

SOMMAIRE

Edito : Comment résoudre les problèmes de dette publique ?	2
Ce que le Service de la Recherche a publié cette semaine	3
La météo économique de la semaine écoulée	4
Que s'est-il passé cette semaine ?	5
A quoi attribuer la meilleure résistance de l'économie française ? La France sauvée par ses handicaps structurels.	5
Où seraient la consommation des ménages et le PIB sans les politiques budgétaires ?	8
Pourquoi l'exigence de rentabilité déraisonnablement élevée du capital est-elle apparue et se maintient-elle ?	11
Images des économies en mouvement	14
Nos prévisions pour les principales statistiques de la semaine prochaine	15
Nos prévisions « Etats-Unis »	16
Nos prévisions « Europe »	17
Energie et matières premières	18
Métaux de base : l'année du tigre ?	18
Quid de l'évolution des marchés ?	20
Achetez de l'or !	20
Images des marchés en mouvement	22
Résumé de notre cadrage économique et financier international	23

EDITO

COMMENT RESOUDRE LES PROBLEMES DE DETTE PUBLIQUE ?

Nul ne peut sérieusement blâmer les gouvernements européens pour le soutien accordé aux économies durant cette crise. Les enseignements de la crise des années 30 nous ont justement montré que c'était la timidité des soutiens budgétaires de l'époque (ainsi que le manque de réactivité de la politique monétaire) qui avaient permis la mise en place d'une spirale déflationniste. Toutefois, avec des déficits qui devraient atteindre 7 % du PIB en moyenne en zone euro en 2009 et 2010 (8,2 % et 8,7 % en France) et une dette publique qui dépassera 85 % du PIB fin 2010 (comme en France), la question se pose de la durabilité de cette situation.

Au cours de l'histoire, les épisodes caractérisés par des niveaux de dette publique (rapportée à la richesse nationale) aussi élevés sont rares. Rares, mais pas inédits. La France possédait ainsi une dette qui représentait environ 90 % de son PIB au lendemain de la Guerre contre la Prusse (1871) et le Royaume-Uni, au sortir des guerres contre les armées napoléoniennes puis à l'issue de la Deuxième Guerre Mondiale, voyait son ratio dette / PIB approcher les 300 %. Il semble alors nécessaire de rappeler quelques stratégies qui ont été mises en place par les gouvernements au cours de l'histoire pour réduire ces ratios d'endettement.

Le premier mécanisme, le plus radical, consiste tout simplement à répudier, totalement ou partiellement, sa dette. Léon Say (le petit fils du célèbre économiste Jean-Baptiste Say), ministre des finances de la France au début des années 1880, convertit par exemple, de manière autoritaire, des rentes publiques à 5 % en rentes à 3 %. Cette mesure semble toutefois peu vertueuse de nos jours, tant sur le plan moral, que politique ou opérationnel (les Etats continuent d'avoir besoin des marchés pour se financer...). Le deuxième mécanisme, le plus connu, s'appuie sur une politique inflationniste pour rembourser une dette dont la valeur réelle s'érode alors profondément. On peut par exemple se souvenir des politiques menées par le gouvernement travailliste de C. Attlee au Royaume-Uni dans les années d'après-guerre. Néanmoins, l'impact de la globalisation sur les salaires, la faiblesse de la demande et l'indépendance des banques centrales semblent réduire nettement la probabilité d'une hausse forte de l'inflation¹ dans la période actuelle. Le troisième mécanisme, le plus vertueux, repose sur une croissance forte de l'économie qui permet de faire baisser le ratio dette / PIB par une forte hausse du dénominateur. On sait ainsi que c'est grâce à ce mécanisme que les Etats-Unis ont pu supporter l'énorme dette accumulée durant la Guerre de Sécession². Malheureusement, le désendettement probable et prolongé du secteur privé et l'atonie de la demande intérieure ne plaident pas pour une franche accélération de la croissance européenne dans les années à venir. Le quatrième mécanisme, le plus couteux, politiquement parlant, pour le gouvernement qui le met en place, consiste à dégager des excédents budgétaires, via une baisse des dépenses et / ou une hausse des recettes publiques, afin de rembourser la dette. Encore faut-il, pour que ce mécanisme fonctionne, que les taux d'intérêts ne soient pas trop élevés. Cette dernière stratégie a été mise en place dans plusieurs pays en difficultés budgétaires au cours des dernières décennies³. Des pays comme le Royaume-Uni (1993-2000) ou le Canada (1993-2000) ont ainsi fortement baissé leurs dépenses publiques. Il faut toutefois noter deux choses. D'une part, dans la plupart des cas, la baisse des dépenses publiques signifie principalement une baisse des investissements publics (ce qui peut pénaliser le potentiel de croissance du pays). D'autre part, ces politiques ont réussi car elles sont souvent intervenues dans un contexte économique favorable (baisse du taux d'épargne des ménages, hausse du crédit, politique monétaire accommodante, croissance mondiale, baisse du taux de change...). Toutefois, dans un contexte de faiblesse de la croissance et à l'heure où l'Allemagne semble rejoindre le camp des « laxistes » en matière budgétaire, l'hypothèse d'une baisse significative des dépenses publiques en Europe semble peu pertinente à court terme.

En conséquence, il semble bien que les gouvernements actuels vont repousser à plus tard la résolution de leurs problèmes budgétaires, profitant en cela de taux d'intérêt historiquement bas. Par cette attitude, ils ressemblent ainsi à leurs homologues japonais qui, bénéficiant depuis une dizaine d'années de taux inférieurs à 2 %, ont accumulé une dette dépassant 180 % du PIB (contre 55 % du PIB il y a quinze ans). N'oublions pas toutefois que, malgré cela, le Japon est le pays qui a connu l'une des croissances économiques les plus faibles du « monde développé ».

Alexandre Bourgeois

¹ Cf. Bourgeois A. (2009) : « Edito : Pourquoi ne pas croire à un retour de l'inflation en Europe ? », *Eco Hebdo n°15 et 156*, Natixis.

² Les faits et chiffres historiques cités ici sont empruntés à Jean-Marc Daniel, Professeur à l'ESCP.

³ Cf. Artus P. (2009) : « Consolidations budgétaires du passé : comment ont-elles été réalisées ? Dans quels cas réussissent-elles ? », *Flash n°455*, Natixis.

CE QUE LE SERVICE DE LA RECHERCHE A PUBLIE CETTE SEMAINE

PUBLICATIONS DE LA SEMAINE		DATE DE SORTIE
Flash Economie		
➔ N° 2009-517	Les tentatives désespérées pour faire baisser le taux d'épargne du Monde	20 nov
➔ N° 2009-518	La solidarité inter-générationnelle peut-elle survivre à la crise ? (ou bien : 4 à 1 pour les vieux contre les jeunes)	23 nov
➔ N° 2009-519	Quels seraient les prochains candidats en Asie-Pacifique à une hausse des taux d'intérêt ? Une analyse fondée sur les conditions monétaires	
➔ N° 2009-520	Une difficulté majeure pour les politiques budgétaires : la stimulation de l'économie est plus efficace avec des baisses d'impôts ; le rééquilibrage des finances publiques avec des baisses des dépenses publiques	
➔ N° 2009-521	Qu'est-ce qui est le plus en amont dans la crise ?	24 nov
➔ N° 2009-522	Les Banques Centrales vont-elles "tuer" les banques et les Etats ?	
➔ N° 2009-523	Que changerait la coordination mondiale des politiques économiques ?	
➔ N° 2009-524	La croissance durable est-elle compatible avec une économie « de qualité » ?	
➔ N° 2009-525	Le signe des externalités budgétaires dans la zone euro : une question très importante	
➔ N° 2009-526	Les Banques Centrales : sauveteurs ou provocateurs de crise ?	26 nov
➔ N° 2009-527	L'hypocrisie des Etats-Unis	27 nov
Special report		
➔ N° 2009-331	Croissance trop faible en 2010 : de quelles armes les gouvernements disposent-ils encore ?	20 nov
➔ N° 2009-332	Les prix des actifs : une vision de long terme	23 nov
➔ N° 2009-333	Peut-on prévoir le niveau et la pente de la courbe des points morts d'inflation ?	
➔ N° 2009-335	A quel niveau pourrait-on dire que les actions européennes deviennent trop chères ?	26 nov
➔ N° 2009-336	La Chine renforce la réglementation sur les mouvements des capitaux	
➔ N° 2009-337	Faut-il ou non investir en actions ? Trois arguments contradictoires	27 nov
➔ N° 2009-338	Jusqu'où peuvent monter les taux d'endettement publics ?	

Vous pouvez retrouver ces publications sur le site : <http://cib.natixis.com/activities/research/economic/publications.aspx>
 Pour vous abonner au site, vous pouvez nous contacter à l'adresse suivante : recherche-eco@natixis.fr

LA METEO ECONOMIQUE DE LA SEMAINE ECOULEE

Pays	Date de sortie	Indicateur	Période concernée		Chiffres observés	Précédent
Etats-Unis	23-nov	Ventes de logement existants	Octobre	M, annualisé	6,10	5,54
	24-nov	PIB - annualisé	T3 09	t/t / ga	2,8% / -2,5%	-0,7% / -3,8%
		S&P Case Shiller composite 20	Septembre	m/m / ga	0,3% / -9,4%	1,2% / -11,3%
		Confiance des ménages selon l'enquête du <i>Conference Board</i>	Novembre		49,5	48,7
	25-nov	Revenu des ménages	Octobre	m/m / ga	0,3% / -1,0%	0,2% / -1,6%
		Consommation des ménages		m/m / ga	0,7% / 0,9%	-0,6% / -0,5%
		Core PCE déflateur		m/m / ga	0,2% / 1,4%	0,1% / 1,3%
		Déflateur de la consommation		m/m / ga	0,3% / 0,2%	0,1% / -0,6%
		Commandes de biens durables	Octobre	m/m / ga	-0,6% / -11,9%	1,9% / -18,8%
		Commandes de biens durables hors transport		m/m / ga	-1,3% / -11,3%	1,8% / -16,3%
Ventes de logement neufs		Octobre	M, annualisé	430K	405K	
Japon		25-nov	Solde commercial	Octobre	Yen, Mds, cvs	419,1
	27-nov	Taux de chômage	Octobre		5,1%	5,3%
		Ratio (Offre/Demande) d'emploi			0,44	0,43
		IPC Tokyo core	Novembre	m/m / ga	0,0% / -2,2%	-0,2% / -2,4%
		IPC National core	Octobre	m/m / ga	-0,1% / -2,6%	0,0% / -2,7%
Zone euro	23-nov	PMI manufacturier, prévisionnel	Novembre		51,0	50,7
		PMI services, prévisionnel			53,2	52,6
		PMI composite, prévisionnel			53,7	53,0
	26-nov	Masse monétaire M3	Octobre	m/m / ga	-0,1% / 0,3%	-0,2% / 1,8%
		M3 - Moyenne mobile 3 mois		m/m / ga	-0,1 / 1,6%	0,1% / 2,5%
		Crédits au secteur privé		m/m / ga	-0,2% / -0,8%	0,1% / -0,3%
	27-nov	Climat des affaires	Novembre		-1,6	-1,8
		Confiance des ménages			-17,3	-17,7
		Sentiment économique			88,8	86,1
		Confiance dans l'industrie			-18,9	-20,9
Confiance dans les services				-3,9	-6,8	
Allemagne	23-nov	PMI manufacturier, prévisionnel	Novembre		52,0	51,0
		PMI services, prévisionnel			51,5	50,7
		PMI composite, prévisionnel			53,5	52,3
	24-nov	PIB	T3 09	t/t / ga	0,7% / -4,8%	0,4% / -5,8%
		Consommation privée		t/t / ga	-0,9% / 0,2%	0,6% / 1,4%
		Consommation publique		t/t / ga	0,1% / 2,5%	0,6% / 2,5%
		Investissement total		t/t / ga	1,3% / -8,9%	0,6% / -9,4%
		Exportations		t/t / ga	3,4% / -15,5%	-0,8% / -18,3%
		Importations		t/t / ga	5,0% / -10,2%	-5,4% / -11,6%
		IFO - climat des affaires	Novembre		93,9	92,0
		IFO - situation courante			89,1	87,4
		IFO - perspectives			98,9	96,8
	25-nov	GFK - confiance des consommateurs	Décembre		3,7	4,0
	26-nov	IPC, prévisionnel	Novembre	m/m / ga	-0,2% / 0,3%	0,1% / 0,0%
		IPCH		m/m / ga	-0,1% / 0,4%	0,1% / -0,1%
27-nov	Prix d'import	Octobre	m/m / ga	0,5% / -8,1%	-0,9% / -11,4%	
France	23-nov	PMI manufacturier, prévisionnel	Novembre		54,2	55,6
		PMI services, prévisionnel			60,4	57,7
	24-nov	Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie	Novembre		89,0	89,0
		Consommation des ménages en produits manufacturés	Octobre	m/m / ga	1,1% / 3,5%	2,4% / 1,1%
Italie	25-nov	Confiance des ménages	Novembre		112,8	111,7
		Ventes au détail	Septembre	m/m / ga	-0,1% / -1,6%	0,1% / -2,4%
	26-nov	Confiance dans l'industrie	Novembre		78,8	77,4
Espagne	26-nov	Ventes au détail réelles	Octobre	m/m / ga, ncvs	2,6% / -3,9%	4,8% / -3,4%
		Ventes au détail réelles corrigées		m/m / ga, cvs	3,9% / -2,7%	1,8% / -3,4%
	27-nov	IPCH	Novembre	m/m / ga	0,6% / 0,4%	0,7% / -0,6%
Royaume-Uni	25-nov	PIB	T3 09	t/t / ga	-0,3% / -5,1%	-0,6% / -5,5%
Suède	27-nov	PIB	T3 09	t/t / ga	0,2% / -5,0%	0,3% / -5,8%

Légende :

: Très bonne semaine
 : Bonne semaine
 : Semaine passable
 : Semaine difficile
 : Très mauvaise semaine

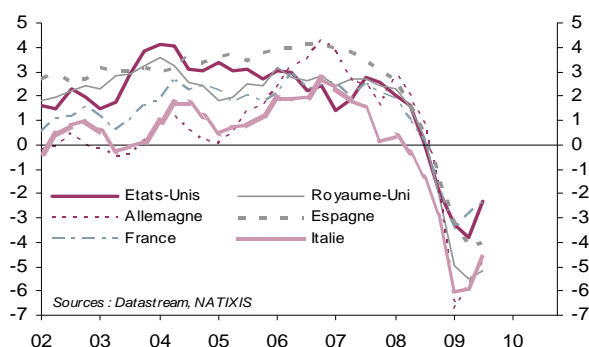
QUE S'EST-IL PASSE CETTE SEMAINE ?

