

Les chercheurs de l'Observatoire Français des Conjonctures Économiques et GT Finance se sont associés pour créer les Rendez-vous de la Conjoncture avec pour ambition d'appréhender les risques et les enjeux de la gestion d'actifs, dans un contexte économique et monétaire globalisé.

Dirigée par Jean-Paul FITOUSSI, une équipe d'experts reconnus et indépendants, s'est attachée pour cette première édition à analyser le découplage des taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe.

Une politique monétaire agressive associée à une politique budgétaire nord-américain particulièrement conciliante ont permis de redynamiser l'économie mondiale, avec pour corollaire un déficit courant américain qui engendre une série de déséquilibres.

Tant que les zones Asie et Japon soutiennent ce déficit courant, la courroie de transmission qui va du dynamisme de la consommation américaine aux exportations asiatiques résiste. La zone euro, quant à elle, se trouve exclue de ce nouvel équilibre de croissance.

Le pilotage de l'économie mondiale implique une prise de risque importante dans la gestion de ces déséquilibres, son objectif étant de favoriser la croissance économique tout en maîtrisant les tensions inflationnistes. Les éléments de cette nouvelle donne feront la conjoncture des mois prochains. Ils seront porteurs d'opportunités mais également de volatilité.

Ce sont là autant d'analyses qui apportent des éléments pertinents de réflexion aux investisseurs institutionnels, mais également privés, pour la mise en œuvre de leurs stratégies d'allocation d'actifs. Une logique d'arbitrage qui, cette année encore, devrait tenir compte de l'évolution des rapports entre les États-Unis et la zone asiatique. Une configuration qui n'est pas sans rappeler l'équilibre trouvé avec l'Europe dans le cadre des accords de Bretton Woods.

Daniel Thierry

Président du Directoire de GT Finance

LE DÉCOUPLAGE DES TAUX OU LE TRIOMPHE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Xavier Timbeau

Directeur du département analyse et prévision de l'OFCE

Avec 5 % en moyenne annuelle, la croissance de l'économie mondiale aura été exceptionnelle en 2004 (tableau 1). Après avoir traversé bien des turbulences, de la bulle internet aux conflits armés en Afghanistan et en Irak, du 11 septembre aux événements géologiques et climatiques qui ont secoué la planète, la vigueur de la croissance mondiale confirme que la reprise de 2003 n'était pas un feu de paille. L'écart de production accumulé depuis le ralentissement des années 2001 et 2002 est maintenant comblé et le niveau de production a rejoint le sentier de croissance potentiel pour les grandes économies hors Japon et zone Euro. Les années 2005 et 2006 devraient connaître une évolution comparable, bien qu'en léger ralentissement par rapport à l'année 2004 (notre prévision de croissance mondiale est de 4.2 % en 2005 et 4.0 % en 2006), la résorption partielle des déséquilibres accumulés depuis 2001 pesant sur la vigueur de la demande, en particulier aux États-Unis.

Les deux principaux moteurs de la croissance mondiale resteront dans les deux années à venir les États-Unis et la Chine (tableau 1). En parité de pouvoir d'achat, ces deux économies contribuent à la croissance mondiale en volume pour environ 1 point chacune. L'Asie, hors Japon, connaît un taux de croissance supérieur à 6 % depuis maintenant plus de 15 ans et a doublé son PIB en un peu plus de 10 ans. Cette croissance frénétique a résisté à des crises majeures (crises asiatiques et russes de 1998, krach boursier de 2000) et s'inscrit dans la durée.

L'axe de croissance ne passe ni par la zone euro, ni par le Japon. L'appréciation de l'euro, la faiblesse de la demande intérieure en Allemagne, la perte de compétitivité de l'économie italienne, mais aussi l'incapacité des politiques macroéconomiques européennes à soutenir l'activité dans les phases de ralentissement ont condamné la zone euro à décrocher par rapport au reste du monde. Le Japon n'est pas sorti de la déflation, et sa performance économique est suspendue à son commerce extérieur. La difficulté à déprécier le yen et la concurrence grandissante de l'Asie dans les technologies de pointe, jadis domaine réservé de l'archipel nippon, fragilisent cette unique planche de salut.

Ce rythme rapide de croissance s'accompagne d'une grande stabilité des prix. En 2004, l'inflation dans l'ensemble des pays développés a été de 2,0 %. La dispersion de l'inflation est également très faible, facilitant la stabilité financière globale. Ce très faible chiffre d'inflation est d'autant plus remarquable qu'il est persistant et ce, malgré une hausse du prix des matières premières et du pétrole. Dans les zones en développement, la croissance des prix est plus élevée, mais reste contrôlée, en dessous de 6 % par an.

Associer croissance forte à inflation faible et stable, c'est là le rêve d'une économie mondiale bien régulée. La hausse des prix des matières premières et du pétrole n'est alors que le « signal prix » envoyé aux consommateurs et aux producteurs du monde entier de la nécessité de revoir progressivement l'allocation des ressources. Ce qui signifie, d'une part, investir dans les capacités

GT Finance, une gamme de fonds

Page 5

d'extraction et de raffinage des matières premières, et, d'autre part, économiser les ressources rares et épuisables par un développement plus soutenable.

L'absence de tensions inflationnistes donne toute latitude à la politique monétaire. Peu d'inflation diminue le risque de taux, dissuade l'emprunteur de compter sur l'inflation pour réduire sa dette. Cela permet de financer le développement économique par la dette sans faire prendre de risque d'une dévalorisation de la créance par l'inflation. Cela facilite et alimente le développement d'un capitalisme financier globalisé.

Peut-on conclure pour autant qu'après deux années de croissance forte, malgré le décrochage de la zone euro, que le mécanisme à l'œuvre soit soutenable ? La croissance mondiale est sur le fil du rasoir. Les déséquilibres qui s'accumulent ne peuvent manquer d'attirer l'attention.

