

Juin 2010

1. Etats-Unis: une reprise durable, mais peu enthousiasmante

L'idée, que la reprise de l'économie est durable, est l'objet d'un consensus de plus en plus large. La reprise, qui est partie du commerce extérieur, s'est en effet étendue à la consommation (malgré un contexte très difficile avec la chute des crédits, la montée du chômage et les saisies en masse d'habitation) et aux investissements des entreprises (malgré l'incertitude élevée et un taux d'utilisation des capacités de production particulièrement faible).

Des nuages assombrissent cependant à nouveau l'horizon:

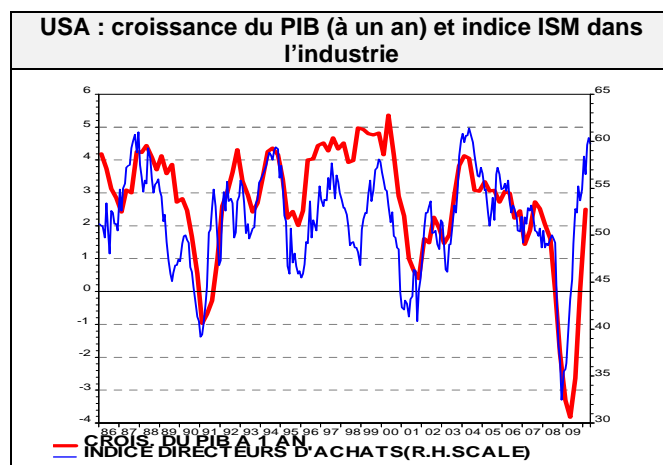
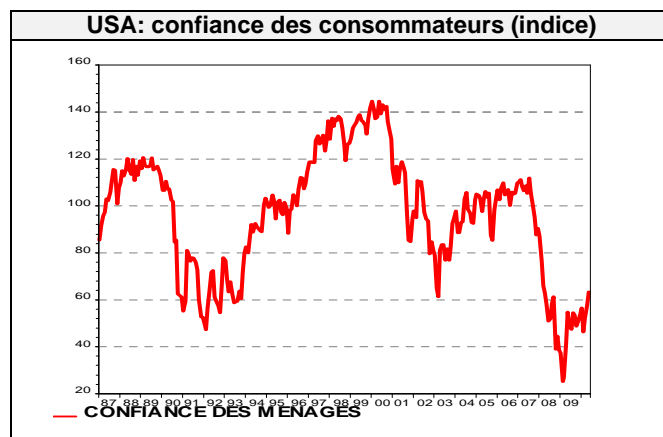
- Le gouvernement s'attaquera probablement après les élections sénatoriales de novembre à l'énorme déficit budgétaire (représentant 9,2% du PIB en 2010). Ce qui est en train de se passer dans plusieurs pays de la zone euro suggère que la pression des spéculateurs pourrait être très forte. L'austérité pèsera sur l'économie.
- Le dollar est en hausse et l'économie européenne a de plus en plus de mal à véritablement redécoller, ce qui fait grimacer les exportateurs américains.
- La confiance des ménages, qui ne redémarre toujours pas vraiment, demeure en berne. Les bourses sont nerveuses (ce qui affecte le moral des épargnants), le chômage est préoccupant et les saisies d'immeubles ne sont pas terminées.

Il ne convient cependant pas d'être trop pessimiste:

- Les revenus des ménages en termes réels ont tendance à se renforcer.
- La part des exportations américaines vers l'Union Européenne ne s'élève qu'à 19,4%, ce qui limite l'impact de la dépréciation de l'euro.
- Les bénéfices des entreprises ont presque retrouvé le niveau d'avant crise, ce qui leur permet d'investir à nouveau.

Les indicateurs les plus récents, comme l'indice ISM de l'activité dans l'industrie en mai, suggèrent que la reprise ne s'est guère enrayée au 2^{ème} trimestre.