À QUOI ATTRIBUER LA MEILLEURE RESISTANCE DE L'ECONOMIE FRANÇAISE ? LA FRANCE SAUVÉE PAR SES HANDICAPS STRUCTURELS.

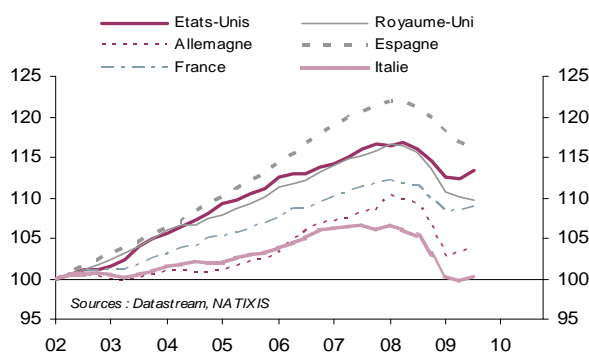
MEILLEURE RESISTANCE DE L'ECONOMIE FRANÇAISE

Nous comparons la France aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, à l'Allemagne, à l'Italie et à l'Espagne. L'évolution du Produit Intérieur Brut depuis le début de la crise (graphiques 1 a/b) montre clairement **une moindre perte d'activité en France**, surtout par rapport à l'Italie, à l'Allemagne et au Royaume-Uni.

Graphique 1 a
PIB en volume (GA en %)



Graphique 1 b
PIB en volume (100 en 2002:1)



Mais cette meilleure résistance peut être due à bien d'autres facteurs que les politiques mises en œuvre : une taille du choc plus faible, des caractéristiques structurelles qui rendent l'économie moins cyclique.

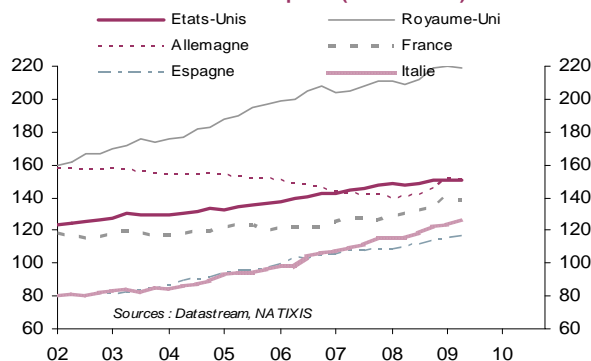
TAILLE DU CHOC

La crise est essentiellement liée à l'arrêt de l'endettement du secteur privé ; d'où la chute des postes de la demande liés au crédit. Moins la hausse de l'endettement soutenait la demande avant la crise, moins le choc est important.

La France est (à part l'Allemagne) le pays où la hausse des taux d'endettement jouait le plus faible rôle avant la crise (par rapport à l'Espagne et au Royaume-Uni en particulier (graphique 2)).

Graphique 2

Dettes du secteur privé (en % du PIB)



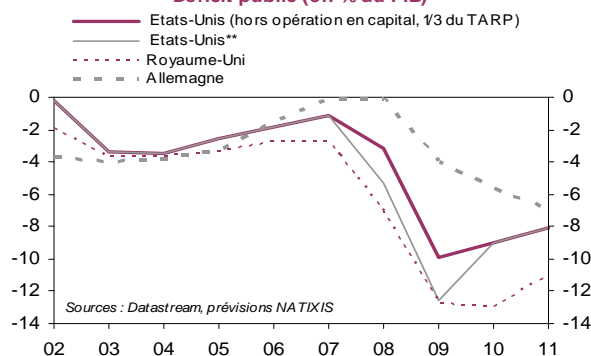
POLITIQUES CONTRACYCLIQUES

Les politiques monétaires sont évidemment les mêmes dans les pays de la zone euro, et ont été très semblables dans les pays de l'OCDE. Nous nous concentrons donc sur les politiques budgétaires.

Les graphiques 3 a/b montrent que l'ouverture du déficit public, entre 2007 et 2009, a été en France, plus forte que celles de l'Italie et de l'Allemagne mais plus faible que celles observées aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne.

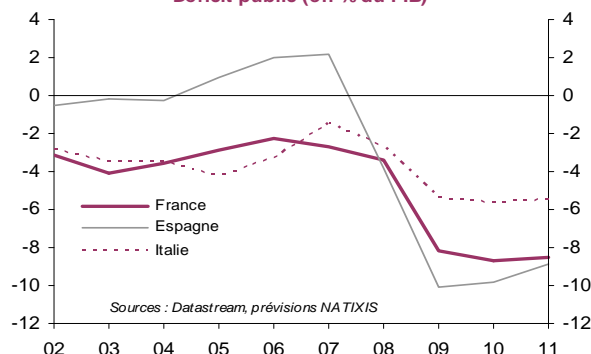
Graphique 3 a

Déficit public (en % du PIB)



Graphique 3 b

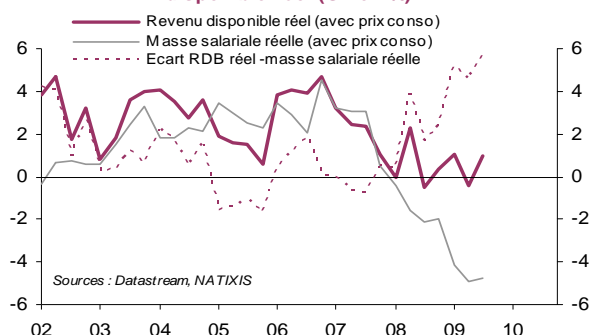
Déficit public (en % du PIB)



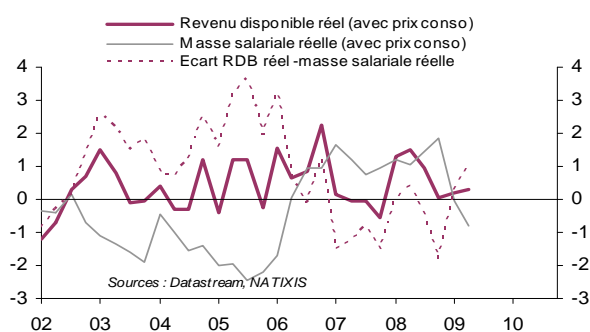
On peut aussi caractériser le rôle des politiques budgétaires par l'écart créé entre la progression du

revenu disponible des ménages et celle des salaires reçus par les ménages, qui reflète les effets des baisses d'impôts sur les ménages et des transferts publics aux ménages sur le revenu dépensable des ménages. On voit (graphiques 4 a à 4 c) que cet écart, à l'été 2009, est, sur un an, de près de 6 points aux Etats-Unis, 2 à 4 points au Royaume-Uni, 1 point en Allemagne, 2 points en France, 9 points en Espagne, 3 points en Italie.

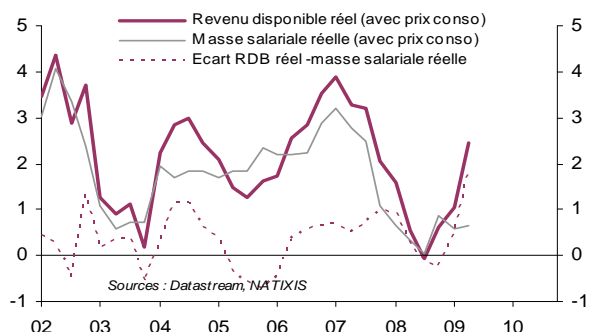
Graphique 4 a
Etats-Unis : Masse salariale réelle et revenu disponible réel (GA en %)



Graphique 4 b
Allemagne : Masse salariale réelle et revenu disponible réel (GA en %)



Graphique 4 c
France : Masse salariale réelle et revenu disponible réel (GA en %)



Au total, la France ne fait pas partie des pays qui ont le plus utilisé la politique budgétaire.

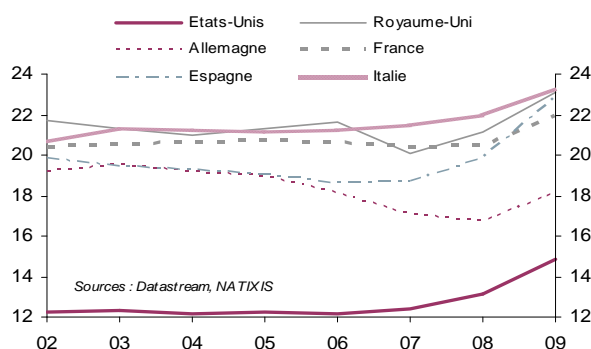
**CARACTERISTIQUES STRUCTURELLES
POUVANT RENDRE L'ECONOMIE MOINS CYCLIQUE**

1 - Liées aux transferts publics et à la taille des dépenses publiques

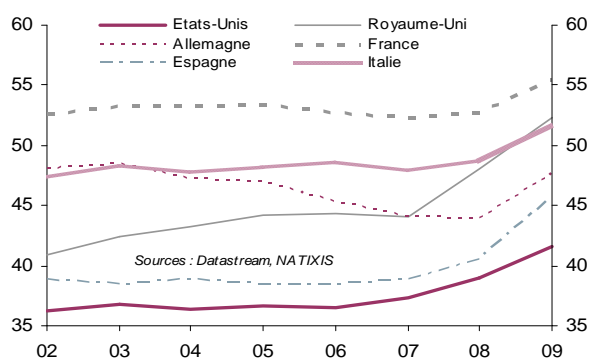
Si les systèmes de protection sociale (indemnisation du chômage, santé...) sont généreux et si la taille des dépenses publiques, qui sont de nature contracycliques, est grande, alors l'économie du pays sera assez peu cyclique.

La France fait (avec l'Italie) partie des pays où la taille des transferts publics aux ménages et des dépenses publiques est la plus élevée (graphiques 5 a/b).

Graphique 5 a
Transferts publics aux ménages (en % du PIB)



Graphique 5 b
Dépenses publiques totales (en % du PIB)

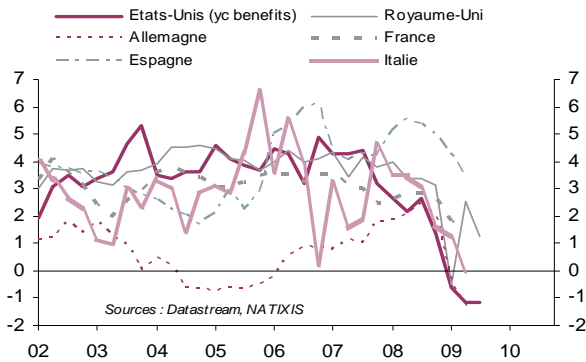


2 - Liées au fonctionnement du marché du travail

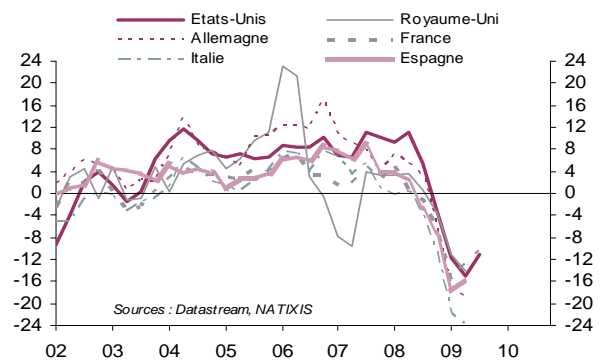
Si le fonctionnement du marché du travail est tel que les salaires ou l'emploi s'ajustent peu ou lentement, alors l'économie est peu cyclique. Un ajustement lent de l'emploi est repéré par un fort recul de la productivité du travail.

Le salaire nominal (graphique 6 a) ralentit moins en France qu'en Italie, en Allemagne, aux Etats-Unis ; la rigidité de l'emploi se situe dans une position intermédiaire : plus faible qu'au Royaume-Uni, en Italie, en Allemagne ; plus forte qu'en Espagne et aux Etats-Unis (graphiques 6 b/6 c).