1. Perspectives de croissance mondiale Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2004	2005	2006
Allemagne	4,4	1,0	0,8	1,7
France	3,2	2,3	2,2	2,4
Italie	3,1	1,0	1,1	1,3
Espagne	1,8	2,7	2,5	2,6
Pays-Bas	0,9	1,3	1,1	1,9
Belgique	0,6	2,6	2,1	2,4
Autriche	0,5	2,1	2,3	2,4
Finlande	0,4	3,4	3,1	3,1
Portugal	0,4	1,0	0,9	2,0
Grèce	0,3	3,9	2,8	3,1
Irlande	0,3	4,9	4,7	4,5
Zone euro	15,7	1,7	1,5	2,1
Royaume-Uni	3,1	3,1	2,5	2,2
Suède	0,5	3,0	2,8	2,6
Danemark	0,3	2,0	2,4	2,4
Union européenne à 15	19,7	2,0	1,8	2,1
10 nouveaux pays membres	1,8	5,0	4,4	4,4
Union européenne à 25	21,5	2,2	2,0	2,2
Suisse	0,4	1,7	1,3	1,6
Norvège	0,3	3,4	3,4	2,8
Europe	22,2	1,8	1,7	1,9
Etats-Unis	21,2	4,4	3,5	3,3
Japon	7,1	2,6	0,7	1,4
Canada	2,0	2,8	2,6	2,8
Pays industriels	54,2	2,9	2,2	2,4
Pays candidats à l'UE ²	1,4	7,0	5,1	4,8
Russie	2,7	7,1	6,0	5,5
Autres CEI ³	1,2	10,4	6,9	6,3
Chine	12,7	9,6	8,4	8,0
Autres pays d'Asie	13,5	6,2	5,6	5,7
Amérique latine	7,9	6,3	4,5	3,4
Afrique	3,2	4,8	5,7	5,0
Moyen-Orient	3,1	6,5	5,8	4,8
Monde	100,0	5,0	4,2	4,0

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2002.

2. Bulgarie, Croatie, Roumanie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE mars 2005.

Des déséquilibres qui fragilisent en apparence la croissance...

Le déficit courant des États-Unis ne cesse de s'accroître, atteignant 6,3 % du PIB fin 2004, soit deux points de plus qu'il y a quatre ans. Il est considérable. La facture pétrolière explique une partie de sa dégradation (0,7 point en 2004), mais le reste est lié aux conséquences d'une économie qui s'endette pour croître.

Malgré ce besoin croissant de financement extérieur et le resserrement de la politique monétaire américaine, les taux d'intérêt à long terme sont, en 2004, à peine plus hauts qu'en 2003 (proches de 4 %). L'écart entre la croissance du PIB en valeur et le taux d'intérêt nominal reste donc très positif, à l'inverse du Japon ou de la zone euro. Dès lors, tant qu'ils trouvent des pourvoyeurs de capitaux, les États-Unis n'ont aucune pression pour ne pas poursuivre dans cette voie. La dynamique de la dette est à l'opposé de l'effet boule de neige, puisque les charges d'intérêt sont plus que compensées par les perspectives de revenus futurs.

Le statut de la monnaie américaine, monnaie de transaction et de réserve, lui confère une force particulière et contribue à la stabilité du change. Mais, ce statut particulier ne suffit pas pour comprendre le mécanisme à l'œuvre aujourd'hui. Le déficit courant américain est en grande partie financé par les banques centrales d'Asie. À la fin de l'année 2004, les réserves de change détenues par les principaux instituts d'émission asiatiques s'élevaient à plus de 2 000 milliards de dollars, soit presque 80 % de la position nette extérieure américaine. Ce financement évite que l'appréciation des monnaies asiatiques et explique que le dollar ne se déprécie pas comme le ferait la monnaie d'un pays soumis à la contrainte extérieure.

Si les banques asiatiques, en achetant des bons du trésor américain, soutiennent ainsi le dollar et financent le déficit courant américain, c'est pour maintenir leur compétitivité avec les États-Unis. Elles fournissent les liquidités pour que l'économie américaine croisse en s'endettant et alimente la demande adressée à la zone Asie. Elles fournissent également une contrepartie aux investissements directs réalisés dans leurs économies.

... mais qui sont au cœur du processus

Les performances économiques de la zone Asie dépendent encore de la demande extérieure et des investissements directs étrangers. En Chine, la demande interne ne croît pas encore de façon autonome, que ce soit sa composante consommation ou investissement. Le solde courant chinois est certes à peu près équilibré, mais les flux de capitaux sont essentiels pour les investissements. Le Japon n'est pas sorti de la déflation, et l'atonie des revenus distribués condamne la croissance à être faible. Seuls un excédent courant et une contribution positive du commerce extérieur peuvent permettre une croissance suffisante pour espérer l'assainissement progressif de la situation interne.

L'accumulation de réserves de changes expose les banques centrales à un grand risque : une dépréciation du dollar de 10 % leur coûterait 200 milliards de dollars. Ces réserves sont de plus rémunérées à un taux d'intérêt bas, pour un coût d'opportunité important. Ce taux d'intérêt est d'autant plus bas que les banques centrales asiatiques continuent à accroître leurs réserves. Le risque pris par les banques centrales asiatiques est à la mesure du déficit courant américain, pesant sur les anticipations de change et augmentant le risque d'une dépréciation du dollar.

Mais ces coûts et ces risques sont faibles par rapport au gain en croissance et en développement que l'Asie gagne à ce jeu. D'autant que le développement de l'Asie se traduit par une accumulation de capital physique et humain, par une division du travail accrue au sein de la zone, une multiplication des échanges commerciaux et une imbrication des économies. Ces éléments resteront et permettront à la zone d'accéder au club des nations développées.

La stimulation monétaire, par la baisse des taux d'intervention de la réserve fédérale, et budgétaire, par les dépenses militaires et les baisses d'impôt, ont poussé les feux de la machine américaine. Les interventions des banques asiatiques

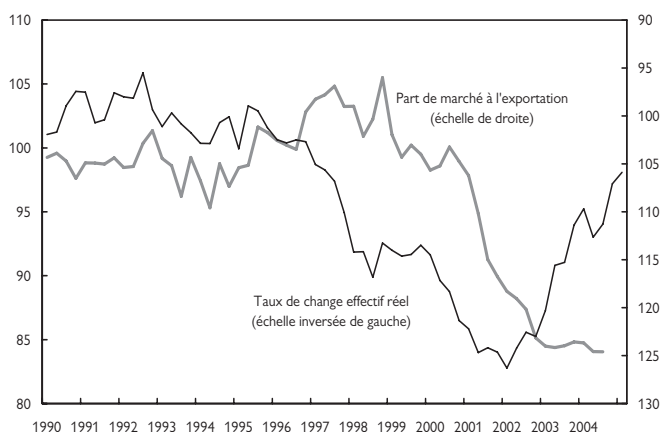
ont amplifié cette impulsion en contenant les taux longs à des niveaux particulièrement bas. Les croissances américaine et asiatique s'en trouvent propulsées sur des sentiers qui paraissent inaccessibles.

