



Présentation générale des perspectives 2003-2004

Depuis nos perspectives de l'automne dernier, les tendances de l'économie ont été médiocres sans pour autant traduire une baisse de régime continue. Aux Etats-Unis, la croissance est chaotique mais elle se maintient en tendance au voisinage de 2,5 % l'an. L'Europe se situe sur un rythme de croissance de l'ordre de 1 % l'an. C'est sur les marchés boursiers que la déception a été la plus forte.

50 points de base à 2,75 % datait du 5 décembre 2002). Les taux d'intérêt des obligations d'Etat à dix ans sont un moment revenus d'environ 4,0 à 3,6 % aux Etats-Unis et de 4,4 à 4 % pour la zone euro. Ces niveaux sont les plus bas depuis les années cinquante. Enfin, sur le marché des changes, le dollar a sensiblement baissé contre la plupart des monnaies, y compris le yen.

Fragile stabilisation des marchés boursiers

Les marchés d'actions sont à peine stabilisés. L'indice Dow Jones était il y a huit mois au voisinage de 8 500, il est maintenant à moins de 7 600. L'indice CAC 40 était à 3 100, il est à moins de 2 600. Les taux d'intérêt ont nettement reculé, touchant des points bas historiques. La Réserve Fédérale des Etats-Unis a maintenu l'objectif des Fonds Fédéraux à 1,25 % (la dernière baisse date du 6 novembre 2002), la Banque Centrale Européenne a ramené son taux principal de refinancement à 2,50 % (la baisse antérieure de

Révision des prévisions pour l'année 2003

<i>Moyennes annuelles</i>	Sept. 2002	Mars 2003	Ecart
Croissance			
Monde	3,4	3,0	-0,4
OCDE	2,3	1,8	-0,5
Hors OCDE	5	4,6	-0,4
Commerce mondial	7,3	5,5	-1,8
Prix du pétrole (en dollar)	25,0	29,0	+4,9
1 euro = ... dollar	1,00	1,12	0,12
Taux d'intérêt à 3 mois			
Etats-Unis	2,4	1,3	-1,1
Zone euro	3,4	2,4	-1
Taux d'intérêt à 10 ans			
Etats-Unis	5,2	4,1	-1,1
Zone euro	5,3	4,3	-1
Taux d'inflation			
Etats-Unis	2,1	2,1	0
Zone euro	1,8	2,1	0,3



Les chiffres clés de nos perspectives

	2001	2002	2003	2004
1 - Croissance du volume du PIB	<i>Variations en %</i>			
Monde	2,1	2,8	3,0	3,5
Ensemble de la zone OCDE	0,7	1,7	1,8	2,2
dont : Etats-Unis	0,3	2,4	2,2	2,4
Japon	0,4	0,3	0,9	0,8
Zone euro (6 grands)	1,5	0,7	1,1	2,0
Union européenne à 15	1,6	1,0	1,4	2,1
dont : Allemagne	0,7	0,2	0,6	1,8
France	1,8	1,2	1,4	2,2
Royaume-Uni	2,0	1,6	2,2	1,9
Italie	1,8	0,4	1,2	1,9
Espagne	2,7	2,0	1,7	2,7
Pays hors OCDE	4,0	4,4	4,6	5,1
2 - Marchés mondiaux	<i>Variations en %</i>			
Commerce mondial (en volume)	-0,2	2,5	5,5	6,8
Importations de l'OCDE	-0,5	1,3	5,0	6,3
Importations des pays hors OCDE	0,5	6,1	6,9	8,3
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	24,5	24,9	29,9	25,1
Prix des matières premières** en \$	-4,4	6,7	11,8	2,0
" " " en euro	-1,7	1,1	-5,4	-0,9
3 - Taux de change	<i>Moyenne sur la période</i>			
1 \$ = ...euro	1,12	1,06	0,90	0,87
=...yens	121	125	120	126
1 euro = ...yens	109	118	134	145
1 £ = ...\$	1,44	1,50	1,52	1,42
4 - Taux d'intérêt à 3 mois	<i>en %</i>			
Etats-Unis (bons du Trésor)	3,5	1,6	1,3	2,8
Japon (euro-yen)	0,2	0,1	0,1	0,5
Zone euro (euribor)	4,2	3,3	2,4	3,0
5 - Taux d'intérêt à 10 ans	<i>en %</i>			
Etats-Unis	5,0	4,6	4,1	4,8
Japon	1,3	1,2	0,8	1,3
Zone euro	5,0	4,9	4,3	4,9
6 - Taux d'inflation	<i>en %</i>			
Etats-Unis	2,8	1,6	2,1	1,9
Japon	-0,7	-0,9	-0,3	-0,5
Zone euro***	2,5	2,3	2,1	1,6

* moyenne annuelle - ** hors énergie - *** calculée sur 6 pays.