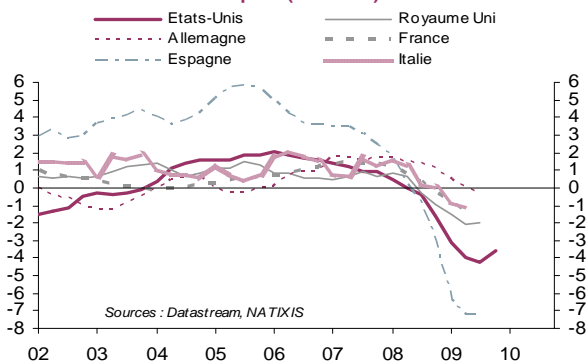
Graphique 6 a
Salair nominal par tête (GA en %)



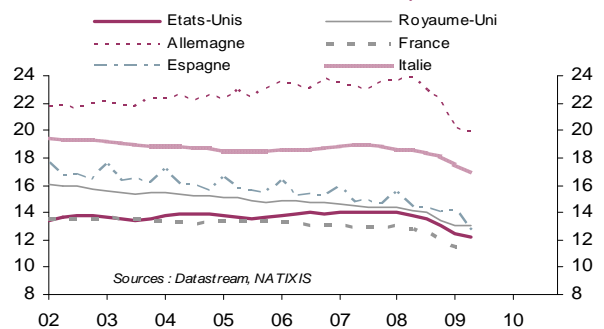
Graphique 7
Exportations (volume, GA en %)



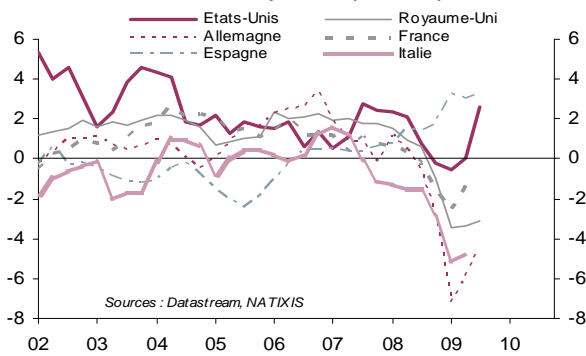
Graphique 6 b
Emploi (GA en %)



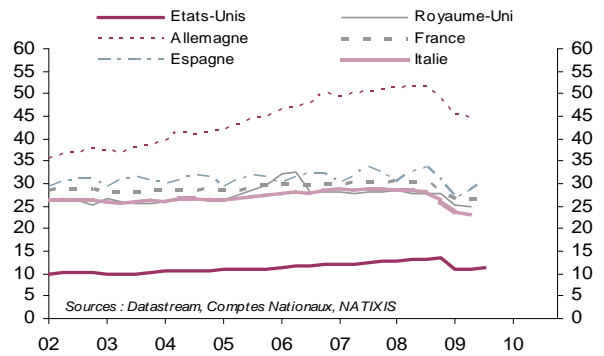
Graphique 8 a
Valeur Ajoutée Manufacturière (en Volume, en % du PIB en volume)



Graphique 6 c
Productivité par tête (GA en %)



Graphique 8 b
Exportations (volume, en % du PIB)



3 - Liées au poids de l'industrie et des exportations

La production industrielle montre beaucoup plus de variabilité que la production de services et les exportations que la demande intérieure (graphique 7). **Les pays avec un poids faible de l'industrie et des exportations ont donc des économies moins cycliques que ceux où ces poids sont élevés.**

Le poids de l'industrie est très faible en France (par rapport à l'Allemagne en particulier, graphique 8a) ; celui des exportations est intermédiaire (graphique 8 b), entre l'Allemagne d'un côté et les Etats-Unis de l'autre. Le poids de l'industrie est très faible en France (par rapport à l'Allemagne en particulier, graphique 8a) ; celui des exportations est intermédiaire (graphique 8 b), entre l'Allemagne d'un côté et les Etats-Unis de l'autre.

AU TOTAL, COMMENT PEUT-ON EXPLIQUER LA MEILLEURE RESISTANCE DE LA FRANCE DANS LA CRISE ?

Parmi les explications possibles, celles qui nous paraissent avoir joué un rôle dans la meilleure résistance de l'activité en France sont :

- la taille plus faible du choc en France avec le moindre recours à l'endettement avant la crise ;
- le poids élevé des transferts publics et des dépenses publiques, ce qui est stabilisant ;
- la faiblesse de la réaction des salaires au cycle ;
- le faible poids de l'industrie.
- ce qui est intéressant est que les 3 dernières explications sont en général perçues comme des handicaps structurels de la France.

Patrick Artus

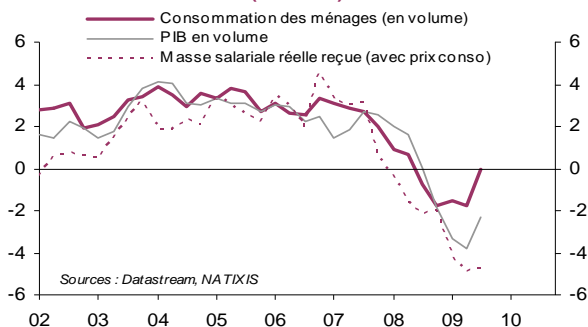
OU SERAIENT LA CONSOMMATION DES MENAGES ET LE PIB SANS LES POLITIQUES BUDGETAIRES ?

PIB, REVENUS SALARIAUX ET CONSOMMATION

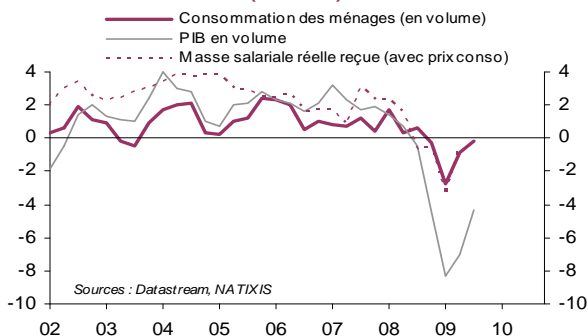
Nous comparons les évolutions du PIB, des revenus salariaux réels et de la consommation dans les grands pays de l'OCDE.

La consommation des ménages résiste mieux que le PIB aux Etats-Unis (graphique 1 a), au Royaume-Uni (graphique 1 b), en Allemagne (graphique 1 c), en France (graphique 1 d), en Italie (graphique 1 e), en Espagne (graphique 1 f), dans la zone euro (graphique 1 g), au Japon (graphique 1 h) et bien mieux que les revenus salariaux aux Etats-Unis (graphique 1 a), et au Japon (graphique 1 h), mieux que les revenus salariaux dans la période récente en Allemagne (graphique 1 c). C'est surtout l'écart consommation PIB qui est donc frappant.

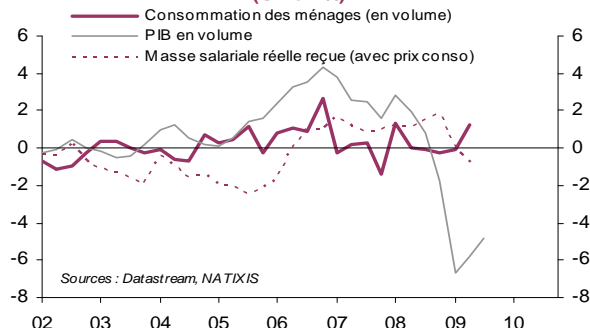
Graphique 1 a
Etats-Unis : Consommation, PIB et salaires (GA en %)



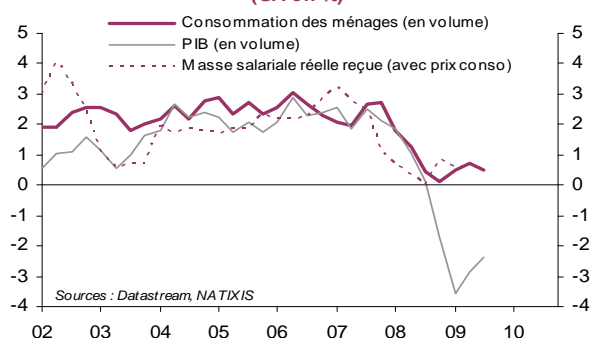
Graphique 1 b
Royaume-Uni : Consommation, PIB et salaires (GA en %)



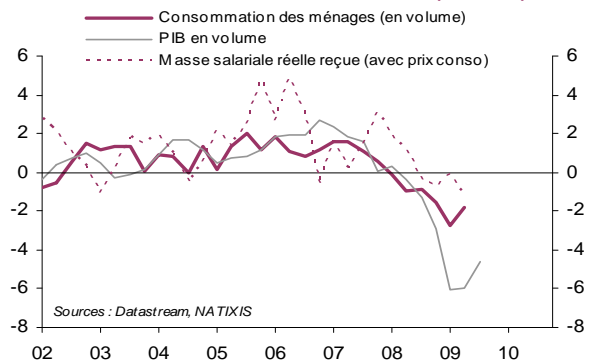
Graphique 1 c
Allemagne : Consommation, PIB et salaires (GA en %)



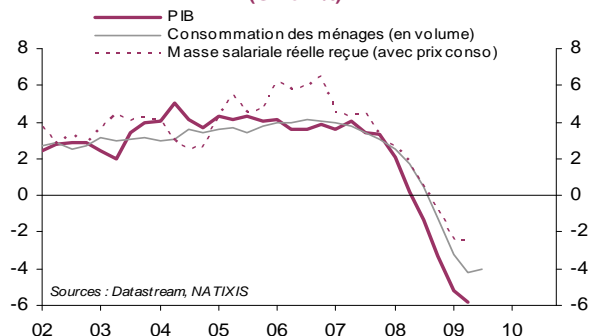
Graphique 1 d
France : Consommation, PIB et salaires (GA en %)



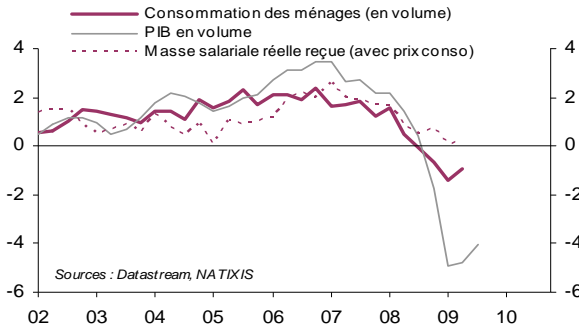
Graphique 1 e
Italie : Consommation, PIB et salaires (GA en %)



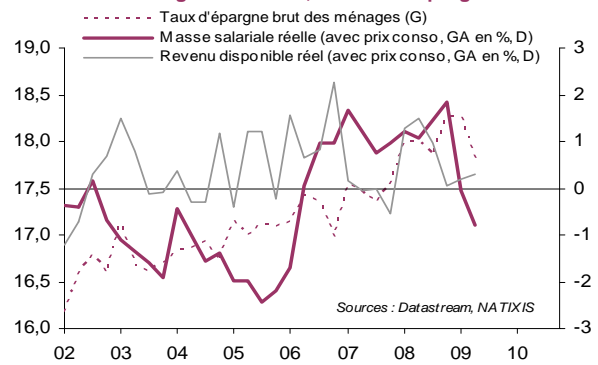
Graphique 1 f
Espagne : Consommation, PIB et salaires (GA en %)



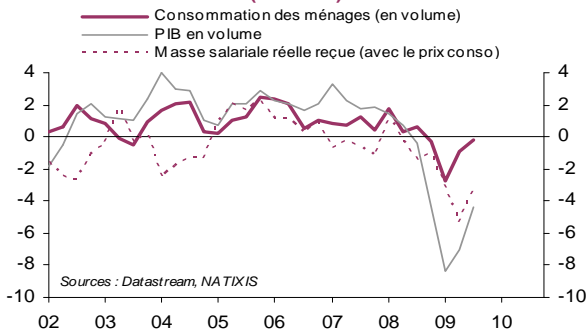
Graphique 1 g
Zone Euro : Consommation, PIB et salaires
(GA en %)



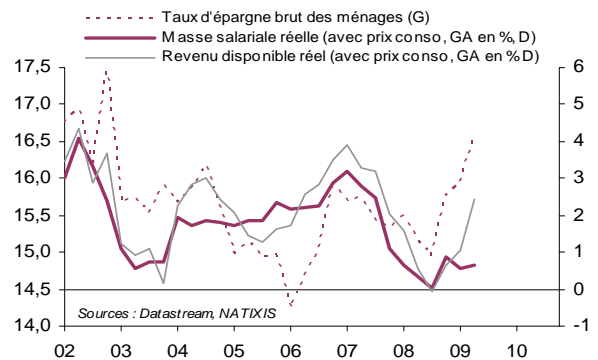
Graphique 2 b
Allemagne : Salaires, revenu et épargne



Graphique 1 h
Japon : Consommation, PIB et salaires
(GA en %)



Graphique 2 c
France : Salaires, revenu et épargne

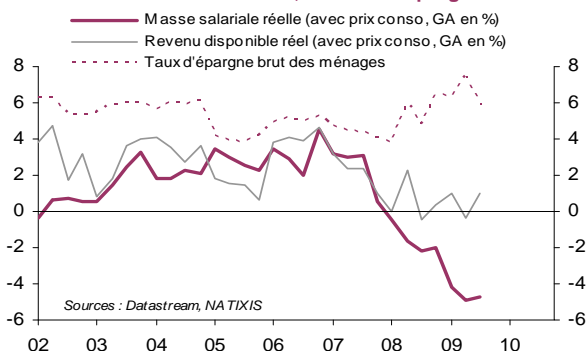


REVENUS SALARIAUX, TAUX D'EPARGNE ET REVENU DISPONIBLE DES MENAGES

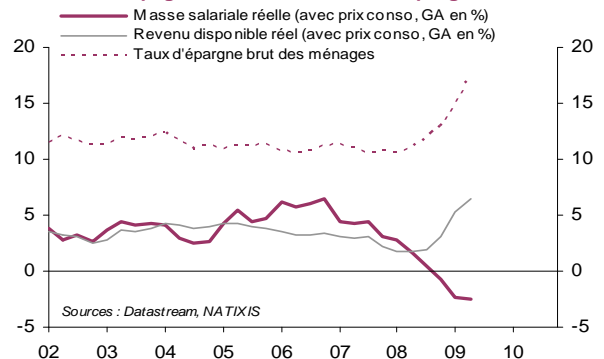
Nous regardons ici dans quelle mesure la robustesse de la consommation vient de ce que, malgré la remontée du taux d'épargne, **le revenu disponible des ménages a augmenté plus que leurs revenus salariaux**.