Le schéma de la croissance mondiale s'apparente au système de Bretton Woods mis en place entre l'Europe et les États-Unis après la deuxième guerre mondiale. L'Asie a pris la place de l'Europe et, cette fois, la zone euro s'est exclue de l'axe de la croissance. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar ou des monnaies asiatiques, l'incapacité de la politique monétaire à mordre sur les comportements d'endettement des ménages, l'absence de soutien franc des politiques budgétaires participent à cette absence.

Ce système monétaire implicite apporte une abondance de liquidités qui maintient les taux d'intérêt à un niveau bas, peut engendrer des bulles sur les prix d'actifs. Aujourd'hui, les marchés immobiliers flambent et l'endettement des ménages atteint des sommets, notamment au Royaume-Uni et aux États-Unis (respectivement plus de 150 % et 125 % du revenu des ménages). Demain, l'utilisation de l'effet de levier par les entreprises, américaines comme européennes, pourrait soutenir les Bourses au-delà d'une rentabilité strictement économique. La stabilité de l'inflation est la clé de cette mécanique et c'est sur elle que reposent les principales hypothèses de notre scénario. Son maintien est une condition essentielle à la résolution en douceur des différents déséquilibres, qu'il s'agisse des excès d'endettement ou des emballements immobiliers, et à la poursuite de la croissance. En cas d'accélération brutale des prix, les taux d'intérêt grimperaient, les marchés d'actifs, des plus locaux aux plus globaux, s'effondreraient et les effets richesse négatifs, superposés à la nécessité du désendettement, entraîneraient une contraction de la demande des ménages et des entreprises. Or, cette stabilité de l'inflation est obtenue par un jeu complexe entre pressions déflationnistes (gains de productivité obtenus par de fortes contraintes sur les coûts, concurrence accrue, ...) et pressions inflationnistes (dynamisme de la demande, prix des matières premières élevés, instabilité du change, ...). De nouvelles embardées du prix du pétrole, un surcroît d'inflation importée ou des effets de second rang liés à la hausse passée des prix du pétrole pourraient provoquer un dérapage inflationniste, notamment aux États-Unis.

L'équilibre de la croissance mondiale est donc fragile ; beaucoup ont intérêt à le préserver et les politiques macro économiques américaines seront guidées par ce principe. Le déficit courant américain est l'épicentre de l'équilibre actuel. Il se stabiliserait dès le début 2005, comme les dernières informations nous l'indiquent (graphique 1). La réduction

1. Parts de marché États-Unis à l'exportation, en %



Source : comptes nationaux, FED, calculs OFCE

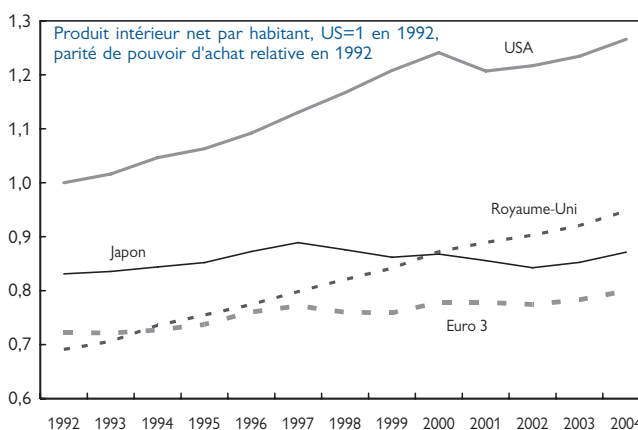
progressive du déficit public, le ralentissement modéré de la demande intérieure et des gains de parts de marché y contribueront.

La zone euro, qui n'est pas entrée dans ce schéma (faible endettement privé, déficit public sous contrôle, inflation mesurée) a tout à gagner à ce scénario d'atterrissage en douceur, qui maintiendrait la croissance mondiale à un niveau élevé et qui permettrait d'entériner la fin de l'appréciation de l'euro, voire le retour vers un taux de change plus compatible avec notre compétitivité.

Les États-Unis et l'Asie hors Japon galopent...

Avec 4,4 % de croissance en 2004 (après 3 % en 2003), les États-Unis ont encore creusé l'écart de croissance avec la zone euro (graphique 2). La consommation des ménages s'est accélérée légèrement (3,8 %), mais c'est surtout la franche reprise de l'investissement des entreprises (10,6 %) qui a été le moteur de la croissance. Soutenues par une demande au rendez vous, un financement facile et des incitations fiscales jusqu'à la fin 2004, les entreprises n'ont pas hésité à investir et se sont remises à embaucher. Le taux de chômage s'est réduit de 0,5 point, à 5,5 % en moyenne annuelle. Les gains de productivité sont néanmoins restés élevés. La reprise est donc bien enclenchée, malgré une contribution encore négative du commerce extérieur (- 0,6 point de PIB). La priorité de la Réserve fédérale et de l'administration Bush est désormais la réduction des déséquilibres (déficits courant et budgétaire, surendettement des ménages). D'où un *policy mix* nettement moins favorable à attendre en 2005 et 2006. La croissance américaine ralentirait à 3,5 % en 2005, puis à 3,3 % en 2006. L'amélioration du déficit extérieur permettrait au dollar de s'apprécier courant 2006.

2. Production par tête



Source : comptes nationaux, calculs OFCE

Deuxième pôle de croissance de l'économie mondiale, l'Asie en développement a crû de 8 % en 2004, tirée surtout par la Chine. Les exportateurs continuent de tirer parti d'une compétitivité-prix favorable pour accroître leurs parts de marché à l'étranger. Une forte vague d'investissement et un rebond de la consommation ont également soutenu la croissance. En 2005 et 2006, la croissance resterait forte mais s'infléchirait légèrement, du fait de l'atterrissage en douceur de la croissance chinoise, du ralentissement dans les pays développés et de l'appréciation des taux de change de certains pays vis-à-vis du dollar. La levée des quotas dans l'industrie textile devrait profiter largement à la zone dès 2005.