Les marchés plus déprimés que l'économie

Ces tendances ne peuvent s'expliquer que partiellement par l'évolution de l'activité économique, moins mauvaise que ne le suggèrent les marchés financiers. La croissance reste certes faible et hésitante dans les pays développés, mais il n'y a pas de signes de rechute économique et les primes de risque de crédit sur les obligations des entreprises comme sur les pays émergents (l'Amérique latine en particulier) ont sensiblement diminué. Les inquiétudes des marchés sont clairement liées au contexte géopolitique mondial : hésitations américaines à s'engager, divergences entre grands pays, remise en cause possible d'un certain ordre international sans vision claire du nouvel équilibre recherché. La hausse du prix du pétrole et la baisse du dollar sont deux manifestations de cette situation.

Baisse de la croissance, hausse de l'inflation

Nos perspectives pour 2003 prennent en compte les tendances observées depuis septembre. Les révisions de nos estimations (présentées au tableau de la page précédente) peuvent être résumées simplement. Nous révisons en hausse d'environ 5 dollars (c'est-à-dire de 20 %) la prévision moyenne du prix du pétrole pour 2003. Nous révisons en baisse (de trois dixièmes de point) la croissance mondiale (celle des pays développés comme celle du reste du monde) et nous révisons en hausse le taux d'inflation (de trois dixièmes pour la zone euro

dixièmes pour la zone euro). Nous révisons enfin en baisse (d'environ cent points de base) les taux d'intérêt et aussi en baisse de 10 % le taux de change du dollar en euro.

Un scénario central de rechute du pétrole

Une question importante est celle de l'interprétation à donner aux tendances récentes. S'agit-il de l'amorce d'une rechute générale de l'économie ou de l'effet d'une période d'incertitude et de tension qui serait transitoire ? Les deux sont aujourd'hui envisageables. Nous avons opté dans nos perspectives pour la seconde hypothèse. La croissance mondiale serait de 3,5 % en 2004, la croissance américaine de 2,4 % , la croissance de la zone euro de 2,0 %

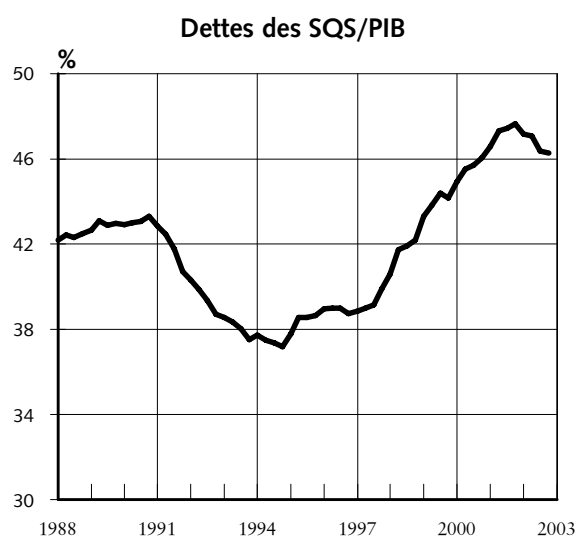
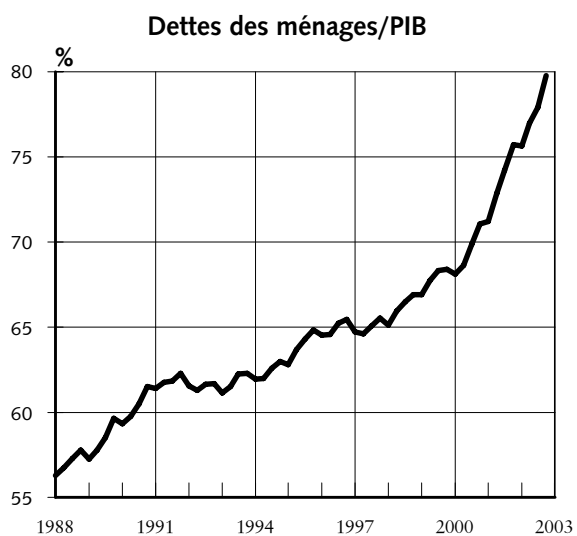
Une hypothèse cruciale concerne le prix du pétrole. Nous faisons implicitement l'hypothèse que le conflit irakien se réglerait d'une façon telle que le prix du pétrole reviendrait à 25 dollars le baril (prix objectif de l'OPEP) avant la fin 2003. Du point de vue de l'Europe, il faut en outre avoir à l'esprit le rôle amortisseur que la hausse de l'euro a joué sur le prix de l'énergie. Dans l'hypothèse où la