Le revenu disponible des ménages augmente depuis 2008 beaucoup plus vite que les revenus salariaux aux Etats-Unis (graphique 2 a), **au Royaume-Uni**, depuis le début de 2009 en **Allemagne** (graphique 2 b) et en **France** (graphique 2 c) ; depuis 2008 en **Italie**, en **Espagne** (graphique 2 d), dans la **zone euro**, au **Japon** (graphique 2 e). Le taux d'épargne des ménages remonte dans tous les pays.

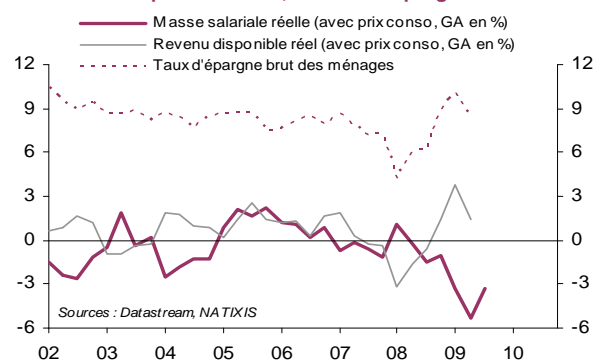
Graphique 2 a
Etats-Unis : Salaires, revenu et épargne



Graphique 2 d
Espagne : Salaires, revenu et épargne



Graphique 2 e
Japon : Salaires, revenu et épargne

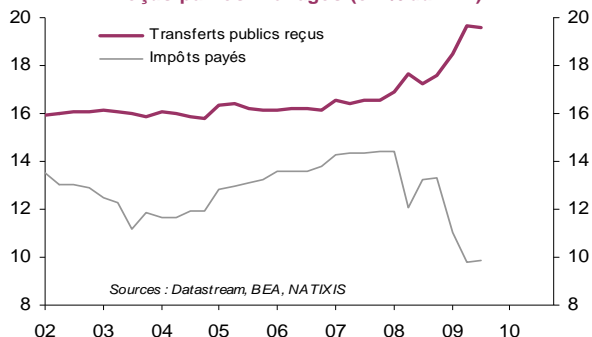


DEFICITS PUBLICS ET SOUTIEN DE LA CONSOMMATION

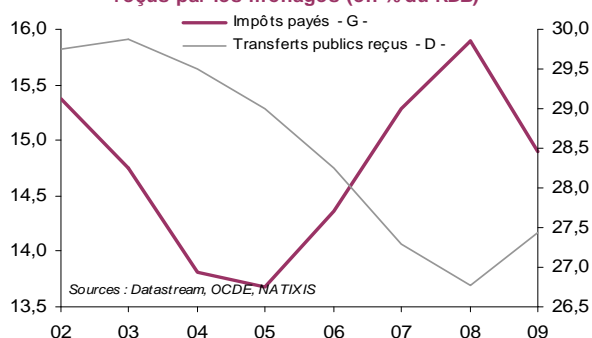
Les déficits publics ont donc joué un rôle essentiel dans le soutien de la consommation en déconnectant les revenus totaux des ménages de leurs revenus

salariaux par les baisses d'impôts et les hausses des transferts publics ; ce qu'on voit dans tous les pays (graphiques 3 a à 3 e).

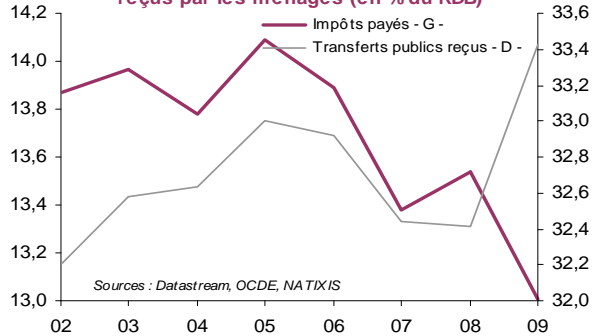
Gaphique 3 a
Etats-Unis : Impôts payés et transferts publics reçus par les ménages (en % du RDB)



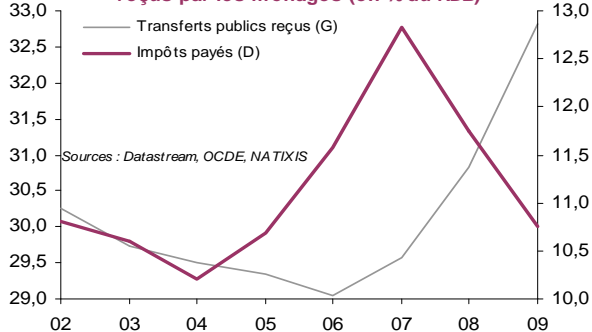
Gaphique 3 b
Allemagne : Impôts payés et transferts publics reçus par les ménages (en % du RDB)



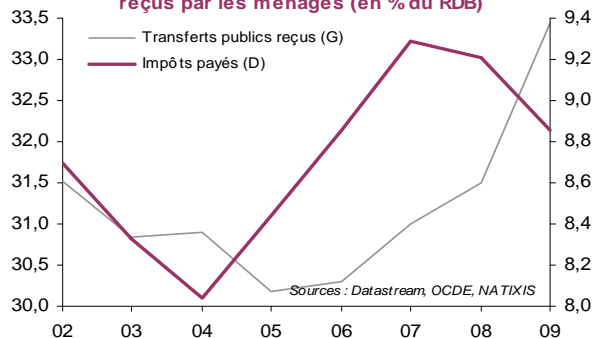
Gaphique 3 c
France : Impôts payés et transferts publics reçus par les ménages (en % du RDB)



Gaphique 3 d
Espagne : Impôts payés et transferts publics reçus par les ménages (en % du RDB)



Gaphique 3 e
Japon : Impôts payés et transferts publics reçus par les ménages (en % du RDB)

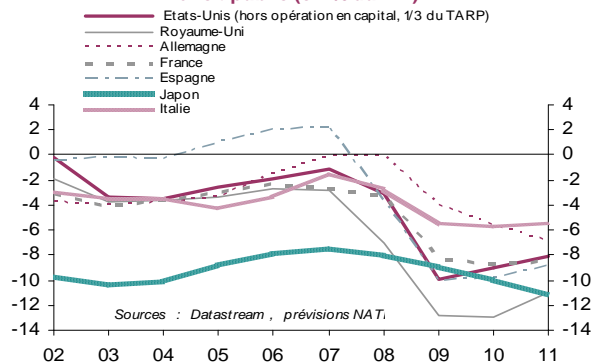


Sans ce soutien du revenu des ménages par les déficits publics, la croissance du PIB sur un an au 3^{ème} trimestre 2009 aurait été plus faible d'environ :

- 3,2 points aux Etats-Unis
 - 1,8 point au Royaume-Uni
 - 0,9 point en Allemagne
 - 1,1 point en France
 - 1,8 point en Italie
 - 5,0 points en Espagne
 - 1,3 point dans l'ensemble de la zone euro
 - 3,0 points au Japon
- ce qui est énorme.

On voit aussi le motif d'inquiétude pour le futur ; avec la stabilisation des déficits publics, (graphique 4), la consommation des ménages va progressivement évoluer comme les revenus salariaux, c'est-à-dire décroître fortement aux Etats-Unis (graphique 1 a), en Espagne (graphique 1 f), au Japon (graphique 1 h) décroître plus légèrement au Royaume-Uni (graphique 1 b), en Allemagne (graphique 1 c), en Italie (graphique 1 e), stagner en France (graphique 1 d), dans la zone euro (graphique 1 g), ou pire si les taux d'épargne des ménages continuent à augmenter.

Gaphique 4
Déficit public (en % du PIB)

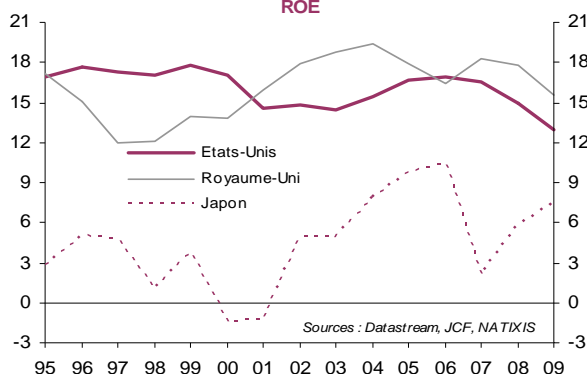


POURQUOI L'EXIGENCE DE RENTABILITE DERAISONNABLEMENT ELEVEE DU CAPITAL EST-ELLE APPARUE ET SE MAINTIEN-ELLE ?

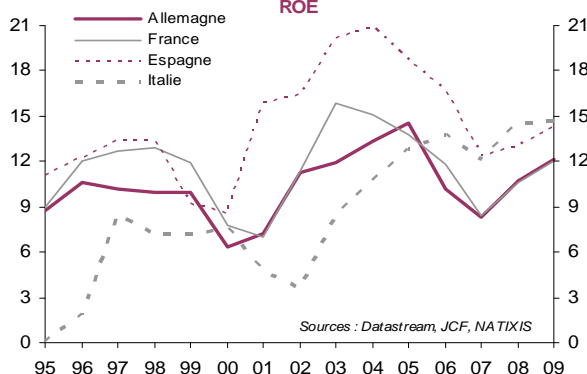
L'EXIGENCE DE RENTABILITE DU CAPITAL (DE ROE) EST ANORMALEMENT ELEVEE

On a vu apparaître depuis 20 ans **une norme extrêmement élevée de rentabilité du capital des entreprises** (graphiques 1a-b), de 15 à 18 % (plus faible au Japon).

Graphique 1a
ROE

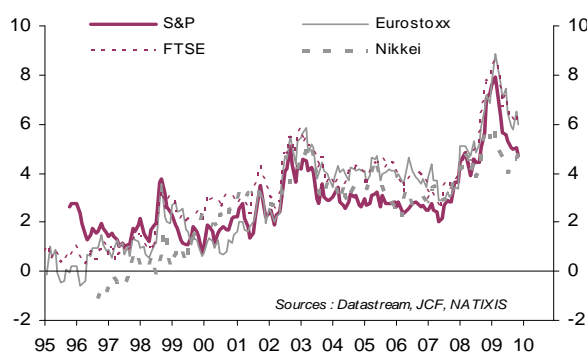


Graphique 1b
ROE

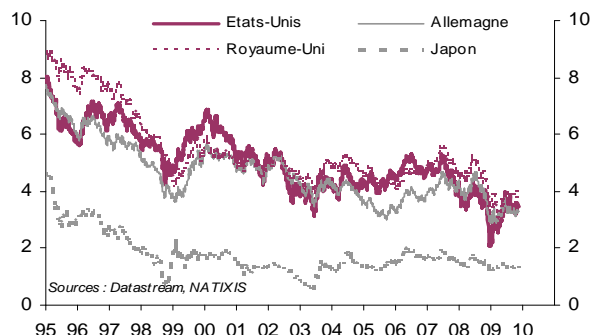


Le niveau objectif qui est atteint en dehors des périodes de récessions (18 %) est anormalement élevé. L'utilisation de modèles théoriques, ou l'observation du niveau de la prime de risque sur les actions (graphique 2) devrait conduire, compte tenu du niveau présent des taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques (graphique 3), à un RoE cible de l'ordre de 7 à 9%.

Graphique 2
Prime de risque des actions



Graphique 3
Taux d'intérêt à 10 ans d'Emprunts d'Etats

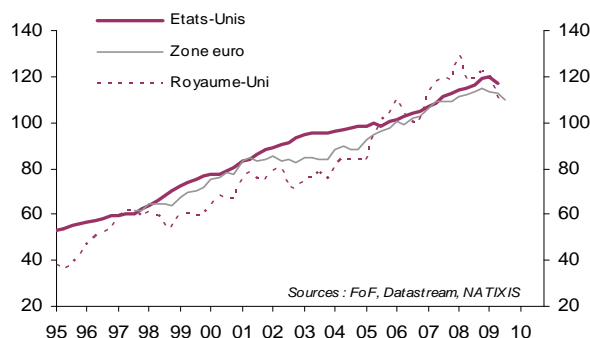


LES INCONVENIENTS D'UN OBJECTIF TROP ELEVE DE RENDEMENT DU CAPITAL

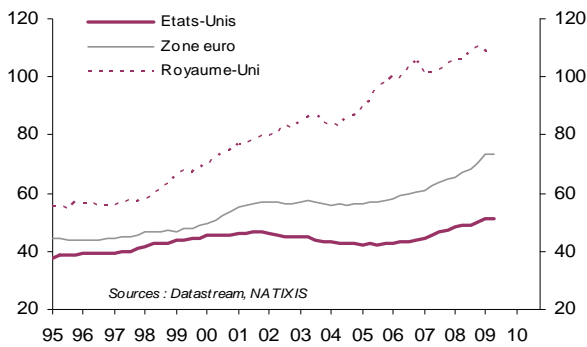
Ces inconvénients sont bien connus :

- **rejet des investissements à long terme ;**
- **excès de levier d'endettement** pour accroître le rendement des fonds propres des entreprises. Ceci s'est vu en Europe et aux Etats-Unis jusqu'à la crise pour **les banques** (graphique 4), **et pour les entreprises non financières** (en Europe sous la forme de la hausse des taux d'endettement, aux Etats-Unis sous la forme des rachats d'actions, graphiques 5a-b) ;
- **lorsque la croissance devient insuffisante, utilisation de la baisse des salaires pour accroître la profitabilité des entreprises** (donc la rentabilité de leur capital), ce qu'on voit depuis longtemps en Allemagne et au Japon (graphique 6a), ce qu'on voit depuis le début de la crise aux Etats-Unis (graphique 6b) et ce qui est en train de commencer dans l'ensemble de la zone euro.

