



Juin 2011

Etats-Unis: le 2^{ème} trimestre ne se présente pas bien

Après un 1^{er} trimestre décevant, le 2^{ème} trimestre ne se présente pas bien. L'activité dans l'industrie s'est brutalement détériorée en mai comme en témoigne l'évolution de l'indice ISM. Cette détérioration est partiellement imputable aux problèmes d'approvisionnement de composants en provenance du Japon. Ainsi la production de voiture est en repli en avril. Du côté de la consommation, le pouvoir d'achat des ménages a été durement touché par le boom des prix pétroliers. Cela a affecté les ventes au détail en termes réels, qui ont été peu brillantes en avril et en mai.

Le 3^{ème} trimestre pourrait être mieux orienté. En effet avec le rétablissement attendu de la production de composants japonais, la production industrielle américaine devrait rebondir, stimulée par un mouvement de rattrapage. De plus le repli partiel du prix de l'or noir stimulera la consommation.

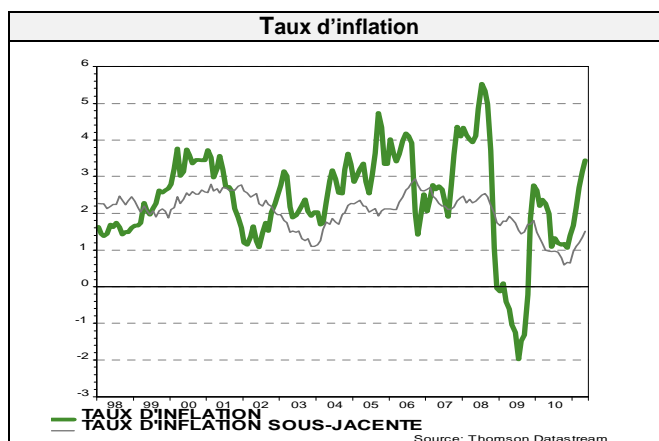
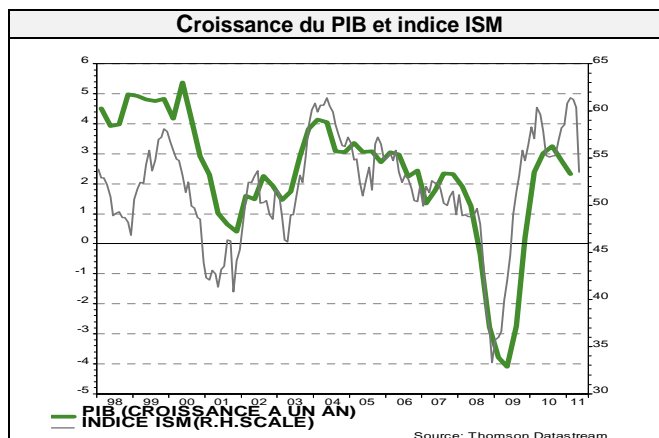
Depuis la sortie de récession, l'expansion du PIB est peu enthousiasmante (après lissage de sa volatilité). En effet la confiance des ménages est très faible, le taux de chômage est élevé (selon les normes américaines), les perspectives d'une sortie du secteur immobilier résidentiel de son profond marasme sont éloignées, enfin la situation désastreuse des finances publiques débouchera à un moment donné sur une cure d'austérité sévère.

Pour que l'optimisme revienne durablement, il faudrait au moins une stabilisation des prix immobiliers, un retour d'une croissance soutenue et durable de l'emploi, une réduction de l'endettement des ménages et un rétablissement des Finances Publiques. Cela ne devrait pas se produire d'ici fin 2013.

En conséquence, le PIB progressera de 2,4% en 2011 et de 2,6% en 2012, ce qui est loin d'être brillant selon les normes américaines.

L'inflation est réapparue, passant de 1,1% en novembre à 3,4% en mai. L'inflation est l'objet de forces contradictoires. D'un côté, il y a l'envol du prix de l'or noir, des prix des denrées alimentaires et des prix des produits en provenance de Chine. Mais d'un autre côté, les salaires n'accélèrent pas, le niveau préoccupant du chômage n'incitant pas aux revendications salariales. De plus le niveau du taux d'utilisation des capacités de production reste malgré tout très faible, ce qui n'incitera pas les entreprises à augmenter leurs prix.

Devant ces forces contradictoires, les perspectives en matière d'inflation sont controversées et incertaines. Elles le sont d'autant plus que les perspectives en matière de prix du pétrole sont assez aléatoires vu les tensions politiques dans les pays producteurs de pétrole. En définitive, selon notre scénario de base, le taux d'inflation passera de 1,6% en 2010, à 3% en 2011 et à 2% en 2012.



Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2010	2011	2012
PIB	2,9	2,4	2,6
Consommation privée	1,7	2,6	2,4
Investissements des entreprises	5,7	6,4	4,5
Construction résidentielle	-3,0	-1,5	2,6
Exportations	11,7	7,4	5,6
Importations	12,6	4,6	3,9
Taux d'inflation	1,6	3	2
Bal. opér. courantes (% PIB)	-3,2	-3,8	-3,7
Solde budgétaire (% PIB)	-10,6	-10,4	-8,5
Dettes publiques brutes (en % du PIB)	93,6	100,9	105,5
Taux d'épargne des ménages	5,8	4,9	4,9

Zone euro: la croissance économique ne répètera pas la performance du premier trimestre

Après avoir bondi au premier trimestre (+0,8% pour le PIB) grâce à l'impulsion des investissements et à la constitution des stocks, la croissance économique a ralenti au deuxième trimestre.

L'indicateur du sentiment économique, qui reflète l'évolution du PIB, a fléchi en mai pour le troisième mois consécutif et se situe à son niveau le plus bas depuis octobre 2010.

Les chiffres meilleurs que prévu concernant l'évolution du PIB au premier trimestre de cette année ont entraîné un regain de confiance chez les consommateurs. Mais ils n'ont jusqu'à présent pas entraîné d'augmentation spectaculaire de leurs dépenses, comme le montre l'évolution des ventes au détail et des ventes de voitures. En juin, la confiance a d'ailleurs légèrement fléchi à nouveau.

La production industrielle continue à grimper. Toutefois en dépit de cette bonne nouvelle, la confiance des entreprises a régressé en mai. C'est sans doute lié à l'évolution des carnets de commandes à l'industrie, qui étaient moins bien remplis en mai qu'en avril (tant les commandes à l'exportation que les commandes totales).

Les indices des directeurs des achats suggèrent un ralentissement manifeste de la croissance de l'activité dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services.

En avril, le nombre de chômeurs dans la zone euro a baissé pour le troisième mois de suite. C'est le troisième mois consécutif que le taux de chômage dans la zone euro demeure relativement stable à 9,9%.

L'inflation dans la zone euro a fléchi de 2,84% en avril à 2,73% en mai, tout en restant supérieure à l'objectif de la BCE (à savoir, 2%).

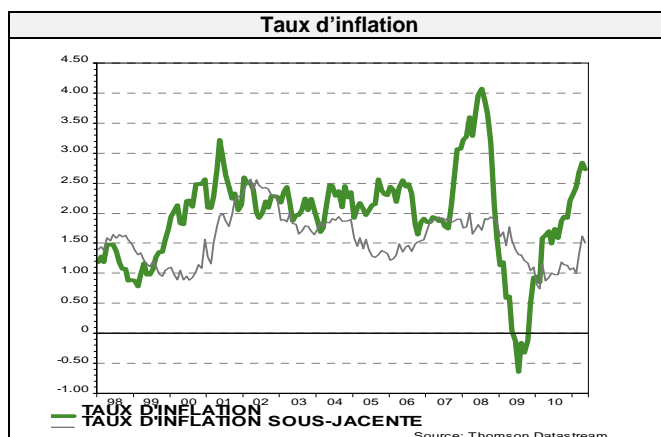
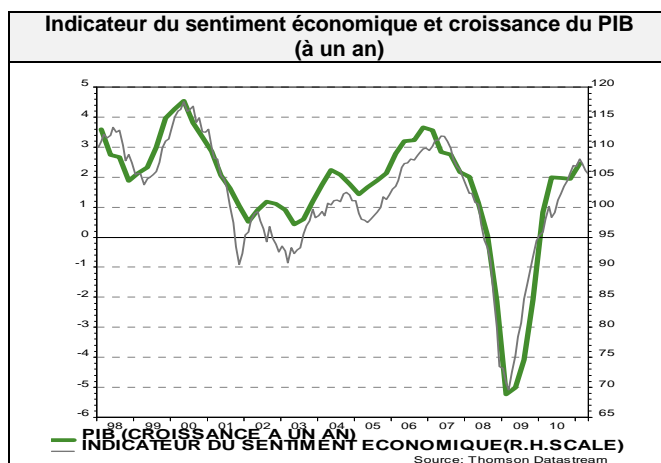
L'inflation structurelle, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, s'élève en mai à seulement 1,50%.

Il ne semble pas que l'inflation chutera rapidement pour atteindre la norme de la BCE.

