

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES



► Entretien consensus: " *Le point d'équilibre euro/dollar n'est pas forcément atteint* " pronostique Jean-François Mercier, économiste chez Citigroup

► - bfinance : Comment envisagez vous les politiques monétaires européenne et américaine pour les 6 mois à venir ? Quelle est votre explication du statu quo attendu de la FED ?

- **Jean-François Mercier** : Le ralentissement de l'économie américaine au deuxième trimestre, associé à la nouvelle baisse des marchés boursiers ces dernières semaines, ont probablement renforcé l'attentisme des banques centrales en matière de politique monétaire. En conséquence, il est probable qu'aucun changement sur les taux courts n'interviendra dans les prochains mois en Europe ou aux Etats-Unis – et que dans le cas de la Fed, la première hausse des taux n'aura probablement pas lieu avant 2003. Il y a quelques mois, la forte reprise de la croissance US avait généré des anticipations de hausse rapide des Fed funds, que M. Greenspan avait d'ailleurs tempérées, arguant des incertitudes persistantes sur la reprise de la demande intérieure finale. Depuis, les développements économiques et financiers ont justifié la prudence du président de la Fed. La demande finale a ralenti au cours du printemps, le comportement des entreprises continue de refléter l'attentisme et l'aversion pour le risque, et l'on ne peut exclure un impact négatif sur la consommation et l'investissement de la baisse de Wall Street, si celle-ci se prolonge ou s'amplifie. Cela dit, le niveau actuel des taux reste en ligne avec un retour à une croissance d'environ 3,5%, et une baisse supplémentaire des taux ne semble donc pas – vu la situation actuelle – à l'ordre du jour.

Pour ce qui est de la BCE, nous anticipons un statu quo jusque vers la fin de l'année mais – probablement – une légère remontée des taux (de 25 points de base) en novembre ou décembre. A cette date, nous pensons que la reprise économique se sera confirmée – non seulement aux Etats-Unis mais en Europe – et que la BCE jugera de moins en moins opportun de maintenir une politique monétaire stimulative. Ce d'autant plus qu'au contraire de la Fed, la BCE semble être relativement inquiète vis-à-vis des risques d'inflation, notamment au vu des récentes hausses salariales et de la croissance toujours élevée de M3. Le crédit au secteur prive lui-même ne ralentit plus. Et au contraire des Etats-Unis, les risques de retombées économiques négatives de la Bourse restent plus limités.

- **Vous tablez pour fin 2002 sur un niveau de 5,50% pour les rendements à long terme aux Etats-Unis. Quels sont les facteurs de retournement des marchés obligataires ?**

- La récente hausse des cours obligataires, notamment aux Etats-Unis, semble une conséquence directe de la chute de Wall Street et des facteurs qui en sont responsables (incertitudes sur la reprise, craintes de nouveaux attentats terroristes, doutes sur l'intégrité des comptes des entreprises). A l'heure actuelle, il est difficile de dire quand exactement ce mouvement prendra fin, et quand les taux longs remonteront. Cela dit, à moins d'anticiper un « double-dip » de l'économie américaine – ce qui n'est pas notre scénario de base – les rendements sur les obligations américaines à long terme apparaissent désormais peu attrayants. Comparé aux anticipations d'inflation à long terme, le rendement à dix ans américain est désormais proche de son niveau le plus bas de la décennie, atteint lors des troubles financiers de 1998. Les rendements réels, en moyenne, dans les pays du G-7 sont proches des niveaux atteints dans les semaines qui ont suivi le 11 septembre – même si aujourd'hui, les indicateurs cycliques restent nettement mieux orientés qu'à cette époque. Il semble donc peu probable que les taux longs US se maintiennent longtemps au niveau actuel, sauf à imaginer une succession constante de mauvaises nouvelles non seulement boursières mais également économiques – ce qui au vu d'indicateurs comme l'indice des directeurs d'achat, les commandes durables à l'industrie ou les créations d'emplois, n'est pas le scénario le plus probable.