De façon moins spectaculaire que l'Asie émergente, les autres régions en développement ont également participé activement à la croissance mondiale record de 2004. L'abondance

de capitaux liés au recyclage des pétrodollars et des excédents courants asiatiques et l'intérêt des investisseurs pour des régions offrant des rendements plus élevés ont permis des conditions de financement favorables pour de nombreux pays à fort potentiel de croissance. Simultanément, la dynamique du commerce international et les bénéfices de la hausse des prix des matières premières pour les pays producteurs ont soutenu la croissance dans de nombreux pays. En Amérique latine, après plusieurs années de crise et d'ajustement structurel, les conditions sont réunies pour une nouvelle phase d'expansion. Après 6 % en 2004, la croissance pourrait atteindre 4,5 % en 2005 et 3,5 % en 2006. L'Afrique et le Moyen-Orient renouent avec une croissance plus soutenue. Avec 7 % de croissance en 2004, les pays d'Europe de l'Est ont poursuivi leur rattrapage. La croissance s'est néanmoins ralentie au second semestre, en phase avec la décélération de l'économie mondiale et en réaction à l'appréciation des taux de change de la région, vis-à-vis du dollar mais aussi de l'euro. Pour le moment, les déséquilibres courants sont financés sans problème par des entrées de capitaux. Une stabilisation de la croissance autour de 5,5 % est attendue pour 2005 et 2006.

Pendant que le Japon et la zone euro peinent

Le Japon, qui venait tout juste d'amorcer une reprise, est retombé dans ses difficultés structurelles. Après l'accélération de 2003-début 2004, la croissance s'est en effet grippée au second semestre, ce qui repose la question de la sortie de déflation. La consommation des ménages a baissé, tout comme l'investissement, moteur de la croissance en 2003. L'assainissement du secteur financier est bien avancé et l'accès des entreprises au crédit, plus facile qu'avant. Mais encore faut-il qu'il y ait de la demande. Or, la dynamique interne est difficile à réenclencher compte tenu de la baisse des salaires réels, de la réforme de la Sécurité sociale, du développement de la précarité... La croissance est suspendue aux exportations. La concurrence grandissante de l'Asie dans les technologies de pointe, fragilise cette unique planche de salut. La croissance serait de 0,7 % en 2005 % et 1,4 % en 2006.

Du côté européen, les performances sont plus mesurées. Parmi les grands pays, c'est au Royaume-Uni qu'elles sont les meilleures (3,1 % en 2004 après 2,2 %). La croissance enregistre de faibles fluctuations autour de sa moyenne annuelle de long terme sur laquelle elle est engagée depuis plus de 10 ans. Le chômage est resté proche de 4,7 %, et l'inflation est demeurée très faible (1,6 % en février 2005 en glissement). Le resserrement monétaire engagé de novembre 2003 à août dernier pour freiner la frénésie immobilière et la montée de l'endettement, commence à porter ses fruits. Les prix de l'immobilier baissent depuis l'été 2004. En 2005 et 2006, les ajustements se poursuivront et, en l'absence de signes inflationnistes, la croissance redeviendrait proche de 2,5 %.

Dans la zone euro, les performances ont été particulièrement décevantes en 2004. Les signes encourageants de la mi-2003 à l'été 2004 n'ont pas été confirmés et la croissance est retombée en fin d'année. Au final, celle-ci n'aura été que de 1,7 %, après 0,5 % en 2003. La consommation des ménages est restée atone (1,1 % en 2004) et la reprise de l'investissement très faible (1,6 % après - 0,6 %). Quant au commerce extérieur, sa contribution à la croissance n'est simplement plus négative. Le taux de chômage est stable à 8,8 %, malgré l'amorce d'une reprise des créations d'emplois. Du côté des bonnes nouvelles, l'inflation tourne autour de 2 %, soit la cible de la Banque centrale européenne (BCE), et l'inflation sous-jacente n'a été que de 1,4 % en février 2005. On ne voit toujours pas de franche reprise à l'horizon de la prévision (1,5 % en 2005 et 2,1 % en 2006), la politique économique restant toujours aussi peu favorable à la croissance, d'autant que le refus du traité constitutionnel gèle les coopérations franches à court terme.

Avec une croissance de 2,4 % et 2,7 % respectivement en 2004, la France et l'Espagne ont soutenu la dynamique de la zone qui aurait été entraînée vers le bas par l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas sinon. Cette situation devrait se poursuivre en 2005 et s'atténuer en 2006 avec l'accélération de la croissance en Allemagne et aux Pays-Bas. La situation s'améliorerait aussi en Italie mais l'écart de croissance avec le reste de la zone euro s'élargirait légèrement. La France et l'Espagne ont bénéficié d'une demande intérieure relativement solide, soutenue par les dépenses des ménages. Dans ces pays, la hausse des revenus, les effets richesse basés sur la flambée des prix de l'immobilier et l'augmentation de l'endettement (jusqu'à 115 % du revenu en Espagne) ont joué un rôle important. À l'inverse, les ménages allemands continuent de subir le poids des réformes structurelles sur les revenus. La situation financière des entreprises est bonne et continue de s'améliorer. Les taux de marge progressent rapidement (1,9 point en Allemagne et 1,6 point en France entre le point bas de 2003 et la fin 2004), plus vite d'ailleurs qu'aux États-Unis. Mais les débouchés font défaut pour enclencher une reprise vigoureuse de l'investissement. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été positive dans les pays à faible demande intérieure (Allemagne) et négative dans les pays plus dynamiques (France, Espagne), du fait notamment du rôle des importations et des mauvaises performances à l'exportation. Les parts de marché ont baissé en 2004, surtout en Italie qui pâtit d'une compétitivité-prix très dégradée.