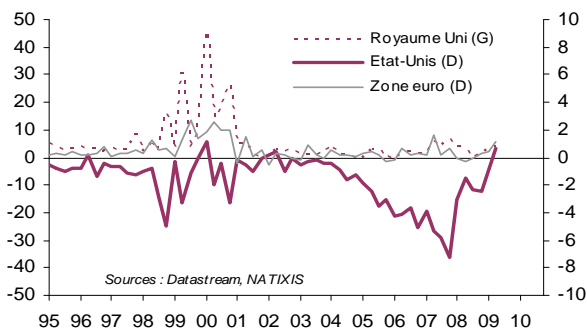
Graphique 4
Dette du secteur financier (en % PIB)



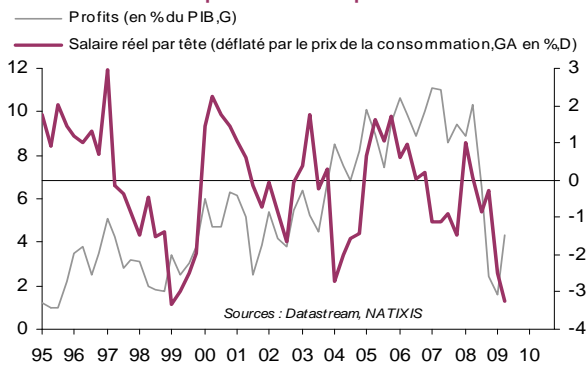
Graphique 5a
Dette des entreprises (en % du PIB)



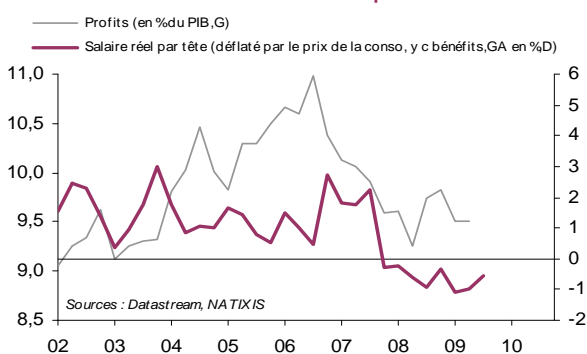
Graphique 5b
Emissions nettes d'actions par les entreprises non financières (en % du PIB)



Graphique 6 a
Japon : salaire et profit



Graphique 6 b
Etats-Unis : salaire et profit



POURQUOI LA RENTABILITE EXIGEE DU CAPITAL EST-ELLE ANORMALEMENT FORTE ?

Le maintien d'une rentabilité anormalement élevée du capital a donc des inconvénients majeurs, surtout dans la période de croissance modeste qui s'ouvre après la crise où elle force à réduire les salaires. **Mais pourquoi est-on parvenu à cette exigence excessive de RoE ?**

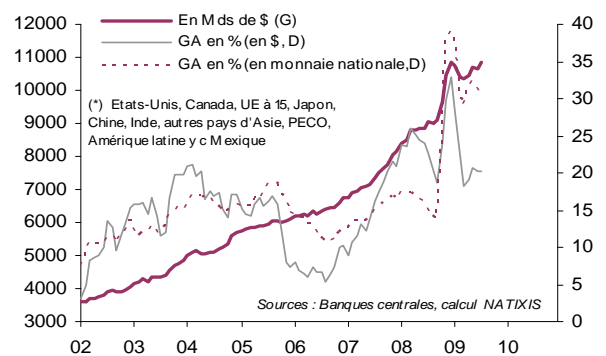
Nous proposons l'interprétation suivante :

➤ **la liquidité mondiale croît rapidement depuis les années 1990 (graphique 7)** en raison des politiques monétaires menées par les Banques Centrales des pays de l'OCDE (soutien de la croissance par le crédit) et des pays émergents et exportateurs de matières premières (soutien du dollar par l'accumulation de réserve de change) ;

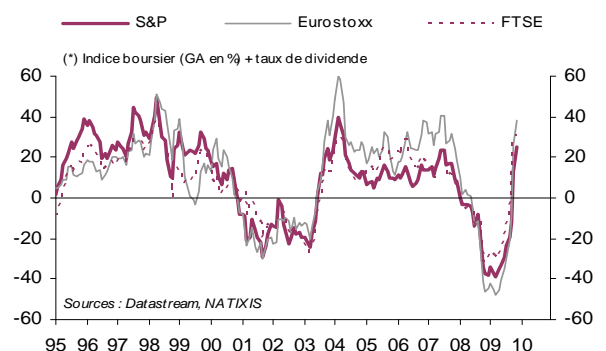
➤ **l'excès de liquidité a fait apparaître des bulles successives sur les prix des actifs : actions** dans la seconde moitié des années 1990, **immobilier** de 2002 à 2007, **actions et devises des émergents ainsi que matières premières** de 2003 à la mi-2008, puis à nouveau à partir du second trimestre 2009 ;

➤ **l'actif qui fait l'objet d'une bulle génère un rendement très élevé pour son détenteur (graphiques 8a-b-c) : 20 à 40 % pour les actions, 15 à 25 % pour l'immobilier, 50 % pour les actions des émergents en dollars, 40 à 80 % pour les prix des matières premières.**

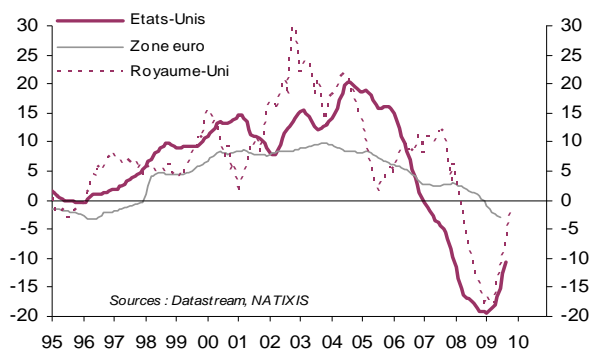
Graphique 7
Base monétaire mondiale (*)



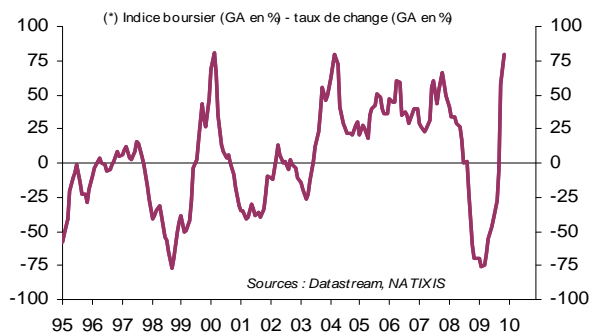
Graphique 8a
Rendement des actions*



Graphique 8b
Prix de l'immobilier (GA en %)



Graphique 8c
Rendement en dollar* des actions des émergents



Avec les bulles, les investisseurs ont à chaque instant accès à une classe d'actifs qui fournit un rendement très élevé.

Ils exigent alors des rendements similaires des autres actifs, d'où l'exigence de rendements anormalement élevés aussi sur le capital des entreprises.

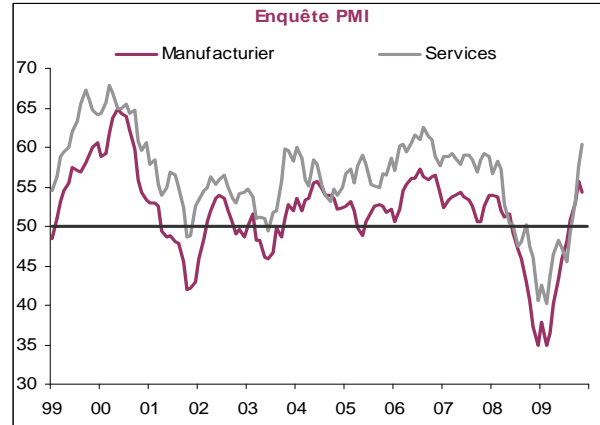
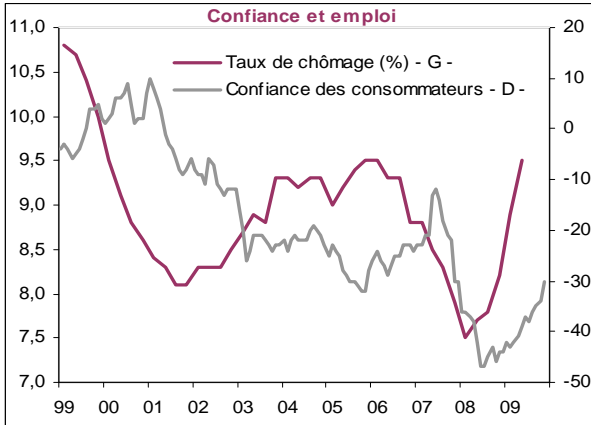
Le rendement obtenu sur « l'actif à bulle » (qui change dans le temps) définit donc la norme de rendement.

Ce serait donc bien, d'après cette hypothèse, l'excès de liquidité chronique qui aurait fait apparaître les RoE trop élevés.

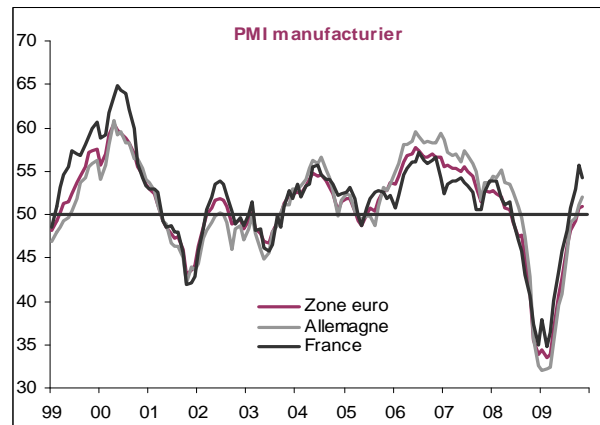
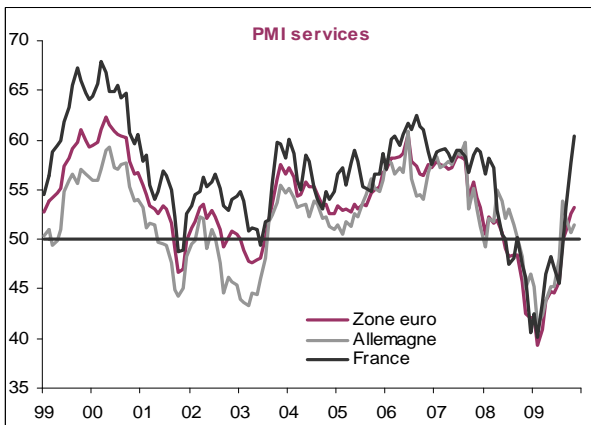
Patrick Artus

IMAGES DES ECONOMIES EN MOUVEMENT

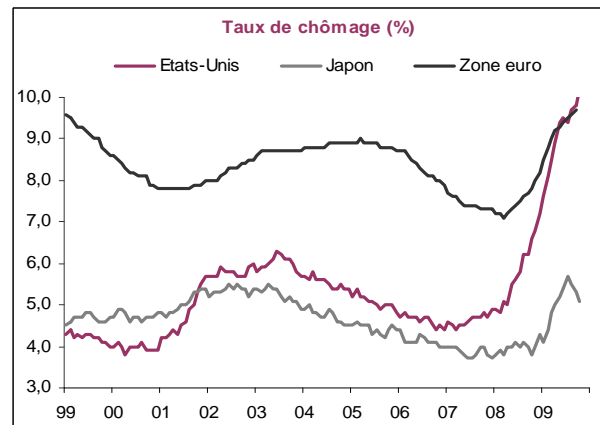
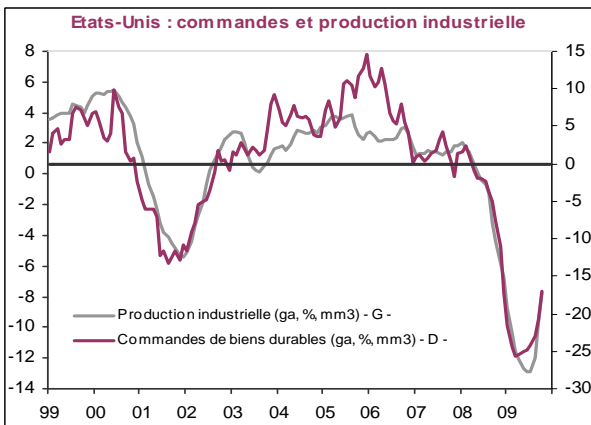
FRANCE



ZONE EURO



MONDE



Sources : Eurostat, INSEE, Markit (Formerly NTC), Federale Reserve, Dpt of Commerce Bureau of Census, Ministry of Internal Affairs & Communic, Datastream, Natixis