En dépit de la correction des prix à la baisse en mai, les matières premières restent beaucoup plus chères qu'il y a un an (l'indice CRB dépasse encore de 34,5% celui de l'an dernier).

De plus, les taxes indirectes augmentent dans certains pays de la zone euro à la suite de l'assainissement budgétaire.

Mais nous ne nous attendons pas à un dérapage de l'inflation, car il existe également des facteurs qui vont tempérer l'inflation: l'appréciation de l'euro sur une base annuelle, le chômage élevé, la faible croissance de la consommation privée et les hausses salariales modérées (qui sont favorisées par le gel, voire même la diminution des salaires des fonctionnaires dans plusieurs pays de la zone euro).



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2010	2011	2012
PIB	1,7	1,9	1,7
Consommation privée	0,8	1,1	1,3
Investissements	-1,0	3,9	4,2
Exportations	11,1	6,8	4,5
Importations	9,3	6,5	5,0
Taux d'inflation	1,6	2,5	2,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	-0,7	-0,3

Matières premières: ample volatilité des prix

Après la réunion de l'OPEP le 8 juin, le prix du baril de pétrole brut (Brent) s'est de nouveau acheminé vers le seuil de 120 dollars. Les marchés financiers étaient déçus parce que le cartel pétrolier n'avait pas rehaussé son quota de production et ils anticipaient une augmentation de la demande de pétrole brut au second semestre de cette année. Quant à savoir si leurs attentes vont se réaliser, c'est une autre question. Ces derniers temps, l'incertitude relative à l'économie mondiale ne cesse de s'accroître. Et à juste titre, car l'économie mondiale enregistre cette année une croissance beaucoup moins forte que l'an dernier. Cela aura également un impact sur la demande mondiale de brut. Tant l'OPEP que l'Agence internationale de l'énergie tablent pour 2011 sur une augmentation de la demande mondiale de brut plus faible qu'en 2010.

Il convient quand même de nuancer l'absence d'augmentation du quota de production. En fait, depuis janvier 2009, les pays de l'OPEP (hormis l'Irak) produisent déjà plus de pétrole que ne leur permettent leurs quotas de production. Ces prochains mois, l'Arabie Saoudite et ses trois consorts (le Koweït, le Qatar et les Émirats arabes unis) vont sans doute augmenter leurs pompages. De ce fait, l'offre de pétrole brut restera à niveau, ce qui devrait apaiser l'inquiétude sur les marchés pétroliers.

Les stocks pétroliers sont encore bien garnis, tant aux États-Unis que dans les pays de l'OCDE. La résurgence de la crise grecque et la décision - le 23 juin, des 28 pays qui adhèrent à l'Agence internationale de l'énergie de libérer 60 millions de barils de leurs réserves stratégiques au cours des 30 jours à venir - ont repoussé les prix pétroliers vers le bas durant la 2^{ème} moitié du mois de juin.

La conjoncture moins dynamique, des stocks pétroliers bien remplis et une poursuite de l'augmentation de la production par les principaux pays de l'OPEP sont autant de facteurs qui expliquent que les prix du baril n'ont guère de potentiel haussier à court terme.

Mais il ne faut pas s'attendre à une baisse de ces prix à leurs niveaux du début de cette année tant que la guerre civile perdure en Libye.

En outre, la saison des ouragans a commencé le 1er juin dans le Golfe du Mexique et elle perdurera jusque fin novembre. Si cette région est fortement touchée par les ouragans, les prix du pétrole et du gaz naturel enregistreront de sérieuses fluctuations au cours des six prochains mois.

A long terme, les prix du brut vont poursuivre leur tendance haussière. Les champs pétroliers existants et faciles à exploiter s'épuisent. A l'avenir, le Japon pourra moins recourir au nucléaire pour son approvisionnement en énergie et devra recourir davantage à d'autres sources énergétiques, telles que le pétrole, le gaz naturel et le charbon.

La demande de pétrole provenant des pays asiatiques en pleine croissance (Inde et Chine) va continuer à grimper.

Les matières premières demeureront attractives pour les spéculateurs, en raison des taux d'intérêt très bas et de la protection qu'elles offrent contre un affaiblissement du billet vert et une éventuelle hausse de l'inflation.

Enfin, les développements socio-politiques dans les pays arabes producteurs de pétrole vont continuer à marquer leur empreinte sur les prix pétroliers. Si l'agitation contamine l'Arabie Saoudite et y interrompt la production, les conséquences sur les prix pétroliers ne seront pas négligeables.