Pas de soutien à attendre des *policy mix*

La politique économique apparaissait encore en 2004 comme l'élément dominant des différences de performances entre les grandes zones développées. Néanmoins, l'orientation s'est lentement inversée des deux cotés de l'Atlantique. Aux États-Unis, l'élan fourni par le *policy mix* s'est réduit, tandis que dans la zone euro les autorités monétaires et budgétaires ont fini par s'adapter à la situation conjoncturelle, même si c'est avec retard et beaucoup moins de vigueur. En 2005 et 2006, le *policy mix* deviendrait plus franchement restrictif aux États-Unis que dans la zone euro où il évoluerait vers plus de neutralité monétaire et une restriction budgétaire légère (tableau 2). Cette orientation serait également observée au Royaume-Uni. Malgré l'entrée dans un cycle de hausse des taux directeurs aux États-Unis mi-2004 (les taux directeurs sont passés de 1 % en mai 2004 à 2,75 % début mars), les liquidités abondent toujours et se placent aussi bien là où le rendement est élevé (marchés émergents, matières premières, immobilier, Bourses) ou sûr (marchés obligataires américains). Résultat, les taux longs restent à des niveaux anormalement faibles et empêchent la politique monétaire de mordre sur l'activité ! La Réserve fédérale est donc confrontée aux mêmes problèmes qu'il y a un an : freiner en douceur l'endettement des ménages, cesser d'alimenter le boom immobilier et obligataire et, in fine, réduire le déficit d'épargne. Elle devrait donc continuer d'augmenter ses taux jusqu'à 4 % fin 2005. Les taux à long terme suivraient le mouvement, passant de 4,5 % fin mars à 5 % fin 2006.

En l'absence de tensions inflationnistes, la BCE n'a pas de raison de durcir sa politique monétaire. Son taux directeur est inchangé à 2 % depuis bientôt deux ans et les taux à long terme ont baissé, passant de 4,4 % à la mi-2004 à 3,5 % début février. À l'horizon 2006, l'inflation resterait juste en deçà de la cible de la BCE et le statu quo sur le taux directeur pourrait être prolongé. Le ralentissement de l'inflation et le report de la reprise européenne pourrait même justifier une impulsion monétaire supplémentaire, en ramenant les taux d'intervention à 1,5 %. Mais les votes non aux référendums et les difficultés du processus de ratification du traité constitutionnels alimentent les peurs de voir les dépenses publiques dérapier ; le pacte de stabilité et de croissance a été assoupli

2. Positions budgétaires en Europe, aux États-Unis et au Japon

	2003	2004	2005	2006	Moy. 03-06
Croissance du PIB en %					
Zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1	1,5
Etats-Unis	3,0	4,4	3,5	3,3	3,6
Royaume-Uni	2,2	3,1	2,5	2,2	2,5
Japon	1,4	2,6	0,7	1,4	1,5
Solde public en % du PIB					
Zone euro**	-2,7	-2,9	-2,7	-2,6	-2,7
Etats-Unis	-4,6	-4,3	-4,0	-3,5	-4,1
Royaume-Uni	-3,3	-3,4	-3,0	-3,0	-3,2
Japon	-7,7	-6,5	-6,6	-6,4	-6,8
Impulsion budgétaire* en point de PIB					
Zone euro**	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1
Etats-Unis	1,0	0,4	-0,1	-0,7	0,2
Royaume-Uni	1,3	0,4	-0,3	-0,2	0,3
Japon	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,4

*Opposé de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.

**Eurostat n'ayant pas validé les comptes italiens 2004, le solde public et l'impulsion budgétaire sont basés sur nos estimations

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2005.

et la pression populaire pour un retour de la croissance est forte. La BCE s'érigera en gardienne du temple et refusera donc toute aventure monétaire.

Les taux longs en zone euro se rapprocheraient de 4 % fin 2006. Les conditions monétaires évolueraient alors vers davantage de neutralité. Ce scénario s'articule avec une orientation plus neutre de la politique budgétaire (tableau 2). Le déficit public s'est légèrement détérioré à 2,9 % du PIB en 2004 sous le poids d'une mauvaise conjoncture. Ce facteur jouerait encore plus en 2005. Aussi, la baisse du déficit prévue pour cette année s'appuiera sur une impulsion budgétaire négative, dont une grande partie tiendra à une hausse des recettes exceptionnelles. En 2006, l'épuisement de ces recettes serait compensé par davantage de restriction budgétaire, ce qui permettra une amélioration très faible du solde. Mais l'Allemagne, l'Italie, la Grèce et le Portugal ne parviendront pas à revenir sous la barre des 3 % en 2005. Aux États-Unis, le déficit public s'est réduit à 4,3 % du PIB en 2004, après 4,6 % en 2003, sous l'effet de la vigueur de la croissance. Cette amélioration devrait se poursuivre dans les deux années à venir (le déficit est attendu à 3,5 % en 2006), si deux hypothèses sont respectées : pas de rallonge des dépenses discrétionnaires hors défense et sécurité intérieure, ni sur les dépenses liées aux opérations en Irak et Afghanistan. Le tour de vis s'enclencherait véritablement en 2006 avec une impulsion budgétaire négative de 0,7 point de PIB. Le resserrement du *policy mix* américain est donc enclenché mais n'a pas encore eu d'effets sur le redressement du déficit courant, et donc du dollar. La demande intérieure reste vive et engendre des importations. Quant à l'impact de la dépréciation du dollar sur les exportations, celui-ci reste à venir. Depuis 2003, les parts de marché des États-Unis sur les marchés tiers se sont stabilisées. Pour autant, rien n'est perdu : en 1985, il avait fallu près de deux ans pour que les effets-prix liés à la baisse du dollar jouent sur les volumes. On peut supposer que les délais de réaction sont désormais plus longs. Le ralentissement de la demande intérieure combiné à une accélération des exportations devrait favoriser une amélioration du solde courant, qui sera surtout visible en 2006. Aussi en 2005, la pression à la baisse sur le dollar persisterait, mais le creusement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe agirait comme contre-poids. Cette pression se dissiperait l'année suivante, permettant une appréciation du billet vert. Le dollar, qui

s'échangeait mi mai au taux de 1,28 pour 1 euro, s'est apprécié jusqu'à 1,22 dollar pour 1 euro suite aux référendums français et néerlandais. Il devrait baisser à court terme, rejoignant son niveau d'avant référendum, puis s'apprécierait ensuite progressivement jusqu'à 1,20 fin 2006.