Prévisions de croissance du PIB en France pour 2003

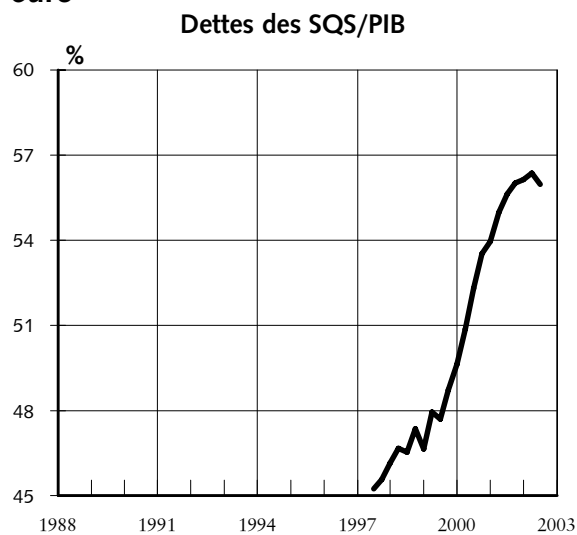
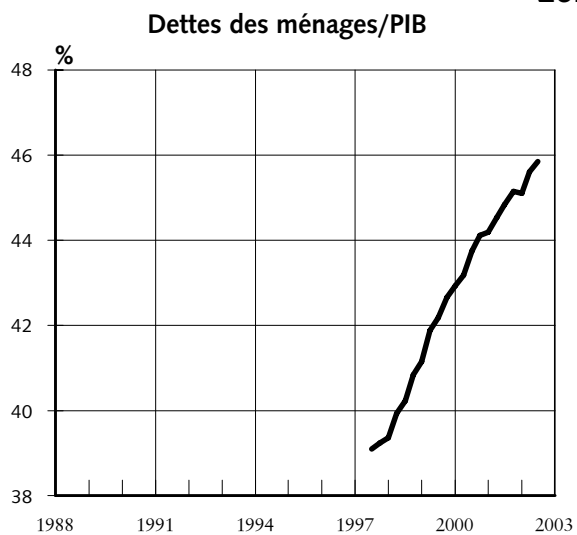
Prévisions effectuées en :	septembre 2002	Mars 2003
Consensus Forecast	1,9*	1,3
Direction de la Prévision	2,5	1,3
Instituts de conjoncture	1,9	1,2
Banques	2,1	1,3
Rexecode	2,1	1,4

* octobre 2002

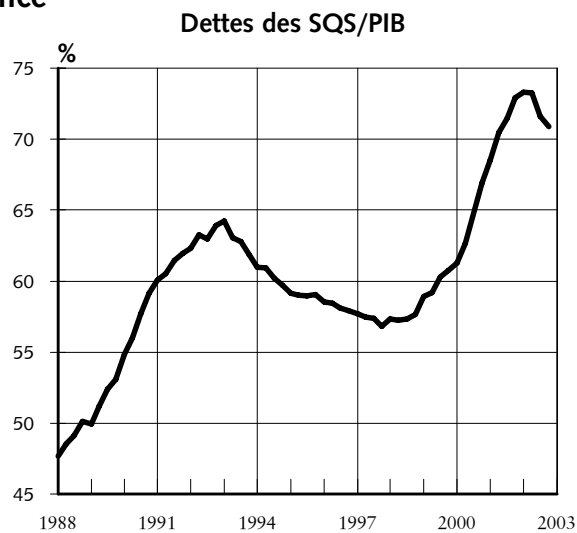
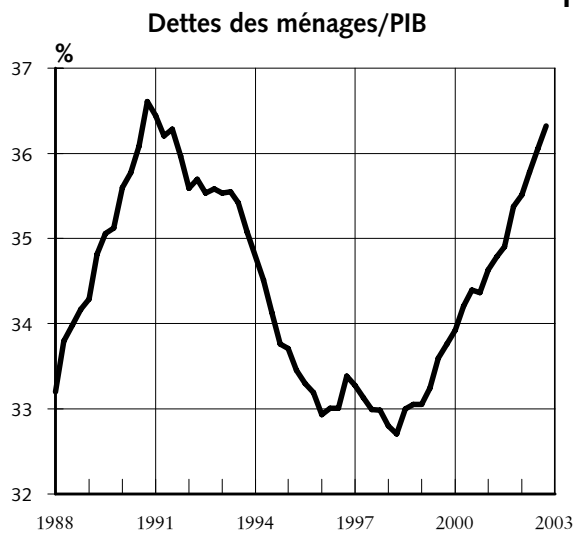
Etats-Unis