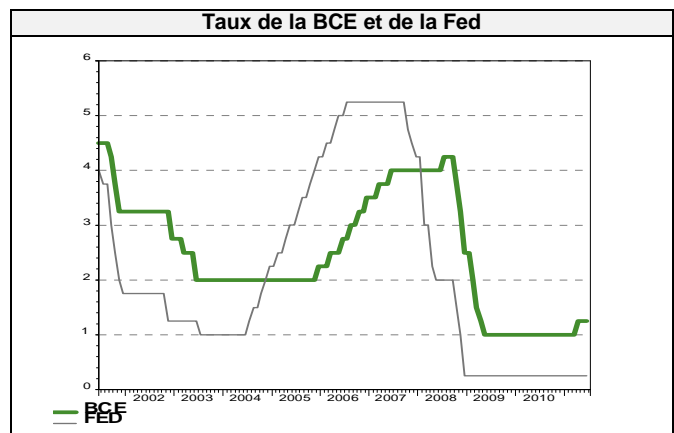
Taux à court terme

Lors de sa réunion de fin juin, la **Fed** n'a pas modifié son ton très accommodant. Elle a ainsi réaffirmé qu'elle maintiendra son taux directeur à un niveau exceptionnellement bas pour une période prolongée. Elle considère que l'expansion du PIB n'est pas satisfaisante. Elle n'est pas préoccupée par la poussée de l'inflation, car elle pense que cette poussée est temporaire.

Elle ne sera donc pas pressée de relever son taux directeur, et cela d'autant plus qu'il y a de nombreuses incertitudes concernant l'environnement international (persistance de la crise dans les pays périphériques de la zone euro; désastre japonais; évolution du prix du pétrole; ...). Les marchés ont revu leurs attentes de relèvements du taux directeur. Ils ont repoussé leurs attentes dans le temps, ne pensant plus à un relèvement en début d'année 2012 mais plus loin dans cette année.

Un relèvement interviendra en 2012. La date précise dépendra de l'évolution de l'économie et de l'inflation. Elle pourrait donc fluctuer encore largement.

Lors de sa dernière réunion, la Fed a décidé de ne pas prolonger son programme d'achat massif d'obligations du Trésor, car elle juge temporaire l'affaiblissement de l'économie durant la 1^{ère} moitié de l'année. La Fed n'exclut cependant pas une relance de ce programme d'achat massif d'obligations si les circonstances évoluent.



Lors de sa réunion de début juin, la **BCE** a laissé son taux directeur inchangé à 1,25%. Elle a cependant suggéré clairement qu'elle relèvera ce taux en juillet. Il y aurait alors un intervalle de 3 mois entre la hausse d'avril et celle de juillet. Elle ne s'est donc pas lancée dans un cycle de resserrements au rythme d'un relèvement des taux par mois. Elle laisse cependant la porte ouverte pour d'autres relèvements ultérieurs.

Courant 2012, elle pourrait arrêter son mouvement de relèvements des taux, car elle a publié des prévisions d'inflation rassurantes. Notons que l'appréciation de l'euro, malgré les tumultes dans les pays périphériques, est de nature à la rassurer et lui offre une marge de manœuvre.

Taux à long terme

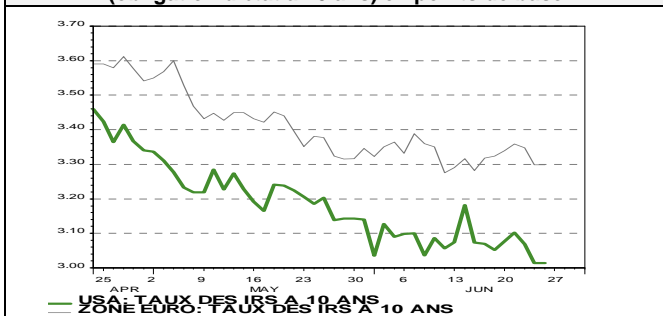
Aux **Etats-Unis**, le taux des IRS à 10 ans est redescendu nettement depuis début avril (de 3,67% le 11 avril à 3,01% le 24 juin) à mesure que des signes de plus en plus nombreux sont apparus qui montrent que l'économie déçoit et cela d'autant plus qu'au début de l'année, l'optimisme était élevé. L'annonce de la Fed, qu'elle maintiendra son taux de base à un niveau exceptionnellement bas pour une période prolongée, a aussi soutenu le marché obligataire. Pourtant d'une certaine manière, cette chute des taux longs peut étonner. En effet les achats massifs d'obligations du Trésor par la Fed se termineront d'ici fin juin. Dans ce contexte, la récente chute des taux est curieuse, à moins que les marchés considèrent que la Fed prolongera son programme d'achat massif d'obligations. Lors de sa réunion de fin juin, la Fed n'a pas exclu une reprise de ce programme si les circonstances le justifient. L'évolution future du taux des IRS à 10 ans est assez incertaine. Si la Fed prolonge ses achats massifs, le taux des IRS pourrait se stabiliser voire encore descendre. Par contre si ces achats ne sont pas prolongés, ce taux pourrait remonter si les investisseurs sont méfiants. Mais dans ce cas, la Fed manœvrera vraisemblablement en cas de montée trop prononcée des taux longs. Notons que la forte volatilité des taux, observée 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.