La Banque du Japon devrait intervenir pour endiguer la tendance à la hausse du yen qui serait fatale à la croissance. Le yen resterait donc inchangé face au dollar en 2005 au taux de 106 yen pour 1 dollar, et se déprécierait en 2006 jusqu'à 115 yen.

3. Taux nominaux à 10 ans (oblig. Pub.) zone euro et États-Unis



Sources : FED, BCE.

Le découplage des taux

La stimulation monétaire impulsée par les États-Unis et relayée par les banques centrales asiatiques va perdurer. Les dépenses courantes américaines trouveront donc un financement facile, à des taux d'intérêt maintenus bas. Le contrôle du déficit courant américain se fera en douceur, sans rupture dans le schéma de croissance. L'inflation ne sera pas un problème et le processus de croissance restera soutenable en Asie et aux États-Unis. La zone euro reste en dehors de ce mouvement de croissance. La demande intérieure n'y est pas soutenue, ni par des politiques budgétaires, ni par des politiques monétaires dont l'impact est étrangement amorti dans la zone euro. Les réformes structurelles entreprises dans certains pays pèsent même un peu plus sur la consommation des ménages et compromettent tout franc redémarrage de l'économie européenne. La surévaluation de l'euro, par rapport à un taux de change de référence de 1 dollar pour 1 euro continue et écorne la compétitivité européenne.

La zone euro va donc rester une zone de croissance molle où le niveau de risque est plus faible que dans le reste du monde : pas de risque de dépréciation du change, pas de risque de bulle immobilière, pas de risque de bulle action. Les taux d'intérêt courts y seront de façon persistante plus bas qu'outre Atlantique, puisque la faible croissance n'implique aucune tension que la politique monétaire devrait contrôler. Cette moindre croissance, ce moindre niveau de risque impliquent donc des taux d'intérêts longs plus bas qu'outre Atlantique. Le découplage des taux s'est inversé depuis la fin 2004 et va persister. Conséquence d'une politique monétaire en zone euro moins pertinente et moins efficace, la pente des taux sera beaucoup moins marquée en zone euro qu'aux États-Unis.

La période de référence est celle qui avait débuté en 1995 et qui avait été marquée par un cycle de croissance bien plus fort et bien plus avancé aux États-Unis qu'en zone euro ■

GT Finance, une gamme de fonds

GT Finance, société de Gestion de portefeuille, est dédiée à la gestion pour le compte d'investisseurs institutionnels et de grands patrimoines privés.

En complément de la gestion classique dans le cadre de mandats, GT Finance s'est spécialisée dans la multigestion et la gestion alternative au travers de fonds dédiés et d'OPCVM.

La gestion est orientée vers la recherche d'une performance absolue, créatrice d'alpha, dans le cadre d'une politique de maîtrise du risque.

GT Finance, est une filiale à 51 % de Cholet Dupont, société financière dont le capital est détenu à hauteur de 66,6 % par les dirigeants et leurs principaux collaborateurs et à 33,4 % par CALYON.

Asia Pacific Performance (LU0059313121), une SICAV de droit luxembourgeois investissant en actions asiatiques, hors Australie et Japon.

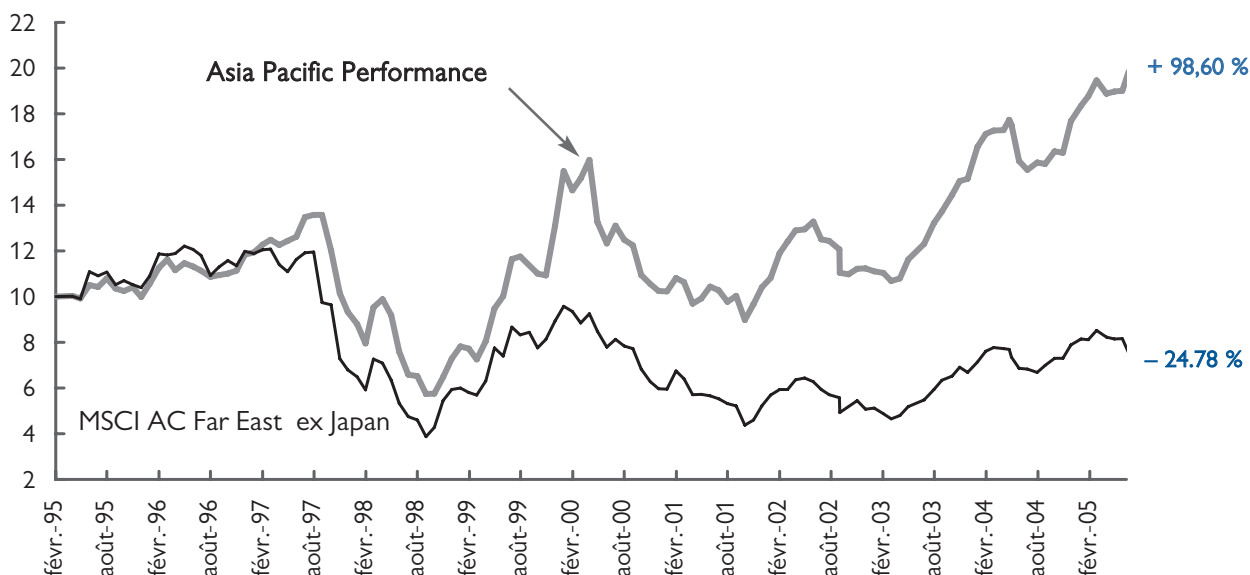
Son objectif est de produire une performance supérieure à celle de l'indice MSCI de référence sur la zone concernée, dans le cadre d'une approche de multigestion traditionnelle dont la gestion a été déléguée à 4 gestionnaires indépendants dont le choix

est conseillé par GT Finance, ce sont Llyod George et Hamon à Hong Kong, Sloane Robinson à Londres et Comgest à Paris.

Depuis sa création en 1995, Asia Pacific Performance a produit un rendement cumulé de 98,6 %, soit une performance annuelle moyenne de plus de 9 %, contre -2,4 % pour son indice de référence (MSCI AC Far East ex Japan).