C'est pourquoi après une croissance du PIB s'élevant à 2,9% en 2010, nous tablons sur un ralentissement à 2,3% en 2011. Nous nous situons pour 2011 assez nettement en dessous du consensus des économistes qui envisage une expansion du PIB s'élevant à 3,1% en 2011.



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

2. Zone euro: le consommateur redoute les mesures d'assainissement

Au premier trimestre de cette année, la croissance économique (sur une base trimestrielle) a surtout été liée à l'évolution des stocks et, dans une moindre mesure, à la hausse des dépenses publiques. La consommation privée a reculé, à l'instar des investissements. Comme la hausse des exportations a été moins marquée que celle des importations, le commerce extérieur n'a pas contribué non plus à la croissance économique.

Au deuxième trimestre, la croissance économique s'est maintenue. Même s'il a fléchi en mai, l'indice de sentiment économique dépasse toujours le niveau moyen du premier trimestre.

La consommation privée ne devrait pas s'améliorer sensiblement à court terme. En avril, les ventes au détail se sont effondrées et, en avril et mai, les ventes de voitures ont été plus faibles que le mois précédent.

Le taux de chômage élevé et les assainissements budgétaires annoncés réduiront le pouvoir d'achat des consommateurs. Cette année et la suivante, la consommation ne contribuera dès lors que modestement à la croissance économique.

Cette année, l'expansion du PIB sera surtout stimulée par la reconstitution des stocks. Les exportations maintiendront leur hausse soutenue, car les carnets de commandes s'étoffent de mois en mois. Les exportateurs profitent en effet de la relance de l'activité en Asie et aux États-Unis et de la dépréciation de l'euro. Mais l'effet favorable de la hausse des exportations sur la croissance du PIB sera neutralisé par l'augmentation des importations.

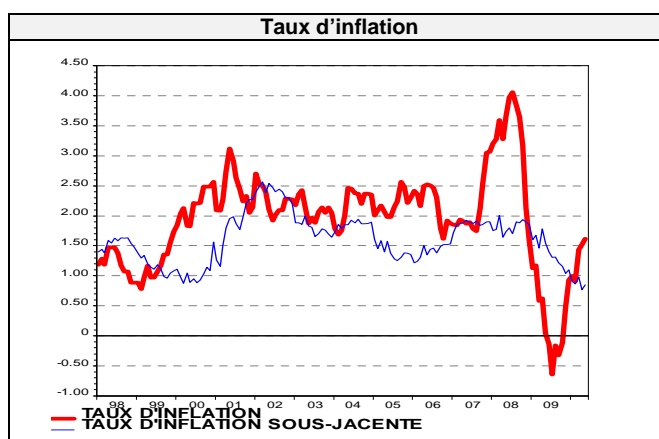
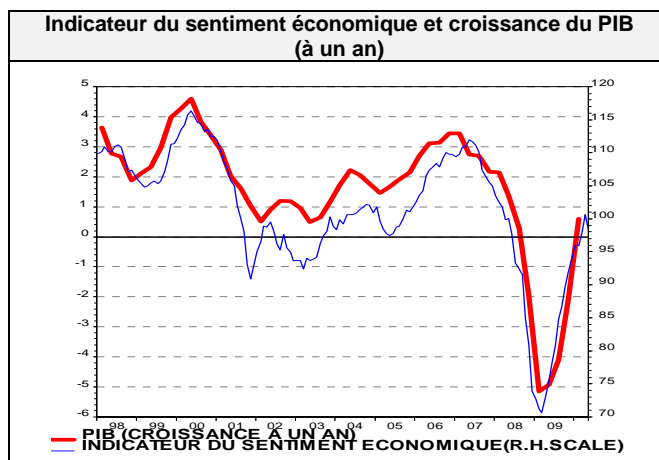
La montée des exportations et la constitution de réserves dopent la production industrielle. L'augmentation des commandes industrielles promet une nouvelle amélioration de la production durant les prochains mois.