Zone euro



France



© REXECODE

poussée de prix actuelle disparaîtrait progressivement au deuxième semestre, la hausse du prix du pétrole en moyenne annuelle (et en euro) ne serait que de 2 % de 2002 à 2003. Ce serait en définitive l'une des plus faibles variations de prix en moyenne annuelle depuis 1990. On rappelle par exemple que les variations annuelles ont été de + 25 % en 1996, -32 % en 1998, + 47 % en 1999, +85 % en 2000. Il n'y a pas au stade actuel de choc pétrolier mondial et encore moins de choc pétrolier sur l'Europe, et nous ne retenons pas une telle hypothèse pour l'avenir dans nos perspectives.

Impulsion plus modérée des pays émergents

Dans les pays émergents, la conjoncture est loin d'être homogène. Les zones d'Asie et d'Europe centrale présentent une certaine similitude : tassement de la croissance économique au cours du deuxième semestre 2002 et très net recul de l'inflation. La hausse des prix est revenue au niveau exceptionnellement bas de 1,5 % en fin d'année dans chacune des deux zones.

L'Amérique latine est à contre-courant des autres régions émergentes. L'inflation a nettement accéléré en 2002 et l'activité tend plutôt à rebondir dans les grands pays d'Amérique du Sud. C'est le cas de l'Argentine où les mécanismes qui accompagnent habituellement une dévaluation s'observent actuellement : 1) dans un premier temps surréaction à la baisse du taux de change, poussée d'inflation, effondrement de la croissance et des

importations ; 2) dans un second temps ralentissement de l'inflation, remontée du taux de change et rebond de l'activité.

Au total, les importations des pays émergents exprimées en dollars (pour les vingt-quatre pays suivis par Rexecode) s'inscrivent sur un rythme de croissance élevé. La vision des marchés émergents pour une entreprise européenne doit cependant être corrigée de la remontée de l'euro. Le total des importations des pays émergents mesurées en euro stagne depuis deux ans. L'impulsion pour l'Europe venant des pays émergents est désormais très modeste.

Une hypothèque endettement

La construction de logement est demeurée le principal moteur de la croissance américaine et elle reste soutenue dans plusieurs pays. La question est pour combien de temps encore ? On sait que les ménages américains ont le choix entre deux formules de refinancement : le cash in qui permet de maintenir le niveau de la dette mais en allège le coût et le cash out qui maintient le coût du service de la dette mais donne droit à un supplément d'emprunt.

Avec la forte baisse des taux d'intérêt à long terme, le cash out a évidemment remporté un immense succès. Sur l'année 2002, les ménages auraient ainsi dégagé environ 200 milliards de dollars de trésorerie supplémentaire. Une moitié a été utilisée à rembourser d'autres crédits plus chers (le crédit à la consommation commence à se contracter), l'autre moitié est

allée à la consommation ou à l'entretien du logement. Les ménages peuvent aussi recourir aux home equity loans, crédits adossés à la valeur de marché des logements, valeur qui a augmenté de 7 % en 2002. Selon la Fed, l'encours des home equity loans a ainsi augmenté de 130 milliards de dollars l'an dernier.

Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt, le service de la dette rapporté au revenu disponible est à peu près stable, mais la dette des ménages américains s'est beaucoup gonflée en 2002. Un point encourageant de la situation actuelle est qu'aux Etats-Unis comme en Europe, le poids de l'endettement des entreprises a commencé à diminuer. En revanche, un point inquiétant est que le poids de la dette des ménages ne cesse d'augmenter. On peut ainsi craindre qu'une dernière étape d'assainissement reste à franchir, qui pèserait encore sur la croissance.

Une hypothèque dollar

Plusieurs facteurs objectifs plaident en faveur de nouvelles baisses du dollar, au premier rang desquels figure le niveau du déficit des paiements courants américains. Celui-ci atteint désormais le seuil de 5 % du PIB, seuil souvent considéré comme un seuil de vrai risque de change. Il semble s'ajouter maintenant une forme d'accord implicite à la baisse du dollar donné aux marchés par le Trésor américain. On sait en outre que la politique monétaire n'a plus de marge significative et que le plan de relance budgétaire proposé par l'Administration américaine

reste encore en discussion. La baisse du dollar pourrait constituer le dernier soutien de la croissance économique américaine recherchée par le Président.