Évolution comparative en dollar US d'Asia Pacific Performance depuis la création

(Base 10 le 8/02/1995)



Depuis le début de l'année, les marchés actions en Asie ont montré une certaine décorrélation par rapport aux marchés américains, enregistrant des performances positives ayant permis à APP de se maintenir tout près de son plus haut historique atteint le 15 mars 2005.

De telles performances trouvent leur justification dans la vitalité de la croissance économique de cette zone, aidée par une évolution marquée de l'appréciation des devises locales par rapport au dollar, ainsi que par la pertinence de la sélection de valeurs réalisée par nos gestionnaires grâce à la qualité de leur recherche.

Au 16 juin 2005 le rendement en dollars d'Asia Pacific Performance est de 8,23 % depuis le début de l'année, soit une performance de 21,06 % pour les investisseurs en euros.

GT Alpha (FR0007059734), un fonds de fonds de gestion alternative alliant faible volatilité et recherche de performance absolue par la combinaison

de plusieurs stratégies. Depuis sa création en mai 2001, GT Alpha a produit un rendement cumulé de 11,4 %.

En %

Au 3 juin 2005	GT ALPHA	MSCI WORLD	JP MORGAN US 7-10 ans
Performance depuis la création	11,40	- 28,0	- 2,5
Performance annualisée	2,65	- 7,7	- 0,6
Volatilité annualisée	2,90	16,7	10,4
% de mois positifs	66,00	48,0	42,0
Meilleur mois	2,32	7,1	7,2
Moins bon mois	- 2,01	- 11,8	- 5,3
Ratio de Sharpe	0,92	NS	NS

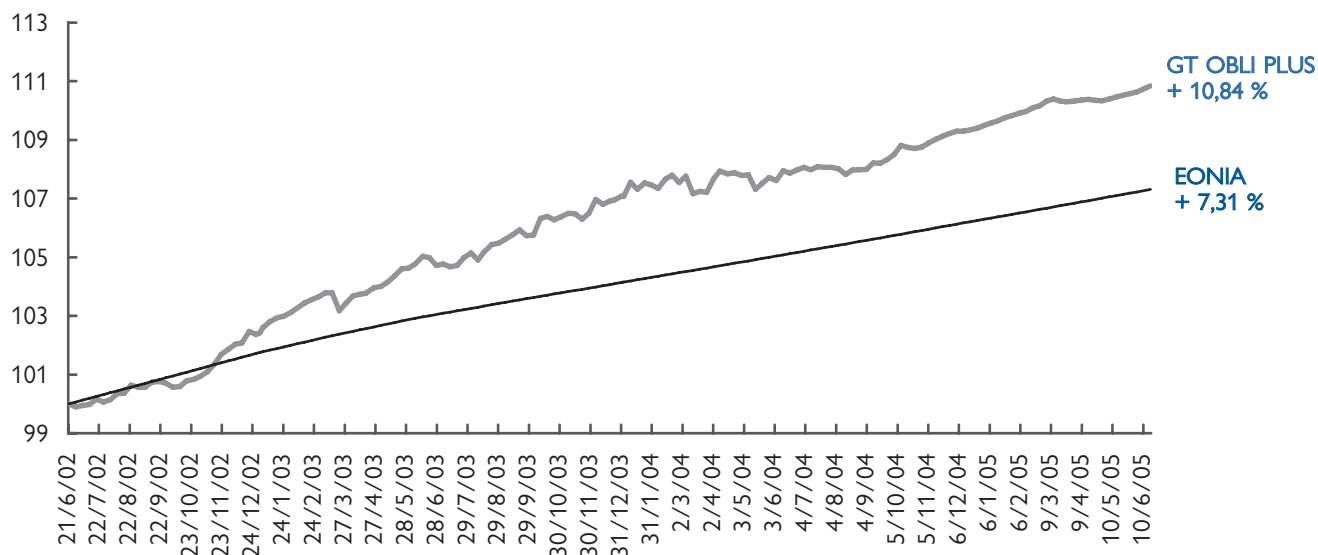
GT Alpha vise à maîtriser sa volatilité en ayant recours à un nombre important de stratégies. Le portefeuille est composé à plus de 60 % de stratégies non directionnelles dont plus de la moitié est allouée aux gestionnaires à faible exposition action. Les gestionnaires Long/Short représentent les 2/3 de l'allocation en stratégies directionnelles qui comprend également une poche Global Macro limitée à 7 % du fonds.

La gestion alternative a été confrontée à des conditions de marché particulièrement difficiles depuis le début de l'année, GT Alpha ayant produit au 17 juin un rendement de 0,13 % depuis le début de l'année.

GT Obli Plus (FR0000994055), un fonds monétaire dynamique investi en produits obligataires court terme et monétaires dynamiques. 10 % maximum du fonds est investi en actions. L'objectif de GT Obli Plus est de réaliser une performance de 1 % supérieure à celle de l'EONIA.

Depuis sa création en juin 2002, GT Obli Plus a produit un rendement cumulé de 10,84 % soit une performance annualisée de 3,50 % pour une volatilité annualisée de 1,14 %. La performance cumulée de son indice de référence l'EONIA est de 7,31 % sur la même période.

Évolution comparative de GT OBLI PLUS et de l'EONIA depuis sa création



Durant ces dernières semaines, l'allocation d'actifs est restée globalement inchangée et se décompose ainsi : 67 % en supports monétaires purs et monétaires dynamiques, 26 % en arbitrages de taux et devises et 7 % pour l'exposition actions (dont 5,4 % dans un fonds d'arbitrages actions avec une exposition neutre).

