraines comme l'ont fait ses homologues (la Federal Reserve, la Bank of England, la banque centrale japonaise, ...) limite cependant ses possibilités de soutenir l'économie de la zone euro. La BCE devra dès lors manier cet outil (la baisse de son taux directeur) avec circonspection, si elle veut encore conserver suffisamment de marge de manœuvre en cas de nécessité.

Un autre argument en défaveur d'une nouvelle baisse rapide des taux est la dépréciation marquée de l'euro face au dollar américain depuis la fin du mois d'octobre. Plus l'euro s'affaiblit, plus la concrétisation de l'objectif de l'inflation dans le chef de la BCE se compliquera.

Le taux IRS européen à 10 ans fluctue depuis septembre déjà dans une marge comprise entre 2,40% et 2,80%, en fonction de l'évolution du sentiment des marchés à propos de la crise de la dette dans la zone euro.



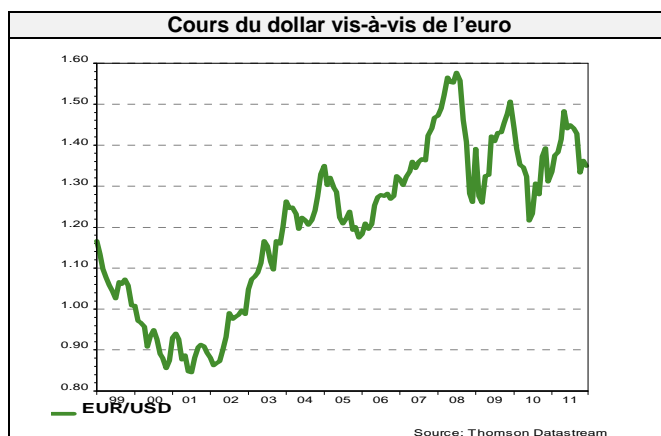
Marchés des changes: l'affaiblissement de l'euro représente-il une menace ou une aubaine?

La chute récente de l'euro par rapport au dollar américain est assez marquée. Pour autant, il ne s'agit que d'un retour au niveau déjà enregistré début 2011. A 1,29 USD, l'euro se maintient dans une fourchette de fluctuation (trading range) comprise entre 1,25 et 1,50 USD, dans laquelle il évolue depuis l'été 2008 sauf lors du premier temps fort de la crise grecque mi-2010 où la monnaie unique était retombée à 1,20 USD.

Cette rechute s'explique principalement par des chiffres de croissance très décevants au cours du troisième trimestre et des perspectives pessimistes pour le quatrième trimestre et 2012. Une récession semble dès lors inévitable. Rien étonnant au vu des innombrables mesures d'austérité et de la faible stimulation de la croissance dans la plupart des pays. Tant que l'accent sera mis sur la discipline budgétaire, la croissance restera à un niveau relativement bas. La politique monétaire très accommodante profite principalement au secteur financier et moins à l'économie réelle car les banques poursuivent leur processus de désendettement à un rythme accéléré afin de pouvoir satisfaire à des exigences plus strictes en matière de capital. Les conditions d'octroi de crédits durcissent, avec une hausse du coût de financement pour les entreprises, les ménages et les États. Les augmentations de capital par émission d'actions sont extrêmement difficiles et la baisse des bénéfices offre peu de marge pour la constitution de provisions, ce qui signifie moins de dividendes. Le mécanisme de transmission classique ne fonctionne plus pour l'instant.

L'euro bénéficie néanmoins quelque peu des décisions des sommets européens qui jettent les bases d'une Union économique et budgétaire cohérente où la discipline occupe une place cruciale, sous peine de sanctions automatiques. Il s'agit néanmoins d'un projet à moyen terme et sa mise en oeuvre suscite encore beaucoup de questions. Le sentiment dominant est toutefois qu'il n'y a pas d'alternative à la fin de la crise de la dette. Après avoir pratiqué pendant des années la philosophie du « laissez faire – laissez passer », les responsables politiques doivent maintenant payer un lourd tribut. On constate également que la crise de la dette n'est pas purement européenne et qu'elle ne concerne pas non plus que les États. Les entreprises et les ménages doivent eux aussi s'acquitter de leurs dettes. Un processus qui vient à peine de commencer aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. L'euro bénéficie encore pour l'instant du taux le plus élevé, même après la récente chute. L'avantage s'amenuise toutefois et pourrait encore diminuer.

Un euro plus faible accroît la compétitivité de la zone euro, ce qui pourrait être un stimulant pour la croissance économique via une hausse des exportations. Cela augmente par contre le risque d'inflation importée, induite, par une hausse éventuelle du coût des matières premières. Ce risque pourrait toutefois être limité étant donné que le ralentissement de la croissance ne touche pas que les économies occidentales, mais aussi les pays émergents. Par conséquent, il est fort probable que le coût des matières premières diminue encore. Autrement dit, le risque réel d'inflation est faible. Ceci pourrait encourager la BCE à abaisser encore son taux de base.



Achevé de rédiger le 21 décembre 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