La production accrue fait grimper le taux d'utilisation des capacités de production. Malgré cette embellie, il reste encore beaucoup de capacité inutilisée dans les entreprises, qui ne sont dès lors pas enclines à revoir de sitôt leurs investissements à la hausse.

L'inflation dans la zone euro a augmenté de 1,52% en avril à 1,62% en mai. La dépréciation de l'euro et la hausse du prix des matières premières (surtout l'énergie) font grimper les prix à l'importation. Cette hausse se répercute aussi sur les prix à la production. Le relèvement de la TVA en Espagne va entraîner une recrudescence de l'inflation non seulement en Espagne, mais aussi dans la zone euro.

Mais en dépit de cette pression haussière sur les prix, l'inflation restera relativement modérée. La faiblesse de la demande intérieure et du taux d'utilisation des capacités de production limite les possibilités qu'ont les entreprises de répercuter la hausse de leurs frais sur leur clientèle. Vu le chômage très élevé, les salaires augmentent, mais lentement. Et il en sera de même à l'avenir. Les accords salariaux récemment conclus confirment que la modération salariale restera de mise ces prochains mois.

L'évolution des salaires compensera quelque peu la dépréciation de l'euro et le prix plus élevé des matières premières. C'est pourquoi nous pensons que l'inflation se maintiendra en 2010 et 2011 sous la norme des 2% de la BCE.



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2009	2010	2011
PIB	-4,1	1,1	1,6
Consommation privée	-1,2	0,3	0,7
Investissements	-10,9	-2,3	3,1
Exportations	-13,2	7,4	5,9
Importations	-11,9	7,8	5,6
Taux d'inflation	0,3	1,7	1,8
Bal. opér. courantes (% PIB)	-0,6	-0,3	0,1

3. Matières premières: remontée des prix après la dégringolade de mai

Le cours du pétrole (Brent), qui, début mai, flirtait encore avec le seuil des 90 dollars, fluctue depuis la mi-mai entre 70 et 80 dollars le baril.

À court terme, il restera très instable, selon que l'aversion des investisseurs pour le risque augmente ou diminue. L'évolution du dollar par rapport à l'euro joue aussi un rôle. Une hausse du prix du pétrole ne se justifie pas sur la base de la demande, de l'offre et des stocks.

Il n'y a absolument pas de pénurie de pétrole brut pour l'instant. D'après les statistiques de Bloomberg, l'offre mondiale de pétrole contrebalance la demande. Selon l'Agence internationale pour l'Énergie (AIE), les stocks de pétrole dans les pays de l'OCDE se sont à nouveau renforcés en avril et en mai.

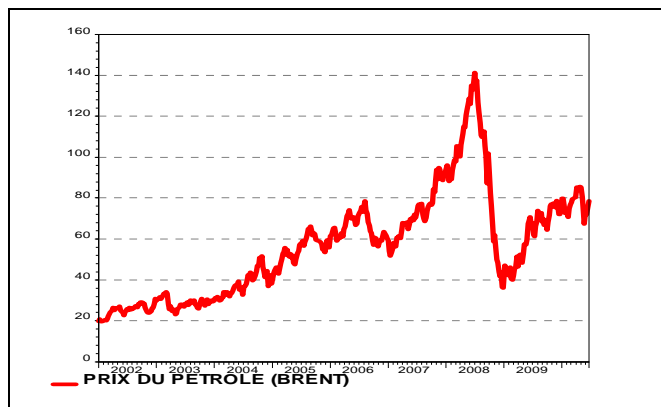
Les stocks américains de pétrole brut, d'essence et de produits raffinés (diesel et mazout) sont toujours très confortables.

Selon les estimations combinées de l'AIE et de l'OPEP, la croissance de la demande de pétrole brut ne sera pas exceptionnelle, cette année.