NOS PREVISIONS POUR LES PRINCIPALES STATISTIQUES DE LA SEMAINE PROCHAINE

Date de sortie	Heure de sortie	Pays	Indicateur	Période concernée	Unité	Précédent	Prévision Consensus	Prévision Natixis	
30-nov	00:50	Japon	Production industrielle	Octobre	m/m / ga	2,1% / -17,3%	2,5 / --	2,0% / 12,7%	
	06:00		Mises en chantier de logements	Octobre	ga	-37,0%	-33,5%	-32,9%	
	10:30	Royaume-Uni	Nombre de prêts immobiliers accordés	Octobre	'000	56,2K	56,0%	53,0K	
	11:00	Zone euro	IPCH - estimation rapide	Novembre	m/m / ga	0,1% / -0,1%	-- / 0,5%	0,3% / 0,6%	
	11:00	Italie	IPC	Novembre	m/m / ga	0,1% / 0,3%	0,2% / 0,8%	0,1% / 0,7%	
			IPCH		m/m / ga	0,4% / 0,3%	0,1% / 0,8%	0,1% / 0,8%	
01-déc	09:15	Espagne	PMI manufacturier	Novembre		46,3	--	47,0	
	09:45	Italie	PMI manufacturier	Novembre		49,2	50,0	49,5	
	09:50	France	PMI manufacturier	Novembre		55,6	54,2	54,2	
	09:55	Allemagne	Taux de chômage	Novembre		8,1%	8,1%	8,1%	
			Variation du nombre de chômeurs		m/m, '000	-26K	0K	-10K	
			Chômeurs enregistrés, cvs		millier	3427	--	3417	
			PMI manufacturier	Novembre		51,0	52,0	52,0	
	10:00	Zone euro	PMI manufacturier	Novembre		50,7	51,0	51,0	
	10:30	Royaume-Uni	PMI manufacturier	Novembre		53,7	53,8	53,7	
			Prix immobiliers Nat'wide	Novembre	m/m / ga	0,4% / 2,0%	0,3% / 2,4%	0,2% / 2,4%	
	11:00	Zone euro	Taux de chômage	Novembre		9,7%	9,8%	9,8%	
	16:00	Etats-Unis	ISM manufacturier	Novembre		55,7	54,8	55,2	
		Ventes en attente de logements	Octobre	m/m	6,1%	-0,8%	-3,0%		
02-déc	09:00	Espagne	Variation du nombre de chômeurs	Novembre	m/m, '000	98,9K	--	117K	
	10:30	Royaume-Uni	PMI Construction	Novembre		46,2	46,5	46,5	
	14:15	Etats-Unis	Emploi ADP	Novembre		-203K	-155K	-135K	
03-déc	08:45	France	Taux de chômage en métropole	T3 09		9,1%	--	9,3%	
			Taux de chômage (France entière + DOM TOM)			9,5%	--	9,7%	
	09:15	Espagne	PMI services	Novembre		47,7	--	45,5	
	09:45	Italie	PMI services	Novembre		52,2	52,3	52,5	
	09:50	France	PMI services	Novembre		57,7	60,4	60,4	
	09:55	Allemagne	PMI services	Novembre		50,7	51,5	51,5	
	10:00	Zone euro	PMI services	Novembre		52,6	53,2	53,2	
			PMI composite			53,0	53,7	53,7	
	10:30	Royaume-Uni	PMI services	Novembre		56,9	57,0	57,0	
	11:00	Zone euro	PIB	T3 09	t/t / ga	-0,2% / -4,8%	0,4% / -4,1%	0,4% / -4,1%	
			BCE : annonce des taux d'intérêt	Décembre		1,0%	1,0%	1,0%	
	14:30	Etats-Unis	ISM non manufacturier	Novembre		50,6	51,3	51,5	
	04-déc	09:00	Espagne	Production industrielle CJO	Octobre	m/m / ga, cjo	40,4% / -12,5%	--	2,0% / -9,1%
		14:30	Etats-Unis	Taux de chômage	Novembre		10,2%	10,2%	10,2%
				Emploi dans le secteur non agricole			-190K	-118K	-115K
		Salaires horaires		m/m / ga	0,3% / 2,4%	0,2% / 2,2%	0,2% / 2,3%		
30-nov-05-déc		Allemagne	Ventes au détail	Octobre	m/m / ga	-0,2% / -3,2%	0,5% / --	0,5% / -3,1%	

N.B. : Nos prévisions sont établies à partir d'équations économétriques, agrémentées éventuellement d'un ajustement qualitatif, établi en fonction de certains éléments exogènes, non-pondérables statistiquement (e.g. l'impact d'une grève ou de conditions climatiques défavorables sur les statistiques de l'activité industrielle ou de l'emploi)

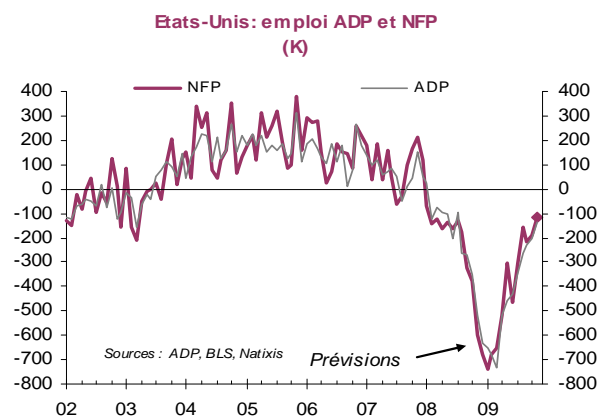
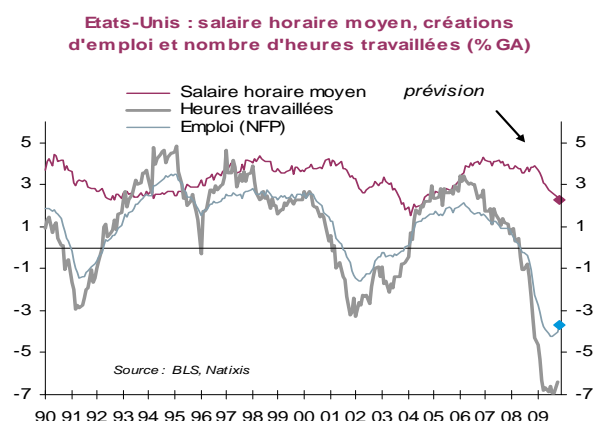
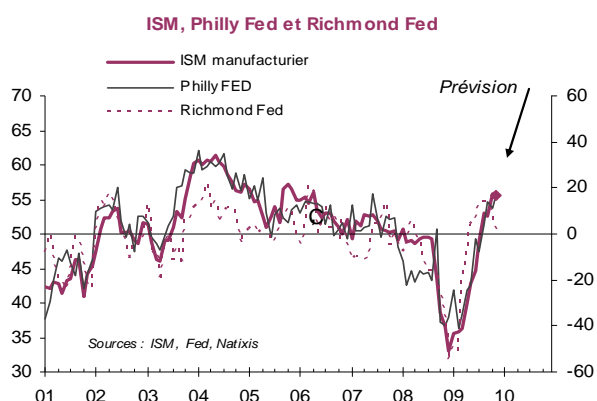
NOS PREVISIONS « ETATS-UNIS »

Semaine chargée sur le front des publications macroéconomiques. Les marchés suivront avec attention le rapport sur l'emploi de novembre, les destructions d'emploi devraient continuer de diminuer mais le taux de chômage devrait rester au même niveau. Les enquêtes ISM seront mitigées avec une accélération de l'activité dans le secteur des services mais un développement moins rapide dans l'industrie. Sont également attendus : le Beige book, les chiffres des ventes de logements en attente et de la construction ainsi que la version révisée du rapport sur la productivité du T3.

Etats-Unis : les enquêtes ISM montreront un resserrement de l'écart entre l'indice du secteur manufacturier celui du secteur des services. En effet, l'ISM manufacturier devrait légèrement reculer, de 55,7 à 55,2 : les indices « production » et « emploi » devraient augmenter (respectivement à 65 et 54) tandis que les indices « nouvelles commandes » et « livraisons » risquent de reculer à nouveau. L'indice de stock devrait continuer sa remontée à 47. L'ISM non-manufacturier composite pourrait en revanche rebondir à 51,5, suite au léger repli d'octobre. L'indice d'activité augmenterait légèrement, l'indice emploi plus fermement alors que les indices nouvelles commandes et les livraisons reculeraient légèrement.

Etats-Unis : ralentissement du rythme de destructions d'emplois. Comme le mois précédent, l'on observe une dichotomie entre les chiffres avancés de l'emploi (les demandes initiales d'allocation chômage continuent de baisser régulièrement, elles sont de 490K en moyenne sur novembre, contre 525K en octobre) et la perception des ménages (l'indicateur de l'emploi du Conference Board a atteint un nouveau plus bas, la composante « jobs hard to get » ayant atteint un plus haut à 49,8 en novembre). L'emploi ADP (emploi privé) devrait donc diminuer de 135 000 (contre - 203 000 en octobre), compatible avec une baisse de 115 000 de l'emploi NFP. Le taux de chômage devrait se maintenir à 10,2%. Les salaires horaires progresseront de 0,2% M/M (2,3% en glissement annuel).

Etats-Unis : le Beige Book (informations portant sur le mois de novembre) sera particulièrement intéressant pour les rapports qualitatifs sur la consommation, le marché immobilier ainsi que les prix en avance des publications correspondantes. **Les ventes de logements en attente devraient baisser en octobre (-3% M/M)**, à terme, le rebond des ventes dans l'immobilier résidentiel devrait en effet décélérer. Certes, la prolongation du crédit d'impôt immobilier devrait avoir un effet stimulant mais la baisse importante des demandes de prêts hypothécaires sur le mois de novembre (l'indice d'achat MBA a atteint son plus bas niveau depuis 12 ans à 203,6 mi-novembre) laisse présager une reprise plus poussive. Les **dépenses de construction** d'octobre devraient diminuer sous l'effet de la construction résidentielle d'une part (les mises en chantier ont reculé en octobre) mais surtout à cause de l'immobilier privé non-résidentiel (commercial).



Elsa Dargent

NOS PREVISIONS « EUROPE »

Au menu la semaine prochaine : inflation, taux de chômage et politique monétaire. Ainsi les chiffres attendus des prix à la consommation devraient confirmer la fin du processus de désinflation observé cette année et l'inflation devrait progressivement augmenter tout en restant contenue par les pressions à la baisse des coûts salariaux. Du côté du marché du travail, le taux de chômage devrait continuer de progresser jusqu'en 2011, à un rythme désormais nettement moins soutenu. Pour finir, la BCE devrait maintenir son statu quo, cependant les récents discours laissent présager une sortie des politiques monétaires non conventionnelles plus prématurée que prévue.

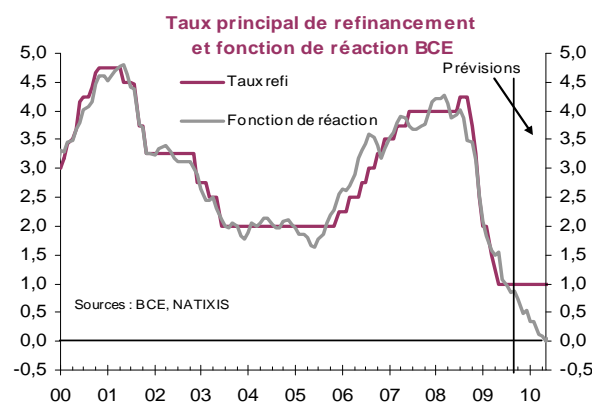
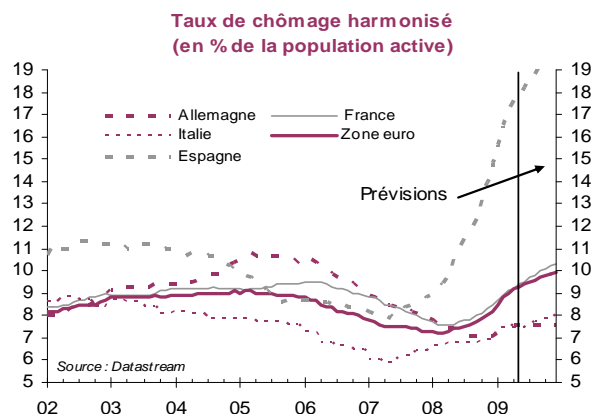
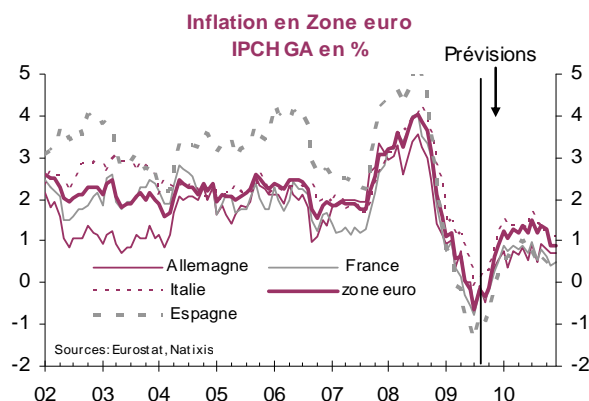
Zone euro : retour de l'inflation en territoire positif en novembre. En ligne avec une légère progression du cours du pétrole (libellé en euros) sur le mois, la variation mensuelle des prix à la consommation devrait atteindre 0,3%, tirant en territoire positif l'inflation à 0,6% contre -0,1% en octobre. En Italie, la variation mensuelle sera moins marquée (+0,1% M/M avec une inflation harmonisée attendue à 0,8%). Ces chiffres devraient à nouveau valider la fin du processus de désinflation observé courant 2009.

Zone euro : nouvelle hausse du taux de chômage en octobre. Le cycle de destruction d'emploi devrait se poursuivre avec une nouvelle hausse du taux de chômage de 0,1 point attendue en octobre, ainsi ce dernier atteindrait 9,8%. D'autre part, le taux de chômage devrait rester stable en Allemagne en novembre, à 8,1%. En Espagne, les destructions d'emplois resteront soutenues avec 117k chômeurs supplémentaires. En France, les chiffres mensuels de la DARES plaident pour une hausse du taux de chômage métropolitain (au sens du BIT) de l'ordre de 0,2 pt à 9,3%.