- **Pensez-vous que la parité euro/dollar se situe désormais dans une fourchette stable à long terme ?**

- La récente baisse du dollar par rapport à l'euro, et également par rapport au yen ou à la livre sterling, reflète la vulnérabilité plus forte (ou perçue comme telle) de l'économie américaine aux récentes tempêtes boursières. Cependant, malgré la poursuite de la chute de la bourse US, il semble que l'euro ait actuellement des difficultés à poursuivre son mouvement de hausse au-delà de 0.98-1.00. Est-ce à dire que nous avons atteint un nouveau point d'équilibre ? C'est trop tôt pour le dire, même s'il semble que le mouvement récent reflète un retour du dollar vers des niveaux plus compatibles avec la situation macroéconomique des deux blocs. A court terme, la persistance des incertitudes pesant sur l'économie et la bourse américaines devrait affaiblir le dollar un peu plus, vers des niveaux d'environ 1.02 à

## A lire aussi

Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers

Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"

8 juillet, Eric Vergraud, BNP Paribas

1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires

24 juin, Christoph Balz, Commerzbank

17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuc, Crédit Agricole

10 juin, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais

28 mai, Nordine Naam, CDC Ixis

21 mai, Christophe Schon, DKRW

13 mai, Nikolaus Keis, HypoVereinsbank

6 mai, Véronique Riches-Flores, Société Générale

29 avril, Stéphane Deo, UBS Warburg

22 avril, Christophe Duval-Kieffer, CSFB

15 avril, Altinay Davletova et Neil Mackinnon, Merrill Lynch

4 mars, Anne Beaudu, Crédit Agricole

31 décembre 2001, Virginie Sue, Fortis

un horizon de trois mois. En filigrane, le problème véritable du dollar – la capacité des Etats Unis à attirer les capitaux pour financer un large déficit courant a un coût élevé – reste entier.

Mais parallèlement, un scénario de reprise de l'économie américaine dans la deuxième moitié de l'année (qui reste le nôtre) limite les risques d'un affaiblissement durable et prolongé du dollar. La reprise, si elle se confirme, bénéficiera probablement plus aux entreprises US, ou la croissance de la productivité reste largement supérieure à celle de la zone euro. D'autres facteurs font peser un risque de long terme sur l'euro (par exemple le risque d'un dérapage budgétaire lié aux dépenses sociales, ou la rigidité relative des marchés du travail dans la zone euro). Et si l'économie américaine venait à ne pas redémarrer, on voit difficilement la zone euro jouer le rôle de « moteur » de la croissance mondiale, au vu de la prudence actuelle des consommateurs et des entreprises.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 15/07/2002

[> RETOUR](#)

[> IMPRIMER](#)

[> ENVOYER  
A UN AMI](#)

[> COMMENTER](#)

Noter l'article



[> VALIDER](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES

> Entretien consensus: " *l'euro devrait continuer à s'apprécier à court terme, mais son prix d'équilibre est la parité*" estime Christophe Duval-Kieffer, économiste chez CSFB

> - **bfinance** : Avez-vous modifié vos prévisions de taux directeurs aux Etats-Unis suite au témoignage d'Alan Greenspan devant le Sénat américain?  
- **Christophe Duval-Kieffer** : Non, en tout cas pas pour les Etats-Unis, où nous continuons à anticiper un resserrement de la Fed plutôt progressif et n'intervenant pas avant 2003. Le témoignage d'Alan Greenspan demeure placé sous le sceau de l'incertitude, notamment quant aux modes de financement de l'économie américaine et aux errements comptables récents. Ainsi, même si les fondamentaux de l'économie américaine signalent que les éléments d'une reprise se mettent peu à peu en place, les investisseurs restent sur leur garde quant à la transparence du système comptable et à sa capacité à donner une image fidèle de la situation des entreprises américaines en matière de rentabilité. Certes, l'incertitude est moins grande sur la mesure de comptabilité nationale des profits, basée sur les déclarations fiscales, et le redressement récent du taux de profit pourrait signaler la fin du problème d'excès de capacités productives, tout comme le redressement récent du taux d'utilisation. Il n'en reste pas moins que de nouvelles mauvaises surprises micro-économiques pourraient finir par se traduire par un redressement du prix du risque - la "prime de risque" - et, *in fine*, par des effets de richesse négatifs pour l'activité qui viendraient peser sur la reprise en cours.