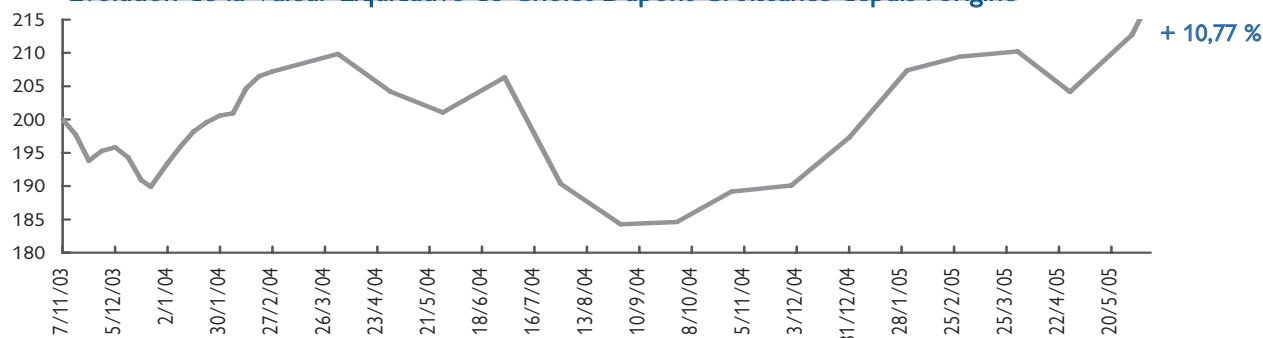
GT ObliPlus a relativement peu souffert des conditions de marché difficiles qui ont récemment affecté les produits de taux, la diversité des styles de gestion des sous-jacents ayant préservé la performance.

GT ObliPlus réalise au 16 juin une performance de 1,23 % pour l'année 2005, soit 0,28 % de plus que son indice de référence l'EONIA.

Cholet Dupont Croissance (FR0010024737), est un produit offensif dont la gestion est orientée vers les valeurs de croissance. Son objectif est de battre les marchés actions tout en cherchant une performance

absolue sur longue période. Depuis sa création en novembre 2003, Cholet Dupont Croissance offre un rendement de 10,77 %, soit un performance annualisée de 6,55 %.

Évolution de la Valeur Liquidative de Cholet-Dupont Croissance depuis l'origine



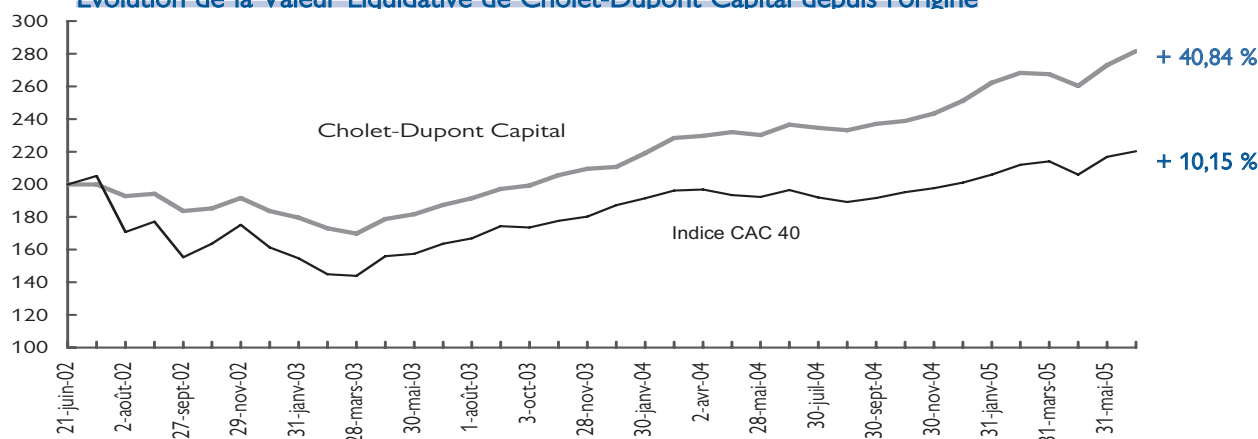
Au 16 juin 2005, la performance de Cholet Dupont Croissance est de 12,29 % depuis le 1^{er} janvier.

Cholet Dupont Capital (Class C : FR0007073945 – Class D : FR 0010022038), privilégie les valeurs d'actifs et de rendement faiblement valorisées. L'objectif du gestionnaire est la recherche de plus-value à moyen et long termes, affranchie de tout indice, avec une faible volatilité.

Depuis sa création en juin 2002, Cholet Dupont Capital a produit un rendement de 40,84 % soit une performance annualisée de 12,14 % pour une volatilité annualisée de 9,14 %.

Gestion Cédéfonds, Groupe Cholet Dupont

Évolution de la Valeur Liquidative de Cholet-Dupont Capital depuis l'origine

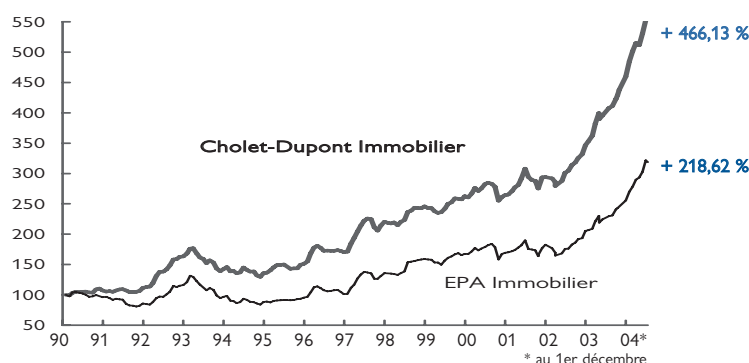


Au 16 juin 2005, la performance de Cholet Dupont Capital est de 12,17 % depuis le 1^{er} janvier.

Cholet Dupont Immobilier (FR0007459847 - FR0000988636), a pour vocation d'être investi essentiellement en actions de sociétés françaises immobilières et foncières

(principalement SIIC), et marginalement sur les marchés européens.

Gestion Cédéfonds, Groupe Cholet Dupont



Au 16-06-05 (en euro)	Cholet-Dupont Immobilier	EPA Immobilier
Depuis le 31 décembre 2004 (en %)	16,74	17,95
2004	37,40	30,69
1 an	38,74	38,57
3 ans	92,46	81,43
5 ans	126,37	97,79
Année 2003	19,97	13,26
Depuis Décembre 1990 (en %)		
Performance Annualisée	12,70	8,32
Volatilité Annualisée	10,19	12,41
Ratio de Sharpe	1,25	0,67

Au 16 juin 2005, la performance de Cholet Dupont Immobilier est de 16,74 % depuis le 1^{er} janvier ■