Zone euro : seconde estimation du PIB au T3 2009. La sortie de récession sera confirmée la semaine prochaine avec une variation trimestrielle attendue à 0,4% (-4,1% en GA).

Zone euro : nouveau statu quo pour la BCE. Le principal taux directeur sera vraisemblablement maintenu sans grande surprise au niveau de 1%. En revanche des précisions seront apportées lors du discours, concernant les stratégies de sorties des politiques non conventionnelles.

Allemagne : léger rebond des ventes au détail en octobre. Après un mois de septembre plutôt difficile, les ventes au détail allemandes devraient se redresser en octobre, avec une progression mensuelle de 0,5% (-3,1% en GA).



Nathalie Dezeure et Thomas Julien

ÉNERGIE ET MATIÈRES PREMIÈRES

MÉTAUX DE BASE : L'ANNÉE DU TIGRE ?

Le rôle joué par la Chine sur les marchés des métaux de base est essentiel pour comprendre l'évolution des cours tout au long de l'année 2009. Alors que 2010 se profile, il est impossible de dresser des perspectives pour les marchés des métaux de base sans comprendre l'évolution de l'économie chinoise.

QUE S'EST-IL PASSE EN 2009, ET LE MEME SCENARIO POURRAIT-IL SE REPRODUIRE ?

Au début de l'année 2009, face à l'effondrement de la demande occidentale et des cours des métaux de base, les autorités chinoises ont adopté des mesures visant à soutenir l'industrie domestique et à accumuler des stocks de matières premières. Le State Reserve Bureau a acheté de l'aluminium et du zinc à des cours supérieurs au coût de production des affineurs et fondeurs chinois, et a augmenté les réserves stratégiques de cuivre. Les autorités provinciales et les entreprises privées ont suivi le mouvement, aidés en cela par les politiques destinées à stimuler la production industrielle et par l'abondance de l'offre de crédit bancaire bon marché.

Mois après mois, la demande chinoise de métaux de base a été à l'origine de volumes d'importations considérables des différents métaux : le zinc en mars, suivi par le plomb en avril, l'aluminium au cours du deuxième trimestre, le cuivre jusqu'en juin et le nickel en juin et juillet. La pénurie relative de métaux de récupération explique en partie cette hausse des importations, puisque le ralentissement économique a réduit les volumes de ferraille générés par l'activité industrielle et que certaines mesures douanières visant les métaux de récupération ont freiné les importations.

Depuis l'été, le net ralentissement des importations chinoises de métaux affinés ne se traduit pas nécessairement par une baisse de la demande de métaux de base. En premier lieu, les importations de métaux de récupération se sont redressées depuis les plus bas atteints en début d'année. En second lieu, et ce qui est plus significatif, les volumes de minerais et de concentrés importés ont augmenté progressivement pour alimenter une production domestique de métaux de base en forte croissance.

LA CHINE A-T-ELLE CONSTITUÉ DES RÉSERVES DE MÉTAUX DE BASE ?

L'impression très nette donnée par la Chine au début de l'année 2009, est qu'elle était devenue un acheteur

final, profitant de la baisse des cours pour accumuler des réserves stratégiques. Les chiffres confirment-ils cette perception ? Les annonces officielles font état de 235 000 t de cuivre, 159 000 t de zinc et 590 000 t d'aluminium achetées par le SRB. Si les stocks de cuivre, d'aluminium et de zinc dans les entrepôts du SHFE ont touché de nouveaux plus hauts, ils n'ont pas encore atteint des niveaux particulièrement alarmants en termes de jours de consommation. On sait toutefois très peu de choses sur les stocks constitués par les autorités provinciales ou par les intervenants privés. Après avoir tenté d'analyser la masse de statistiques relatives aux importations, aux exportations et à la production chinoise, nous arrivons à la conclusion que l'année 2009 pourrait ne pas être une année exceptionnelle en termes d'écart entre consommation apparente et consommation finale identifiable. L'écart est en fait comparable à celui constaté au cours des trois dernières années. S'agissant du cuivre, la demande chinoise apparente excède la demande identifiable entre 15 et 22 %. Si, en 2009, la Chine a bien accumulé des stocks de métaux de base, on pourrait conclure que cette politique remonte à plusieurs années. A l'inverse, si l'écart entre la demande apparente et la demande finale reflète simplement l'insuffisance de statistiques internationales, peu d'éléments permettent alors d'affirmer qu'une forte accumulation de stocks s'est effectivement produite en Chine.

LA CONSOMMATION DOMESTIQUE EST-ELLE À L'ORIGINE DE LA DEMANDE CHINOISE DE MÉTAUX DE BASE ?

Plusieurs facteurs expliquent pourquoi, depuis plusieurs années, la consommation ne parvient pas à suivre le rythme de la croissance économique chinoise. En premier lieu, en raison de l'insuffisance du système d'assurance maladie et des retraites, à laquelle s'ajoute l'anticipation des frais de scolarité, le taux d'épargne des ménages chinois reste anormalement élevé. Dans les communautés rurales, l'inefficacité du système de transfert des droits fonciers bride à la fois une utilisation plus efficace des terres agricoles et le pouvoir d'achat potentiel des paysans. Ces questions sont progressivement prises en charge par les autorités chinoises, ce qui contribue à encourager la consommation des ménages. Après avoir réformé les retraites non-agricoles en mettant en place un système reposant sur trois piliers, où l'actuel régime de base est

complété par un système d'assurance d'entreprise et des plans d'épargne retraite individuels, la Chine développe progressivement un système de retraites agricoles qui devrait assurer une couverture universelle à l'horizon 2020. A partir de 2010, 90 % des citoyens chinois seront couverts par une assurance santé universelle, reposant sur un large réseau de centres médicaux récemment construits. En septembre, le président Hu Jintao a annoncé l'adoption de règles visant à permettre le transfert des droits fonciers (similaires à celles en vigueur dans les zones urbaines), ce qui permettra aux paysans de bénéficier de la valeur que représentent leurs terres.

Bien que la plupart de ces changements se mettent en place à un rythme relativement lent, ils auront au final un impact significatif sur le taux d'épargne et les habitudes de consommation, particulièrement dans les zones rurales où beaucoup des réformes récentes commencent maintenant à avoir des effets. Différents éléments suggèrent que ces réformes auraient d'ores et déjà un effet substantiel sur l'activité du secteur de la construction dans les zones rurales, par ailleurs encouragée par la facilité actuelle d'accès au crédit. Dans le même temps, depuis le début de l'année, la progression du marché automobile a été fulgurante. Après avoir progressé de 15% en moyenne au cours des dernières années, en octobre la consommation des ménages est en hausse de 16% en GA.

Dans le cadre du plan de relance de l'économie, les crédits bancaires nets ont atteint 8 900 Mds de yuans, soit une hausse de 43 % par rapport à 2008. Cet assouplissement du crédit a eu des résultats exceptionnels : non seulement il a encouragé la construction de logements aussi bien dans les zones urbaines que dans les zones rurales, mais il explique largement l'augmentation du taux d'équipement automobile. En 2010, le volume des nouveaux crédits, quoiqu'en recul par rapport à 2009, devrait toujours être compris entre 7 et 8 Mds de yuans.

Dans un modèle de croissance durable, lorsque le rythme de croissance annuel avoisine les 10 %, les taux

d'intérêt ne devraient pas être fixés à un niveau proche de zéro. Si les autorités chinoises laissaient une telle situation perdurer, l'investissement pourrait progresser à un rythme non maîtrisé et pourrait se traduire par le développement d'une bulle des capacités de production. C'est déjà ce qui s'est passé au sein du bloc dollar, où la politique de taux ultra bas de la Fed a produit un environnement extrêmement favorable à l'investissement en Chine, en raison de l'indexation du yuan sur le dollar depuis la mi-2008. Certains économistes s'interrogent sur la formation éventuelle de bulles spéculatives en raison de l'explosion des crédits bancaires en Chine. De plus la progression des encours de crédit pourrait également se traduire par un accroissement excessif des capacités de production. Si la demande d'acier et de métaux est, en partie poussée par l'accroissement des capacités de l'industrie sidérurgique chinoise, cela serait un mauvais signe pour le marché global.

CONCLUSION:

En 2009, la croissance chinoise a constitué un soutien inestimable pour le marché des métaux de base. Pour 2010, nous devons éviter d'effectuer des extrapolations trop simplistes. La demande chinoise de métaux restera sans doute soutenue, mais il faut tenir compte du fait que des volumes croissants de métaux sont désormais fondus et affinés en Chine. La forte demande chinoise pourrait donc bénéficier davantage aux cours des minerais et des concentrés sans nécessairement beaucoup profiter aux cours des métaux finis et des produits associés.

Il faut également garder à l'esprit les préoccupations sur l'ampleur des stocks accumulés en Chine ainsi que le risque que le niveau anormalement bas des taux d'intérêt ait suscité un excès d'investissement dans les capacités de production industrielle

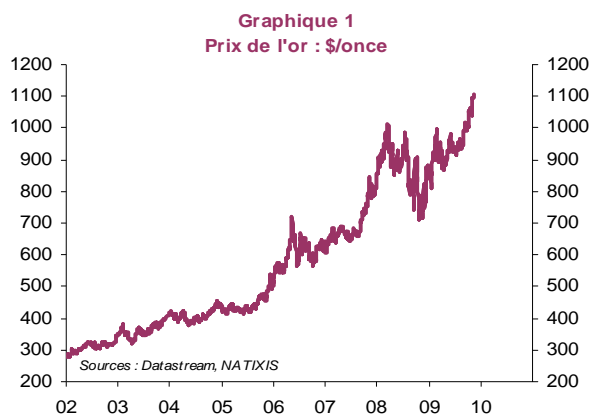
Nic Brown, Bernard Dahdah

QUID DE L'EVOLUTION DES MARCHES ?

ACHETEZ DE L'OR !

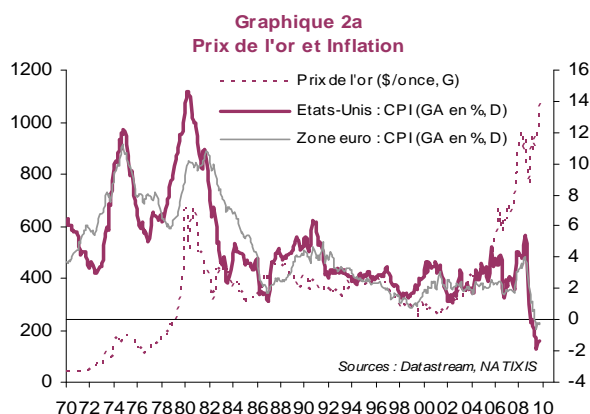
LA HAUSSE DU PRIX DE L'OR ET SES DETERMINANTS HABITUELS

Le prix de l'or a beaucoup augmenté depuis le début de la crise (graphique 1), ce qui est difficile à expliquer avec les déterminants habituels de la demande d'or par les investisseurs et du prix de l'or.

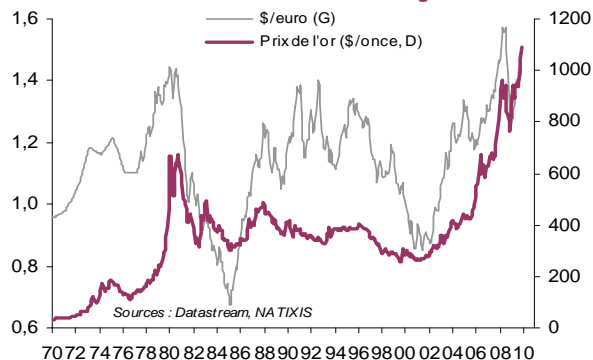


Dans le passé, le prix de l'or augmentait :

- dans les périodes d'inflation (graphique 2a) : 1973-1975, 1979-1981 ;
- dans les périodes de dépréciation du dollar (graphique 2b) : 1973-1975, 1978-1981, 1987-1988, 2002-2007, 2009 ;
- dans les crises, c'est-à-dire les périodes de hausse de l'aversion au risque (graphique 2c) : 1973-1975, 1980-1982, 1987, 2001-2003, 2008.



Graphique 2b
Prix de l'or et taux de change

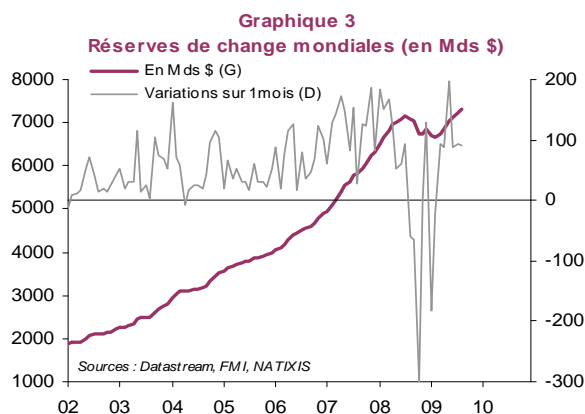


La hausse récente du prix de l'or peut être reliée à la faiblesse du dollar (graphique 2b) mais ni à l'inflation (graphique 2a), ni à l'aversion pour le risque depuis le début de 2009; les déterminants du prix de l'or ont donc bien changé.