Dans le Golfe du Mexique, la saison des ouragans a commencé. Si les infrastructures pétrolières sont fortement endommagées, le cours du pétrole pourrait vite remonter en flèche. Mais ce sont surtout les investisseurs qui pourraient déclencher une montée du prix de l'or noir durant les douze prochains mois. Lorsque l'inquiétude relative aux finances publiques européennes se dissipera, les matières premières redeviendront intéressantes comme investissement alternatif. Ajoutons à cela que les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, optent de plus en plus pour les matières premières, comme diversification de leur portefeuille de placement.

Néanmoins si la demande mondiale en pétrole brut ne s'envole pas et que les stocks de pétrole restent très importants, le potentiel haussier du cours du pétrole restera limité durant les douze prochains mois.

De plus, l'OPEP, qui semble satisfaite des prix actuels, dispose encore d'une vaste capacité tampon (hors l'Irak 5,3 millions de barils par jour en mai). En cas d'interruption de la production, elle relèvera son quota de production, parce qu'un prix trop élevé risque de tuer dans l'œuf la relance économique précaire, et donc la demande en brut.



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

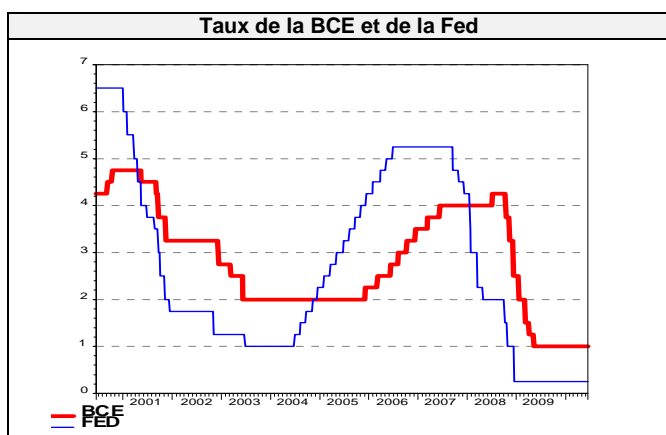
4. Taux à court terme

Lors de sa réunion du 23 juin, la **Fed** a réaffirmé qu'elle maintiendra le taux des Fed funds à un niveau exceptionnellement bas pour une période prolongée (à 0% / 0,25% depuis mi-décembre 2008). La résurgence de la crise financière en Europe l'inquiète. Cela la dissuade de relever ses taux d'intérêt malgré la confirmation de la reprise de l'économie américaine.

Pour l'avenir, il y a 2 scénarios:

- Selon le premier, l'actuelle méfiance des marchés financiers concernant l'endettement des Etats persiste et s'amplifie même peut-être. En conséquence, la Fed maintient ses taux au niveau actuel de quasi 0% en 2010, en 2011 et peut-être même en 2012.
- Selon le second, les marchés ont exagéré et la tension s'estompe graduellement à partir du moment que les investisseurs estiment que les niveaux des spreads de taux obligataires allemands d'un côté et espagnols, portugais, italiens, ... sont devenus attractifs. Toutefois vu les incertitudes et les conséquences des actuels remous, la Fed ne sera pas pressée de relever son taux directeur et agira plutôt en douceur.

Nous avons une préférence pour le 2^{ème} scénario.



Face à cette nervosité, la **BCE** hésite à prendre des décisions spectaculaires. Lors de sa réunion du 10 juin, elle a tout au plus décidé qu'elle accordera des fonds à 3 mois de manière illimitée et à taux fixe jusqu'à fin septembre. Elle est restée aussi très vague en ce qui concerne les achats d'obligations des Etats en difficulté (Grèce, Irlande, Portugal, ...).