Dans la **zone euro**, la conjoncture montre des premiers signes d'essoufflement. En conséquence, le taux des IRS à 10 ans est revenu de 3,78% le 11 avril à 3,30% le 23 juin. Il a suivi partiellement la chute observée depuis début 2011 Outre-Atlantique. Il est vrai qu'il n'est pas impossible que la Fed poursuive ses achats massifs d'obligations au delà du 30 juin alors que de tels achats sont improbables en Europe. De plus le marché est sous la menace d'une hausse du taux directeur en Europe, ce qui n'est pas le cas aux USA.

En ce qui concerne l'avenir, notons que le taux des IRS à 10 ans est proche de la marge de fluctuation en vigueur il y a un an soit 3,4% / 3,9%. Il est à un niveau qui correspond assez bien à un scénario de croissance du PIB à une allure peu brillante. Ce taux incorpore déjà largement le durcissement attendu cette année du taux directeur de la BCE. C'est pourquoi ce taux devrait fluctuer entre 2,9% et 3,7% durant les prochains mois.

Ensuite une légère hausse à l'horizon d'un an est possible avec la poursuite du durcissement de la politique monétaire. Cette hausse sera limitée, car la conjoncture européenne ne sera guère enthousiasmante en 2012.

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



Marchés des changes: sous l'emprise de la crise grecque

L'euro a effectué un parcours capricieux. Dans un premier temps, une série de mauvais indicateurs économiques aux États-Unis, l'espoir d'un nouveau programme de soutien pour la Grèce et la perspective d'une nouvelle hausse de taux par la BCE en juillet ont permis à l'euro de gagner du terrain sur le dollar américain entre la dernière semaine du mois de mai et la première semaine du mois de juin. Ensuite les divergences entre les hommes politiques européens mais aussi avec la BCE concernant une solution pour la crise de la dette grecque ont entravé une appréciation de l'euro. La nouvelle dégradation du rating de la Grèce par Standard & Poor's le 13 juin et les tensions politiques et sociales croissantes en Grèce ont exacerbé l'inquiétude sur les marchés financiers et ont entraîné une dépréciation de la monnaie unique européenne. Enfin les marchés financiers ont poussé un soupir de soulagement après l'accord franco-allemand du 17 juin, ce qui a enrayeré la chute de l'euro.

Il est vraisemblable qu'à court terme, l'euro va continuer à enregistrer de fortes fluctuations par rapport au dollar. Il faut attendre pour voir si les nouvelles mesures de soutien à la Grèce et les résultats des tests de résistance pour les banques européennes vont suffire pour apaiser les marchés financiers.

A un peu plus long terme, la tendance haussière de l'euro demeure intacte selon notre scénario de base.

L'an prochain, la BCE durcira plus fortement sa politique monétaire que la Federal Reserve. L'écart croissant entre le taux à court terme européen et américain rend les investissements en euro relativement plus attractifs.

En outre, les gouvernements européens ont déjà pris des mesures énergiques pour réduire leur déficit budgétaire, ce qui n'est pas encore le cas aux États-Unis. Le déficit budgétaire américain (en termes de pourcentage du PIB) reste beaucoup plus élevé que la moyenne de la zone euro. La dette publique américaine (en pourcentage du PIB) continue à augmenter beaucoup plus fortement que celle de la zone euro.

Enfin, le déficit de la balance des opérations courantes avec l'étranger est bien plus élevé aux États-Unis qu'il ne l'est dans la zone euro, ce qui jouera aussi en défaveur du billet vert.

Selon notre scénario de base, il n'y aura pas de dérapage de la crise de la dette grecque ces prochaines années. Si ce scénario catastrophe devient réalité, l'euro se dépréciera rapidement et fortement par rapport aux autres devises à la suite d'une crise de confiance. Dans ce cas, la survie de la monnaie unique européenne sera remise en question. Mais il est impensable que les hommes politiques européens laissent les choses aller aussi loin et seront disposés à dynamiter l'Union monétaire européenne.

Achevé de rédiger le 24 juin 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 Eurostat