Une hypothèque taux

A 3,6 %, le taux d'intérêt des obligations de l'Etat américain est à son plus bas niveau depuis 1958. Il a toutefois été plus bas encore dans le passé, à moins de 3 %, de 1950 à 1956. En France, le taux à dix ans n'a été inférieur à 4 % qu'avant la Première guerre mondiale. Pour apprécier les niveaux actuels, il faut rappeler que le régime des taux d'intérêt a clairement changé depuis le début des années 80, période à partir de laquelle le taux d'intérêt public à dix ans est systématiquement supérieur à la croissance du PIB en valeur. Aux Etats-Unis, l'écart moyen sur les vingt dernières années a été de 1,9 %. Il a été de 2,4 % en Allemagne et de 2,7 % en France.

Il est certes prématuré dans le contexte actuel de poser la question du rebond des taux longs, mais l'application de l'écart moyen passé au PIB nominal de nos perspectives de PIB donnerait un taux à dix ans compris entre 5,5 % et 6,5 %. Nous retenons des hypothèses beaucoup plus modestes de remontée des taux longs, à un peu moins de 5 % en 2004 aux Etats-Unis comme en Europe, en cohérence avec la baisse envisagée du prix du pétrole et une orientation vers la désinflation générale en 2004. A moins qu'un changement plus profond de type déflationniste soit à l'oeuvre à l'image du Japon. ■



Principales hypothèses du scénario macroéconomique

Marchés mondiaux des produits de base

Depuis plusieurs mois, et bien qu'ils soient déjà élevés, les prix du pétrole ne cessent d'augmenter en raison principalement des tensions géopolitiques dans le Golfe persique et aussi de la grève du secteur pétrolier au Venezuela. Une résolution rapide du conflit iralien devrait se traduire par un reflux du prix du baril vers les 25 dollars le baril, les fondamentaux du marché étant plutôt orientés vers une baisse des cours.

La demande mondiale de pétrole n'est pas à l'origine de la hausse des prix. En effet, celle-ci aurait légèrement reculé au premier trimestre 2003 de 0,1 % l'an en raison du ralentissement de l'activité. Au deuxième semestre de l'année, la consommation repartirait à la hausse sur un rythme supérieur à 1,5 % l'an. La consommation émanant de la Chine serait la plus vigoureuse au plan mondial avec une hausse de 5,5 % en 2003, alors que celle des Etats-Unis ne progresserait que de 1,7 %.

Au début du mois de mars, les stocks pétroliers aux Etats-Unis étaient inférieurs de 10,6 % à ceux de l'année dernière à la même période. Ils ont pratiquement crevé leur point bas de début 2000, soit le niveau le plus bas depuis plus de dix ans en raison notamment de l'arrêt des importations en provenance du Venezuela. Les stocks dans l'ensemble des pays de l'OCDE sont également en recul, mais celui-ci est moins marqué qu'aux Etats-Unis.

Stabilisation de la production de l'Opep

La production mondiale est ressortie à 77,6 millions de barils par jour (mb/j) en janvier, soit un niveau quasiment stable par rapport à la moyenne du dernier trimestre 2002. Les pays membres de l'Opep ont décidé d'augmenter pour la seconde fois consécutive en quelques mois leurs quotas de production à 24,5 mb/j (hors Irak) à partir de février dernier. Toutefois, compte tenu de l'arrêt de la production au Venezuela, la production du cartel est inférieure aux

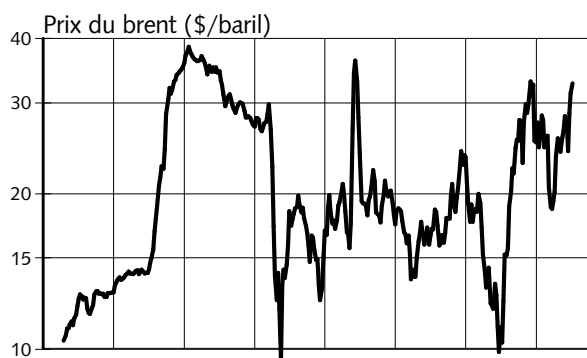
quotas en janvier (23,2 mb/j hors Irak). Les parts de marché de l'Opep qui s'étaient redressées en fin d'année 2002, se sont à nouveau détériorées. La production des autres pays a progressé et en particulier celle des pays de l'ex-URSS qui atteint désormais 9,8 mb/j contre 8,9 mb/j en janvier 2002, soit une hausse de 10,1 %.