Dans le communiqué, publié à l'issue de cette réunion, la BCE a maintenu son taux directeur à 1% et a suggéré qu'elle ne relèverait pas ses taux avant un certain temps. L'incertitude s'est enflée durant les dernières semaines, suite aux nouveaux tumultes financiers. Les programmes d'austérité font tache d'huile en Europe, ce qui représente un risque sérieux au niveau de l'expansion de l'économie. L'inflation est loin de poser un problème (l'inflation sous-jacente s'élevant à 0,9% en mai). Dans ce contexte, la BCE devra rester très accommodante pour une longue période

5. Taux à long terme

Sur le marché obligataire, l'évolution de la crise de l'endettement en Europe donne depuis mi-avril le ton. Après avoir testé le cap des 4%, début avril, le taux américain des IRS à 10 ans est redescendu brutalement pour atteindre 3,25% le 25 mai. Les marchés ne prêtent plus attention aux indicateurs qui montrent que la reprise se renforce. Ils apprécient que la menace d'un relèvement des taux directeur s'éloigne dans le temps. Ils sont aussi sensibles à la chute des bourses, qui détournent des capitaux vers le marché obligataire. Depuis lors le taux des IRS a tendance à se stabiliser à un bas niveau.

Durant les 12 prochains mois, une hausse modérée des taux obligataires peut être attendue:

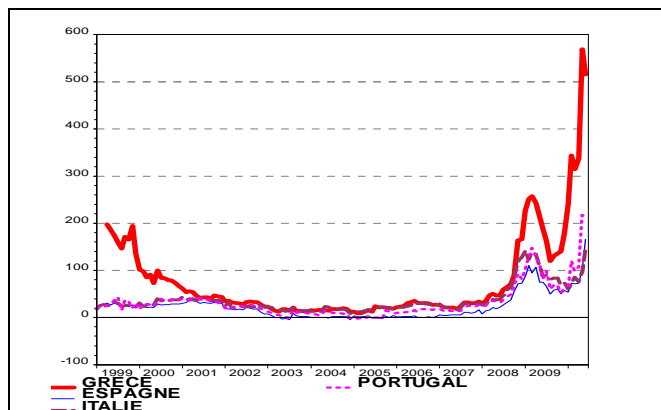
- Une correction à la hausse, qui pourrait être assez brutale, se produira en cas de dénouement favorable de la crise des Finances Publiques de la zone euro.
- La crise de l'endettement, qui dans un premier temps a poussé curieusement les taux américains vers le bas, pourrait dans un second temps pousser ces taux vers le haut. En effet les investisseurs internationaux (dont les banques centrales d'Asie) pourraient se méfier de l'énorme déficit budgétaire américain (pire que celui de la zone euro) et réclamer une prime de risque sur les obligations américaines.

La hausse des taux obligataires sera cependant modérée, car la reprise de l'économie deviendra moins vigoureuse l'année prochaine. De plus le taux directeur de la banque centrale américaine, même s'il est relevé, restera encore fort bas ce qu'appréciera le marché obligataire.

Dans la **zone euro**, le taux des IRS à 10 ans est tombé de 3,60% le 31 décembre à 2,90% le 26 mai, enfonçant son minimum historique de 3,13% atteint le 21 septembre 2005. Les craintes les plus folles circulent comme celle de l'implosion de la zone euro. Plus sérieusement les mesures d'austérité, mises au point en catastrophe dans de nombreux pays de la zone euro, déboucheront sur un refroidissement de l'économie. Les perspectives de relèvement des taux de la BCE sont reportées aux calendes grecques.

Durant les prochains mois, le taux des IRS se redressera alors que la crise s'estompera. A l'horizon de 12 mois, une hausse limitée peut être attendue alors que le taux correspondant américain se raffermira. De plus la méfiance vis-à-vis de l'euro pourrait inciter les investisseurs internationaux à retirer leurs fonds d'Europe ou du moins exiger une prime de risque sur l'ensemble des obligations européennes. Cette influence sera cependant tempérée par la faiblesse de l'inflation et par la montée persistante du chômage.

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



6. Marchés des changes: l'euro reste fragile

L'incertitude régnant sur les marchés financiers concernant les finances publiques européennes a fait plonger l'euro début juin vers son plus bas niveau noté depuis mars 2006. Depuis le 9 juin toutefois, l'euro a regagné un peu de terrain, notamment grâce au succès remporté par le placement d'obligations d'Etat par le Portugal, l'Espagne et l'Irlande.