CINQ RAISONS POUR ANTICIPER LA POURSUITE DE LA HAUSSE DU PRIX DE L'OR

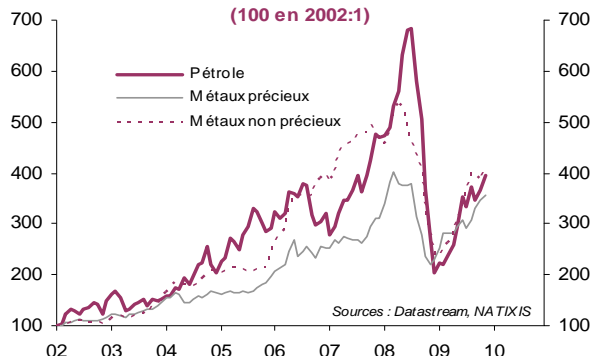
Raison # 1 : excès de liquidité mondiale

La liquidité mondiale croît extrêmement rapidement, avec les politiques monétaires expansionnistes des pays de l'OCDE et à nouveau depuis le deuxième trimestre 2009 l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents et exportateurs de pétrole, visant à limiter la dépréciation du dollar (graphique 3).



L'abondance de la liquidité conduit les investisseurs à essayer de diversifier leurs portefeuilles vers des actifs à rendements plus élevés, ce qui fait monter les prix de tous ces actifs : or, autres matières premières (graphique 4), actions et devises des pays émergents, obligations d'entreprise, titres publics...

Graphique 4
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



Raison # 2 : report de la liquidité depuis d'autres actifs

On doit envisager aujourd'hui que **les investisseurs vont reporter la liquidité de certaines classes d'actifs vers d'autres**. En particulier, il est probable que **les investisseurs vont se retirer des actions et autres actifs des émergents**, soit en raison de leur valorisation devenue trop élevée, soit en raison des **contrôles des entrées de capitaux** que les pays émergents commencent à mettre en place (Brésil, Taïwan). Ceci est évidemment favorable à l'or.

Raison # 3 : faiblesse du dollar

La faiblesse à nouveau du dollar (graphique 5a) résulte essentiellement du **retour depuis le deuxième trimestre 2009 de flux de capitaux importants des Etats-Unis vers les pays émergents** (graphique 5b). Elle conduit à un **supplément d'investissements en or**, qui reste une **couverture contre la dépréciation du dollar**.

Graphique 5
Taux de change du dollar contre l'euro



Raison # 4 : fuite devant la monnaie

Dans le passé, lorsque la création monétaire était **excessive**, il y avait **fuite devant la monnaie**, les détenteurs de monnaie essayent de s'en débarrasser pour acheter des biens, **d'où l'apparition de l'hyperinflation** (des prix des biens et services).

Aujourd'hui, malgré la création monétaire excessive il n'y a pas d'inflation (graphique 2a), en raison de la forte sous utilisation des capacités de production mondiales, du chômage élevé, et parce que **le report se fait de la monnaie vers les actifs**.

La fuite devant la monnaie (des agents économiques privés, des Banques Centrales : la Chine, l'Inde, Sri-Lanka... achètent de l'or) **va donc aujourd'hui conduire à l'inflation des prix des actifs réels, dont l'or**.

Raison # 5 : mauvaises nouvelles sur les économies

Il y a reprise économique nette au troisième trimestre 2009 (graphique 6) avec les déficits publics, l'arrêt du stockage, l'amélioration de la situation dans l'immobilier résidentiel, les effets de la baisse des prix des matières premières, **mais on doit être pessimistes pour 2010** avec la remontée des prix des matières premières (graphique 4a plus haut), la stabilisation des déficits publics, la poursuite de la hausse du chômage, le freinage des salaires, la poursuite du désendettement du secteur privé.

Toutes ces évolutions devraient en particulier provoquer un recul de la consommation qui, s'il conduisait à une remontée de l'aversion pour le risque (graphique 2d plus haut) **sera favorable à l'or**.

LA HAUSSE DU PRIX DE L'OR REVELE LA MAUVAISE SANTE DE L'ECONOMIE DES PAYS DE L'OCDE

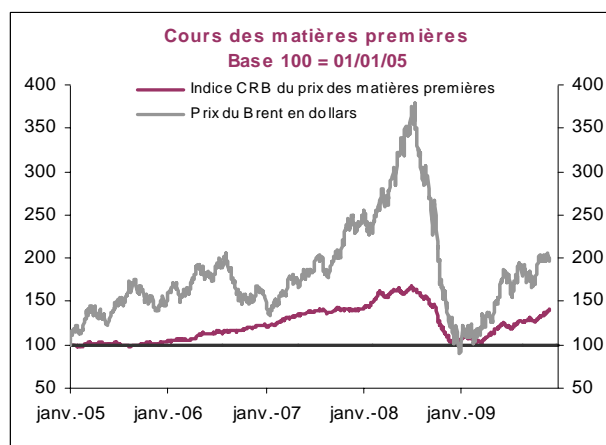
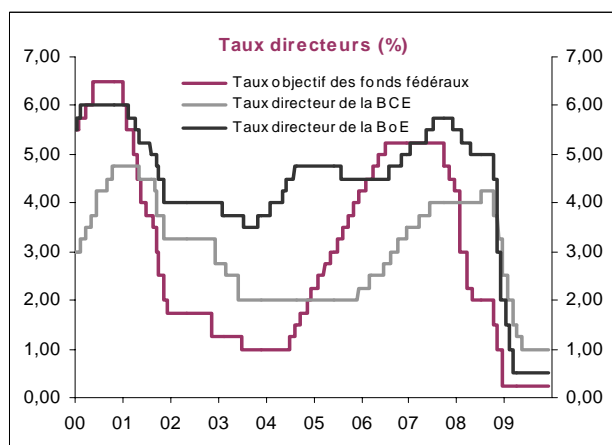
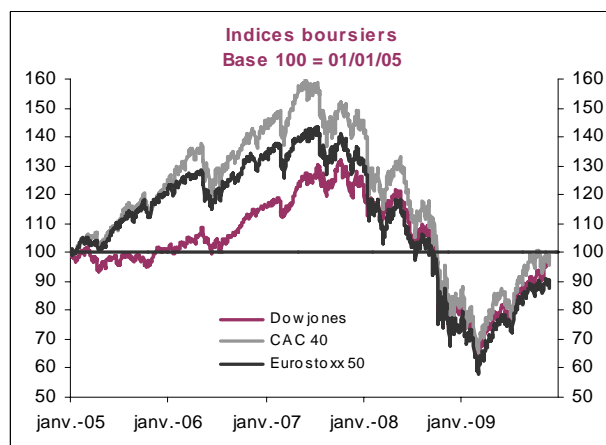
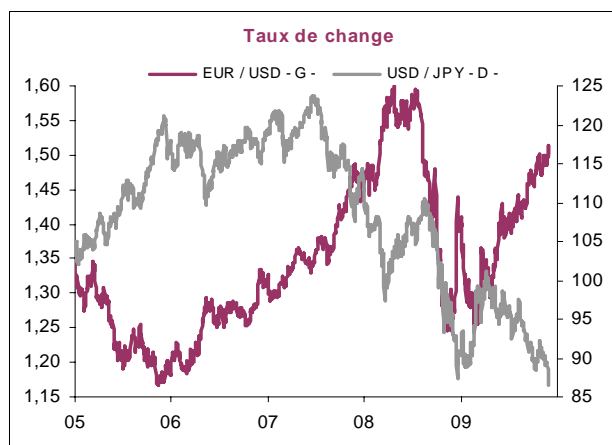
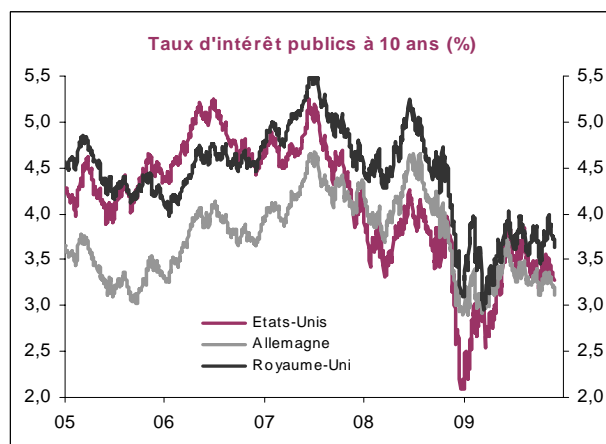
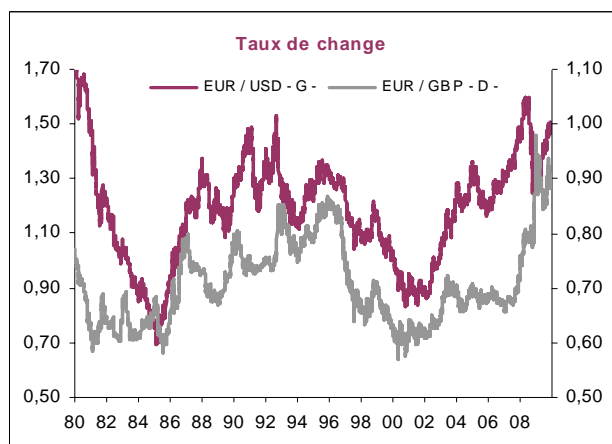
On peut donc attribuer la hausse du prix de l'or et la forte demande d'or :

- **à l'excès de liquidité**, avec l'envie de faire repartir le crédit et l'accumulation de réserves de change due à **la faiblesse du dollar** ;
- **au report de la liquidité vers l'or** depuis des actifs devenus trop chers ou devenus plus difficiles à atteindre pour les investisseurs (contrôles des capitaux en particulier) ;
- **à la fuite devant la monnaie** avec l'excès de création monétaire et la tentative de remplacer les actifs monétaires par les actifs réels ;
- **à l'attente de mauvaises nouvelles concernant les économies de l'OCDE**.

La hausse du prix de l'or est donc le reflet de l'absence de contrôle monétaire du Monde, de la défiance vis-à-vis du dollar et de la détention de monnaie plus généralement.

Patrick Artus

IMAGES DES MARCHES EN MOUVEMENT



Sources : Datastream, Natixis

RESUME DE NOTRE CADRAGE ECONOMIQUE ET FINANCIER INTERNATIONAL

	Croissance du PIB (%)			Inflation (%)			Solde budgétaire (% PIB)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Etats-Unis	0,4	-2,5	1,3	3,8	-0,5	1,4	-3,1	-9,9	-9,0
Japon	-0,7	-5,6	1,5	1,4	-1,4	-1,7	-8,0	-8,9	-9,9
Zone euro	0,6	-4,0	0,4	3,3	0,3	1,0	-1,9	-6,2	-7,1
Allemagne	1,0	-4,9	0,9	2,8	0,2	0,8	-0,1	-4,0	-5,6
France	0,3	-2,3	0,4	3,2	0,0	0,7	-3,4	-8,2	-8,7
Italie	-1,0	-4,9	-0,1	3,5	0,8	1,4	-2,7	-5,4	-5,7
Espagne	0,9	-3,9	-0,9	4,1	-0,4	0,5	-3,8	-10,0	-9,8
Royaume-Uni	0,6	-4,6	0,8	3,6	2,0	2,1	-7,1	-12,8	-13,0
Europe Centrale*	4,2	-4,4	-0,2	6,2	3,3	2,4	-3,2	-6,0	-6,9
Russie	5,6	-8,5	0,8	13,3	12,2	9,9	4,6	-9,2	-7,8
Amérique Latine	4,1	-1,8	3,2	8,2	6,8	6,8	-0,3	-3,1	-2,2
Asie hors Chine et Japon**	4,3	2,0	5,3	7,6	1,5	3,2	-2,9	-6,4	-5,5
Chine	9,1	8,1	9,3	5,9	-0,5	3,0	-0,4	-4,0	-4,5
Monde (PPA)	2,8	-1,3	2,7	-	-	-	-	-	-

* Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie, Slovénie, Estonie, Lettonie, Lituanie

** Corée, Thaïlande, Malaisie, Singapour, Hong-Kong, Indonésie, Philippines

	Taux d'intérêt directeurs				Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans				
	27-nov	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	27-nov	*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
Etats-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	3,22	↘	3,26	3,38	3,61
Zone euro	1,00	1,00	1,00	1,00	3,18	↘	3,18	3,28	3,40
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	3,55	↘	3,53	3,65	3,78
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	1,26	↘	1,42	1,36	1,37
Suisse	0,25	0,25	0,25	0,25	1,85	↘	2,17	2,22	2,27

	Taux de change				
	27-nov	*	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
EUR/USD	1,49	↗	1,44	1,39	1,45
USD/JPY	87	↘	91	89	95
EUR/JPY	129	↘	131	124	138
EUR/GBP	0,91	↗	0,90	0,93	0,97
EUR/CHF	1,51	↘	1,51	1,52	1,53

* Ces flèches indiquent le sens des évolutions au cours de la semaine écoulée (du lundi matin au vendredi 15h)

Eco Hebdo

Parution : hebdomadaire Editeur : Natixis – Recherche Economique.
 Responsable de la publication : Patrick Artus Rédacteur en chef : Alexandre Bourgeois
 47, quai d'Austerlitz 75648 Paris cedex 13
 Contact : Laura Bassi mail : recherche-eco@natixis.com

Les informations et opinions de ce document ont été préparées par Natixis. Natixis est une banque agréée en France. Ces renseignements, puisés aux meilleures sources, sont néanmoins donnés sans garantie. Les opinions dans cette étude peuvent être changées sans préavis. Ce document est pour votre information personnelle et ne peut être considéré comme une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat. Les sociétés du groupe Natixis et/ou leurs directeurs, représentants ou employés agissant pour le compte de ces sociétés, ont, ou peuvent détenir ou vendre à découvert des titres, options, obligations, ou tout autre investissement, diriger des émissions sur le marché primaire, agir comme conseil ou comme prêteur des sociétés mentionnées dans ce document. Les analystes peuvent avoir ou non communiqué leurs études avant publication aux émetteurs, sans être toutefois tenus par les observations de ces derniers. Les investissements discutés dans ce document pourraient ne pas convenir à tous les types d'investisseurs.