Poursuite du rebond des prix des produits de base hors énergie et métaux précieux

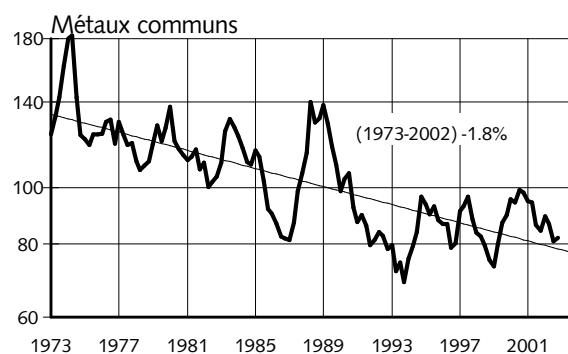
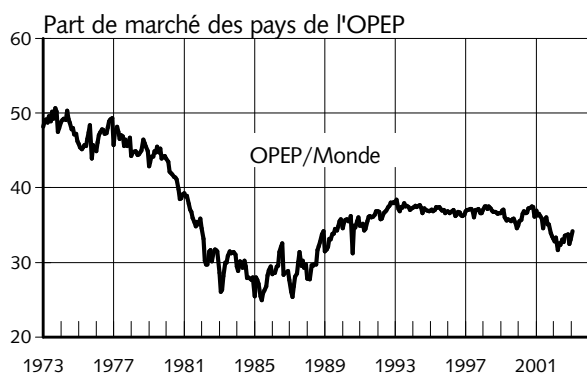
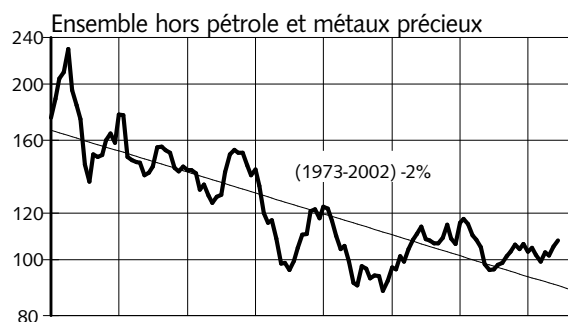
Les prix en dollar des autres matières premières (hors pétrole et hors métaux précieux) ont continué de progresser depuis le début de l'année. Depuis le point bas de la fin de 2001, la hausse des cours exprimés en dollar

atteint 30,1 %, mais les cours exprimés en euro n'ont augmenté que de 9,8 %. Cette progression a été tirée par la poursuite de la hausse des prix des matières premières industrielles. En effet, les prix des matières premières agricoles continuent de progresser, soutenus notamment par les marchés de la laine et du coton. Par ailleurs, les prix des métaux communs sont restés également très soutenus grâce au dynamisme de la demande sur les marchés du nickel, de l'aluminium ou du cuivre qui émane principalement du marché chinois. Sur l'ensemble de l'année 2003, les prix des matières premières (hors pétrole et métaux précieux) exprimés en dollar seraient en hausse de 11,8 %, mais ils se replieraient de 5,4 % en euro.

Marchés mondiaux des produits de base : tendances longues



Indices des matières premières déflatés par les V.U. à l'export. des produits manufacturés