Mais il y a aussi eu de moins bonnes nouvelles. Le 14 juin, l'agence de notation Moody's a une nouvelle fois revu à la baisse la notation de la Grèce.

A court terme, l'euro restera instable par rapport au dollar. D'ici juin 2011, nous prévoyons cependant une nouvelle dépréciation de la monnaie unique face au dollar. La crise financière n'est pas encore terminée (cf. les problèmes au sein du secteur bancaire espagnol et le cours élevé des CDS pour les banques européennes), ce qui pourrait exercer une pression baissière sur l'euro.

Vers la fin de l'année, les marchés financiers commenceront à anticiper un premier durcissement monétaire de la part de la Réserve fédérale (en mars 2011), alors que selon notre scénario, la BCE ne devrait procéder à une première hausse de son taux repo qu'en septembre 2011. L'écart entre les taux à court terme de la zone euro et des Etats-Unis va donc diminuer, ce qui, associé au renforcement de la croissance aux Etats-Unis, entraînera une hausse du billet vert par rapport à l'euro.

Pour autant, nous ne prévoyons pas que l'euro retombera au niveau de la parité avec le dollar à moins que la Grèce ou un autre Etat de la zone euro ne puisse honorer ses engagements et soit contraint à un rééchelonnement de sa dette.

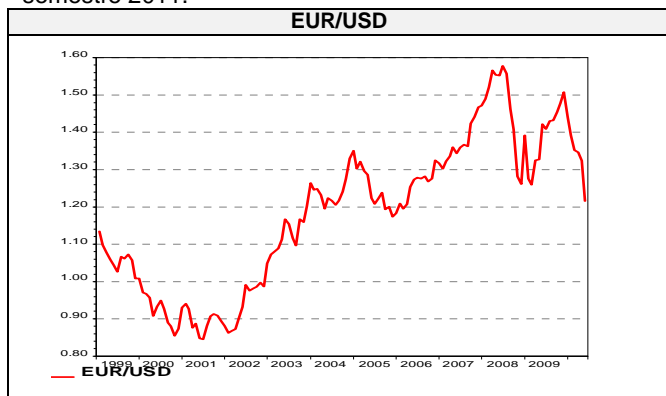
Les pays de la zone euro se sont attaqués plus tôt que les Etats-Unis à leurs déficits budgétaires et ont mis sur pied un mécanisme qui devrait empêcher une répétition de la crise grecque (renforcement du contrôle budgétaire, création d'un fonds de stabilisation qui gère le train de mesures d'aide de 750 milliards d'euros, etc.).

Aux Etats-Unis, le déficit budgétaire et la dette publique, en pourcentage du PIB, restent supérieurs à la moyenne de la zone euro (une donnée qui est carrément négligée par les marchés financiers). À court terme, il est peu probable que les Etats-Unis mettent en place des mesures radicales d'assainissement budgétaire compte tenu de l'élection des membres du Congrès en novembre.

En outre, le déficit de la balance courante américaine avec l'étranger est largement supérieur à celui de la zone euro.

Enfin, la position de l'euro en tant que monnaie de réserve ne semble pas menacée (cf. la confiance exprimée par la Chine et la Russie à l'égard de la monnaie unique).

Selon nous, il n'est dès lors pas exclu que l'euro, après une dépréciation au cours des douze prochains mois, s'apprécie à nouveau face au dollar au cours du second semestre 2011.



Achévé de rédiger le 24 juin 2010.

Rédaction: Jacques De Pover, Stefan Farkas.

Editeur responsable: Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Leuven.

Directeur de la Publication: Pascal Poupelle – Directeur de la publication – 1 passerelle des Reflets – La Défense 2 – TSA 92002 – 92919 LA DEFENSE Cedex

La reproduction d'éléments de cette publication est autorisée avec mention de la source. Les informations qui y figurent sont données à titre purement documentaire et ne peuvent engager notre responsabilité.