- **Sur quel scénario central se base votre prévision de rendement à long terme à 4,80% en Europe et à 4,50% aux Etats-Unis à fin septembre 2002 ?**

- Dans nos prévisions, le différentiel des rendements à long terme reflète pour partie des anticipations de politique monétaire moins restrictive aux Etats-Unis qu'en Europe. Il traduit aussi une situation plus favorable de l'inflation aux Etats-Unis qu'en Europe: même si l'inflation sous-jacente reste élevée de part et d'autre de l'atlantique, elle est plus persistante en Europe. La dépréciation de la monnaie américaine aura certes des effets sur l'inflation importée, mais avec un délai de quelques mois; surtout, l'impact plus sensible du choc financier sur la demande aux Etats-Unis qu'en Europe pourrait contrecarrer pour partie cette inflation importée. La encore, l'élément crucial est un plus grand délai avant le resserrement de la politique monétaire américaine qu'avant celui de la politique monétaire européenne.

- **L'euro devrait-il s'ancrer fermement dans la parité ? Des risques baissiers ou haussiers face au dollar américain, lesquels sont les plus importants selon vous ?**

- A court terme, à l'horizon de quelques mois, les risques sur le taux de change de l'euro sont plutôt haussiers face au dollar, car "l'excès d'ajustement" est une caractéristique traditionnelle du marché des changes. Passé ce délai, la restauration de la transparence du système d'évaluation des profits aux Etats-Unis finira par porter ses fruits. Les risques alors d'une accélération violente de l'économie américaine ramèneraient l'euro à parité avec le dollar, niveau qui semble satisfaisant pour tous et qui semble compatible avec les nouveaux objectifs de la politique économique américaine. La nouvelle administration semble en effet voir avec une certaine bienveillance les effets favorables de la dépréciation du dollar en termes de compétitivité-prix du secteur industriel.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : **bfinance** - date : 22/07/2002

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup

8 juillet, Eric Vergraud, BNP Paribas

1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires

24 juin, Christoph Balz, Commerzbank

17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuec, Crédit Agricole

10 juin, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais

28 mai, Nordine Naam, CDC Ixis

21 mai, Christoph Schon, DKRW

13 mai, Nikolaus Keis, HypoVereinsbank

6 mai, Véronique Riches-Flores, Société Générale

29 avril, Stéphane Deo, UBS Warburg

22 avril, Christophe Duval-Kieffer, CSFB

15 avril, Altinay Davletova et Neil Mackinnon, Merrill Lynch

4 mars, Anne Beaudu, Crédit Agricole

> RETOUR

> IMPRIMER

> ENVOYER  
A UN AMI

> COMMENTER

Noter l'article



> VALIDER

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES



➤ Entretien consensus: " *Nous n'attendons plus aucune hausse des taux directeurs de la BCE à horizon des douze prochains mois*" explique Veronique Riche-Flores, économiste à la Société Générale

➤ - **bfinance** : Comment vont évoluer les politiques monétaires américaine et européenne dans les 6 prochains mois ?

- **Veronique Riche-Flores** : Nous n'attendons pas grand chose des politiques monétaires dans les prochains mois. La poursuite de la dégringolade des marchés d'actions et les mauvais indicateurs de conjoncture récemment publiés nous ont conduit à repousser dans le temps toute prévision de hausse des taux directeurs. Aucun durcissement de la part de la Fed n'est envisageable avant, au mieux, le printemps de l'année prochaine. Tandis que nous n'attendons plus aucune hausse des taux directeurs de la BCE à horizon des douze prochains mois.

