

## Editorial

Les doutes qui pouvaient subsister sur la vigueur de la reprise américaine se sont estompés au 2ème semestre. L'activité est soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt, comme en témoigne encore le maintien des demandes de prêts hypothécaires à un niveau proche des plus hauts historiques, et par la poursuite des allègements fiscaux. Sans doute ces éléments de soutien ne sont-ils pas extrapolables, un facteur de dynamisme de la consommation a ainsi disparu avec la décreue des refinancements hypothécaires. Pour autant, les perspectives restent très bien orientées, les indicateurs avancés comme l'ISM, et plus particulièrement sa composante nouvelles commandes, se sont inscrits en décembre à des points hauts historiques, qui permettent d'anticiper une croissance de l'ordre de 4,5% cette année. L'essor de la consommation est vraisemblablement appelé à se modérer avec l'épuisement des facteurs temporaires de soutien conjoncturel. Cependant, la nécessaire consolidation de la situation financière des ménages américains ne signifie pas un effondrement de leur demande : le service de la dette est bas, la confiance se redresse, la hausse des cours boursiers a permis d'effacer une bonne part de l'effet de richesse négatif des dernières années. Les chiffres décevants en matière de créations d'emplois devraient laisser place à une orientation plus favorable si l'on en croit tant les composantes emploi des indicateurs avancés que la décreue des inscriptions nouvelles à l'assurance chômage. Il demeure que, dans ce domaine, la lisibilité des statistiques est pour l'heure très limitée compte tenu des divergences de messages véhiculés par les enquêtes menées auprès des entreprises et celles effectuées auprès des ménages (lesquelles tiennent compte des emplois créés dans des entreprises nouvelles) et qui paraissent nettement mieux orientées. Ces faiblesses ne facilitent pas le diagnostic.

Le faible niveau des stocks, l'amélioration des profits – les entreprises dégagent depuis la mi-2003 une capacité nette de financement- et la détente des conditions de financement plaident pour une poursuite de la hausse des dépenses en capital. Par ailleurs, la baisse du dollar et la généralisation de la reprise au plan mondial stimulent les exportations.

En matière de politique monétaire, la désinflation et le souci de protéger la partie longue de la courbe des taux devraient repousser l'amorce d'un retour progressif vers la normalité vers le milieu de 2004. La politique monétaire resterait très accommodante en fin d'année.

Si les risques apparaissent plus équilibrés, ils n'ont pas disparu. En particulier, le soutien conjoncturel a conduit à une dérive des finances publiques qui appelle une correction après les élections. Pour l'heure, les projections officielles font preuve d'un grand optimisme avec l'hypothèse d'une stabilisation des dépenses et du caractère simplement temporaire d'une grande partie des allègements fiscaux. Notons à cet égard que la Fed estime qu'une hausse de 1 point de PIB du déficit public prévu entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de 25 points de base des taux longs, et qu'une hausse de 10 points du ratio de dette publique/PIB se traduit par une hausse des taux longs de 40 points de base.

Dans la zone euro, les comptes nationaux du 3ème trimestre ont fait état d'une généralisation de la reprise qui avait été annoncée par les indicateurs avancés (PMI, OCDE...). Le redressement de la conjoncture mondiale a stimulé les exportations, contrebalançant les effets négatifs de la hausse de l'euro. Cependant, la poursuite de l'ajustement des comptes des entreprises, le caractère neutre de la politique budgétaire et la détérioration du marché du travail pèsent sur la confiance des ménages et freinent l'essor de la consommation. Au total, la croissance attendue dans la zone resterait en deçà de son potentiel estimé à 2,25%. En dépit de la faible croissance enregistrée depuis trois ans et de l'appréciation de la monnaie européenne, l'inflation est restée relativement inerte. Cela tient non seulement à des chocs exogènes (prix alimentaires, fiscalité indirecte...) mais aussi au caractère décevant des gains de productivité qui ont maintenu les coûts unitaires sur un rythme de croissance excessif. Dans ces conditions, sauf à envisager une nouvelle hausse rapide de l'euro au-dessus des 1,30-1,35, la BCE devrait laisser inchangé son taux refi pour de longs mois. Nous n'envisageons aucun resserrement avant le 4ème trimestre. Au Japon, après la récession de 2002, l'économie a renoué avec la croissance l'an dernier. Elle ne devrait pas connaître d'accélération marquée en 2004, compte tenu de l'appréciation du yen, et devrait s'orienter vers les 3%. Non seulement le Japon a bénéficié d'une demande externe –notamment en Asie- gagnant en dynamisme, mais aussi du redressement financier de ses entreprises industrielles qui ont renoué avec des dépenses d'investissement soutenues. Pour autant, la stabilisation du marché du travail ne suffit pas à redresser la confiance des ménages. Les statistiques décevantes de consommation en octobre et novembre témoignent du maintien d'une attitude des plus prudentes. Dans ce contexte, les autorités monétaires ont marqué le souci de protéger la

reprise et de modérer les tensions déflationnistes en intervenant massivement sur les marchés des changes. Il est peu vraisemblable que l'on assiste à un changement de cette politique malgré les pressions qui ne manqueront pas de s'exercer en faveur d'une plus grande « flexibilité » des changes.

Dans les pays émergents, la croissance a connu une accélération continue depuis le début de la décennie. Inférieure à 3% en 2001, la progression de l'activité a atteint 3,6% en 2002 et 4,5% l'an dernier. Elle devrait dépasser sensiblement 5% en 2004. Mis à part la zone Afrique-Moyen-Orient, l'accélération est partout sensible. La croissance devrait approcher 3,5% en Amérique latine, 4,5% dans les pays européens en transition et 6,5% en Asie. L'accélération de la croissance s'accompagne d'une hausse marquée des importations qui conduit à une contraction des excédents de balance courante. Après avoir atteint 1,5 point de PIB l'an dernier, l'excédent devrait être limité en moyenne à 0,5 point en 2004, avec l'apparition d'un léger déficit en Amérique latine et en Europe de l'Est. Les perspectives favorables et la détente des conditions de financement ont stimulé les entrées de capitaux, notamment au titre des opérations en actions. Ce mouvement, conjugué au maintien d'excédents courants, gonfle les réserves officielles et ceci dans toutes les zones géographiques. Dans le même temps, la baisse des spreads a favorisé les émissions obligataires avec en partie le souci de refinancer la dette en tirant profit de conditions plus favorables.

**Philippe d'Arvisenet.**