© REXEC

Marchés de taux, marchés de changes

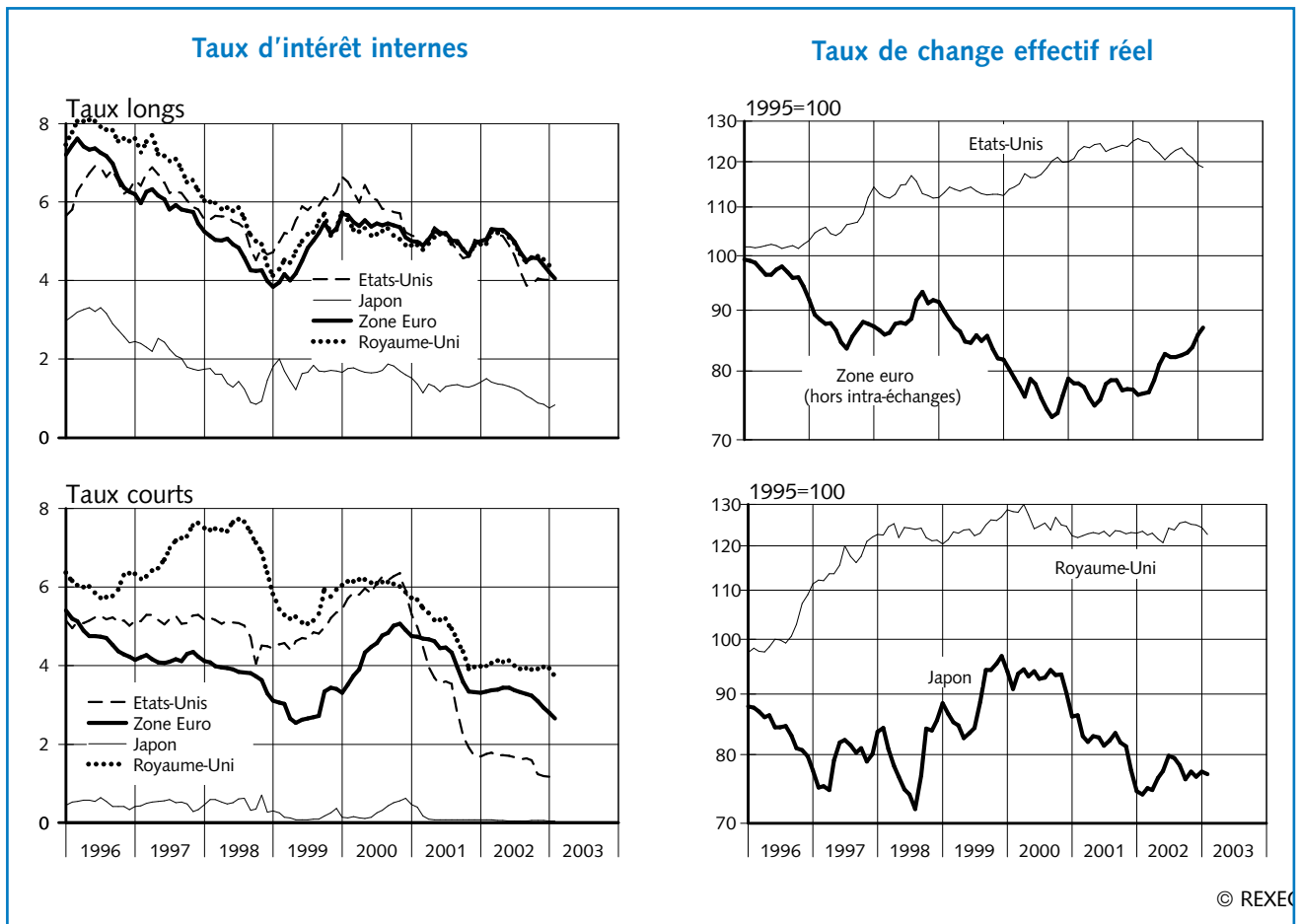
Au-delà du récent rally lié au déclenchement des opérations militaires en Irak, les marchés d'actions ont retrouvé en début d'année leur creux du mois d'octobre. Par rapport au point haut enregistré en mars 2000, la contraction de la capitalisation boursière mondiale ressortait, fin février 2003, à près de 15 000 milliards de dollars, soit davantage que le PIB agrégé des Etats-Unis et du Japon. Les effets déflationnistes de cette chute boursière continuent évidemment à se répandre à travers toute l'économie mondiale.

Le repli des marchés d'actions se fait au bénéfice des marchés obligataires sur lesquels les taux

d'intérêt ont repris leur mouvement de baisse. Celui-ci a été conforté en Europe par les desserremments monétaires opérés au Royaume-Uni et dans la zone euro, il se transmet des emprunts d'Etat aux « corporates » et s'opère malgré la hausse des prix du pétrole.

Les taux longs sont à un point bas

Passant notamment par la baisse des taux directeurs des Banques centrales qui n'est pas encore terminée en Europe et par le creusement des déficits publics, les forces de soutien et de stimulation de la conjoncture devraient finalement l'emporter sur les forces dépressives encore à l'œuvre actuellement dans l'ensemble de l'économie mon-



diale. Le reflux rapide espéré des prix du pétrole après les hostilités ajouterait ses effets positifs pour les pays consommateurs à compter du second semestre de l'année en cours. Dans ce schéma, il est raisonnable de penser que les taux longs sont à leur point bas de part et d'autre de l'Atlantique. A leur niveau actuel, ils font ressortir des rendements réels apparents inférieurs à 2 %. La probabilité de leur remontée est plus grande que celle de la poursuite de leur baisse, surtout que les déficits publics se creusent. Mais le processus ne paraît pas immédiat et devrait s'opérer de manière graduelle car la croissance devrait rester bridée et l'inflation contenue.