La question qui se pose aujourd'hui est de savoir si ces changements sont suffisants ou si les tendances en cours doivent d'ores et déjà nous conduire à envisager une baisse des taux d'intérêt. La réponse à cette question ne coule pas de source néanmoins. Les tendances des marchés et celles de l'activité justifieraient en effet largement une détente des conditions monétaires afin de rendre plus aisés les conditions de financement, des entreprises tout particulièrement, et de prévenir une forte détérioration du marché immobilier. Mais l'effet d'une telle orientation peut être à double tranchant compte tenu des niveaux déjà très bas des taux d'intérêt directeurs, en tous cas aux Etats-Unis. Si la Fed venait à prendre une telle décision, ce qui constituerait selon nous la seule chance pour que la BCE baisse également le taux repo, nul ne sait comment les marchés interprèteraient ce geste. Ces derniers pourraient en effet y voir la confirmation de ce qu'ils redoutent, à savoir la réponse à une situation inextricable aux relents de crise japonaise, ce qui *in fine* risquerait d'amplifier la défiance présente. En fin de compte, notre sentiment est que la Fed ne se risquera à baisser ses taux directeurs que pour répondre à une situation d'urgence en cas d'impératif de liquidité, à l'image de ce qu'elle a fait lors de la crise LTCM en 1998.

- **Quels facteurs entraîneront une hausse des rendements à long terme au cours des prochains mois ?**

- Les rendements longs ne remonteront pas avant que la confirmation soit donnée que l'éclatement de la bulle financière ne dégénère pas en dépression mondiale. Ceci requiert au moins deux choses : 1/ la stabilisation des cours des actions, 2/ le maintien de perspectives de croissance, c'est à dire la mise à l'écart du risque de "double-dip" de l'économie américaine. En l'absence de telles conditions, les marchés obligataires continueront à profiter de leur caractère de valeur refuge, les taux longs pouvant encore baisser si les choses prennent mauvaise tournure. En revanche une fois les craintes majeures dissipées, la correction qui interviendra sur les marchés obligataires a tout lieu d'être brutale et de conduire à une remontée rapide des taux longs. Il est peu probable néanmoins que cette tendance s'inscrive dans les tous prochains mois.

Nos prévisions actuelles sur l'économie américaine qui privilégient toujours une sortie par le haut de la croissance, bien qu'à un rythme limité, s'accompagnent d'une anticipation de remontée plus marquée des taux longs aux Etats-Unis qu'en Europe. Nos perspectives pour la zone euro restent médiocres en effet. A 0.8% seulement pour cette année, puis 1.9% en 2003, selon nos prévisions, la croissance du PIB de l'UEM sera assurément trop faible pour autoriser une inversion rapide des tendances sur le front de l'emploi ainsi qu'un assainissement des finances publiques. Dans un contexte de très faible inflation prévisible, la remontée des taux à long terme devrait être très graduelle en Europe et favoriser à terme une inversion du spread Etats-Unis / UEM.

- **La récente vigueur de l'euro vous conduit-elle à réviser votre prévision d'ici à fin décembre 2002 ? Pourquoi ?**

- Non, au contraire. L'actualité récente nous a plutôt conforté dans notre sentiment selon lequel le mouvement d'appréciation de l'euro ne durera pas et laissera sans doute place à une légère dépréciation à partir du dernier trimestre de cette année. Aucun support n'existe à une appréciation de la devise européenne. La détérioration récente du climat conjoncturel confirme qu'on ne peut s'attendre à une reprise à brève échéance. On ne peut plus dès lors parler de ralentissement passager de la croissance mais bien d'une rupture durable de tendance. Or, on le sait, il s'agit d'une situation particulièrement inconfortable pour les pays de l'UEM dont les effets seront à terme une détérioration des fondamentaux du change, en termes de productivité et de flux de capitaux notamment. D'autre part, il ne fait aucun doute que l'économie européenne n'a pas la capacité de supporter une hausse de sa devise. Les marchés en ont eu rapidement la démonstration ces derniers temps et

## A lire aussi

Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers

Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"

27 juillet, Altinay Davletova, Merryll Lynch

22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB

15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup

8 juillet, Eric Vergnaud, BNP Paribas

1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires

24 juin, Christoph Balz, Commerzbank

17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuc, Crédit Agricole

10 juin, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais

28 mai, Nordine Naam, CDC Ixis

21 mai, Christoph Schon, DKRW

13 mai, Nikolas Keis, HypoVereinsbank

29 avril, Stéphane Deo, UBS Warburg

se montrent beaucoup plus prudents aujourd'hui quant à la hausse de l'euro qu'ils ne l'étaient au printemps. Sauf très mauvaise tournure des événements aux Etats-Unis, nous n'anticipons pas de remontée supplémentaire de l'euro.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 05/08/2002

[> RETOUR](#)

[> IMPRIMER](#)

[> ENVOYER  
A UN AMI](#)

[> COMMENTER](#)

Noter l'article



[> VALIDER](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES

► Entretien consensus: " *Un assouplissement de la Fed de 50 à 100 pb n'est pas à écarter dans les prochains mois*" estime Nordine Naam, économiste chez CDC Ixis Capital Markets

► - bfinance : Selon votre scénario, quels facteurs peuvent inciter la Fed à ne pas agir sur ses taux directeurs au cours des 6 prochains mois ?

- Nordine Naam : Fin juin, nous anticipions encore un resserrement monétaire de la Fed en décembre et une remontée des taux directeurs progressive au cours du 1er semestre. Cependant, plusieurs éléments nouveaux devraient nous amener prochainement à revoir notre scénario en faveur d'un assouplissement monétaire de la Fed.

1- Les marchés boursiers ont continué à se dégrader pour s'afficher sur des niveaux historiquement bas de 1997 en réaction à une crise de confiance dans la fiabilité des comptes des sociétés.

2- La chute des actions, l'élargissement des spreads de crédit et l'absence de reprise de l'activité a commencé à poser de lourdes difficultés à certains fonds de pensions, assureurs et banques qui se doivent de provisionner davantage.

3- Un tel environnement a fini par entraîner une dégradation de l'environnement économique. La croissance du PIB a nettement ralenti à 1.1% au 2ème trimestre après 5.0% en T1. La rechute des indicateurs de confiance des ménages et des industriels augure d'une poursuite de la faiblesse de l'activité au cours du second semestre 2002.

4- Dans un tel contexte, les conditions monétaires et financières se sont durcies sensiblement d'autant que le secteur privé demeure lourdement endetté.

Tous ces éléments font craindre un scénario de « double dip » en particulier en l'absence de nouvelles mesures de soutien à la consommation des ménages, composante à l'origine de la fermeté de la croissance jusqu'à présent. De ce fait, un assouplissement monétaire de la Fed de l'ordre de 50 à 100 pb n'est pas à écarter dans les prochains mois en particulier afin d'éviter tout risque de crise de liquidité et de soutenir le système bancaire.

- Vous tablez sur une tension plus forte des rendements à long terme aux Etats-Unis qu'en Europe. Pourquoi ?

- Nous anticipions une remontée plus forte des taux longs américains car nous pensions que la Fed serait la 1ère banque centrale à durcir sa politique monétaire alors que la BCE devait selon notre scénario maintenir sa politique monétaire durablement inchangée. Cependant, la situation a nettement évolué sur les marchés financiers.