Poursuite de la baisse du dollar contre l'euro

Le change du dollar a repris son mouvement de baisse. Celui-ci est justifié vis-à-vis de l'euro car le dollar est surévalué et le déficit extérieur américain s'agrandit (5 % du PIB au quatrième trimestre) alors que l'excédent extérieur de la zone euro s'accroît. Par ailleurs, les taux d'intérêt à court comme à long terme sont plus bas de l'autre côté de l'Atlantique que de ce côté-ci. Nous retenons la poursuite du repli de la devise américaine jusqu'à 1,15 dollar pour un euro, soit le taux égalisant les prix à la consommation de chaque côté de l'Atlantique. Vis-à-vis du yen, la baisse du dollar n'est pas justifiée. Nous ne la prolongeons pas et continuons d'envisager une reprise de sa remontée, gênée toutefois par l'ampleur des excédents extérieurs japonais.

Finances publiques

• Etats-Unis

Le déficit public s'est probablement de nouveau agrandi en fin d'exercice passé. On peut l'évaluer à 3,8 % du produit intérieur. Grâce à la baisse des taux d'intérêt, le poids des charges financières a encore reculé. Il ne ressort plus qu'à 1,9 % du PIB contre 2,2 % un an auparavant. Hors frais financiers, le déficit primaire se creuse donc davantage. Il peut être estimé à 1,9 % du PIB. Rappelons qu'à son point haut, au premier trimestre 2000, le solde primaire était excédentaire à concurrence de 4,4 % du produit intérieur.

En l'état actuel des informations, et hors coûts supplémentaires liés à la guerre que l'on pourrait évaluer à un peu moins de 1 % du PIB dans l'hypothèse d'une intervention similaire à celle de 1990-1991, les propositions budgétaires de l'Administration Bush pour l'exercice fiscal 2004 (1er octobre 2003-30 septembre 2004) prévoient de nouvelles baisses d'impôts et quelques augmentations de dépenses. Le déficit des comptes du gouvernement fédéral serait accentué d'une centaine de milliards de dollars. Les réductions d'impôts interviendraient entre la mi-2003 et la mi-2004. Selon nos propres estimations, le déficit de l'ensemble des administrations pourrait ressortir à 4 % du PIB en 2003 et à 4,3 % en 2004. La dette publique totale, actuellement un peu inférieure à 49 % du PIB, continuerait de croître pour ressortir fin 2004 à 53,1 % du produit intérieur. Elle resterait encore nettement en

retrait de ses plus hauts inscrits à plus de 66 % du PIB en 1993.

- **Japon**

D'un montant total de 81,8 mille milliards de yens, le budget 2003 qui entrera en vigueur le 1er avril 2003 est en très légère progression, de l'ordre de 0,7 %, par rapport au budget initial 2002. Alors que la charge de la dette publique et les transferts aux collectivités locales progresseraient respectivement de 0,8 % et 2,3 % (atteignant au total 34,2 trillions de yens), les dépenses publiques dites « générales » et qui correspondent à la réelle action politique du gouvernement n'augmenteraient que de 0,7 % par rapport à 2002, soit un montant de 47,6 trillions de yens.

Représentant presque 40 % des dépenses publiques générales, le poste « sécurité sociale » est en hausse de 3,9 %. En revanche, le poste « travaux publics » (soit 17 % du total des dépenses générales) est en recul de 3,9 %, après avoir déjà diminué de plus de 10 % l'année dernière. Face à la baisse des recettes fiscales de l'ordre de 10,7 %, liée à la détérioration de la conjoncture et à des réductions d'impôts, le gouvernement va accroître les emprunts d'Etat de 30 à 35 trillions de yens. Au total, le déficit budgétaire devrait atteindre 8 % du PIB et la dette publique franchirait le seuil des 150 % du PIB en 2003.

- **Zone euro**

Le déséquilibre des finances publiques de la zone euro s'est accentué fin 2002. La limite de 3 % du PIB inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance a été franchie par le déficit allemand, atteinte par la France et approchée par le déficit italien. Plus significatif, le poids de la dette publique ne recule plus et s'inscrit à 69,1 % du PIB européen. Encore doit-on souligner que la progression de la charge de la dette a été limitée par la vive détente des taux sur emprunts d'Etat.

Cette dérive trouve son origine tant dans l'impact du cycle économique sur le ralentissement des recettes fiscales et l'accélération des dépenses publiques que dans l'absence d'ajustement du déficit structurel. Celui-ci aurait regagné quatre dixièmes de point de PIB entre 1999 et 2002, pour s'inscrire à 2 % du produit intérieur selon les estimations fournies en décembre dernier par la Commission européenne.

Ce retour aux déséquilibres excessifs se traduit par un tournant vers la rigueur d'ores et déjà amorcé en Allemagne alors qu'il se précise en France. Il vient également interroger le texte même du Pacte fondateur de l'Union monétaire et invite à une refonte de ce dernier qui sera à l'ordre du jour des prochains Conseils européens. ■