Aujourd'hui, les taux longs américains et européens ont sensiblement diminué pour atteindre des niveaux extrêmement bas et il y a encore un potentiel supplémentaire de baisse des taux longs non négligeable à court terme. Les niveaux de 4.20% aux Etats-Unis et de 4.56% en Allemagne atteints récemment sur les taux 10 ans reflètent peu d'anticipations de baisse des taux directeurs. Dans ce contexte, les taux 10 ans américains peuvent atteindre un niveau de 4.0% si la Fed diminue son taux Fed Funds d'environ 75pb. Rapidement, les taux longs auront néanmoins tendance à remonter lorsque la Fed aura effectivement initié son mouvement de baisse des taux directeurs, ce par anticipation d'une amélioration de la croissance et par conséquent d'un retour de l'inflation à moyen terme.

Dans la zone euro, les taux longs pourraient baisser dans un tel environnement jusqu'à 4.25%. En l'absence de baisse des taux de la BCE, le mouvement de remontée des taux longs après l'assouplissement monétaire de la Fed sera moins important car la politique de la BCE est plus stable. De fait, les grands mouvements sur le *spread* Tnotes/Bund sont donnés par les taux américains eux-mêmes, beaucoup plus volatils que leurs homologues européens. En résumé, le *spread* Tnotes/Bund actuellement à -20pb reviendra à zéro lorsque les taux longs recommenceront à se tendre en fin d'année par anticipation d'une amélioration de la croissance en 2003.

- Pensez-vous que l'euro soit sur une tendance haussière durable ?

- Nous considérons la baisse récente de l'euro davantage comme une correction. Malgré le récent recul de l'euro/dollar à 0.9680, nous restons positifs sur l'appréciation de l'euro à moyen terme. Il semble en revanche que l'appréciation pourrait être plus lente que prévu.

Les facteurs à l'origine de la hausse de l'euro reste valide à moyen terme. Il s'agit principalement de facteurs domestiques américains. Le net ralentissement de la croissance américaine, la montée des risques sur les marchés actions et du crédit américain devraient rendre plus difficile le financement du déficit courant américain. Les flux de capitaux notamment européens et asiatiques auront tendance à ralentir

## A lire aussi

Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers

Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"

5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale

27 juillet, Altinay Davletova, Merrill Lynch

22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB

15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup

8 juillet, Eric Vergraud, BNP Paribas

1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires

24 juin, Christoph Balz, Commerzbank

17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuec, Crédit Agricole

10 juin, Hervé Gouilletquer, Crédit Lyonnais

28 mai, Nordine Naam, CDC Ixis

21 mai, Christoph Schon, DKRW

13 mai, Nikolas Keis, HypoVereinsbank

29 avril, Stéphane Deo, UBS Warburg

face aux faibles perspectives bénéficiaires des entreprises américaines. De ce fait, l'euro/dollar devrait donc indirectement bénéficier des moindres flux de capitaux vers les Etats-Unis. L'euro/dollar devrait alors s'afficher autour de 1.10 d'ici un an.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 12/08/2002

[> RETOUR](#)

[> IMPRIMER](#)

[> ENVOYER  
A UN AMI](#)

[> COMMENTER](#)

Noter l'article



[> VALIDER](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES

► **Entretien consensus:** " *Nous pensons que la Fed préférera attendre de voir si la forte dose de stimulus monétaire peut encore donner un coup de fouet à la croissance économique*" explique Christoph Schon, économiste chez Dresdner KW

► - **bfinance : Vous tablez sur une baisse des taux courts de la Fed de 1,75 à 1,50 dans les 6 prochains mois ? Quand pensez-vous que la Fed va agir ?**  
**Christoph Schon :** Beaucoup estiment que la Fed va baisser ses taux en réponse à la forte chute des marchés boursiers des derniers mois. Nous continuons néanmoins de penser qu'elle va maintenir pour l'instant une politique de taux stables. Plus tard dans l'année, avec l'accumulation de données faisant état d'une croissance économique ralentie, nous anticipons un assouplissement monétaire mais, dans l'état actuel des choses, nous ne pensons pas que la Fed dispose de suffisamment de données allant dans le sens d'un ralentissement économique pour rompre le statu quo.

En effet, si nous pouvons discerner au cours des dernières semaines un certain nombre d'indices faisant craindre un ralentissement de la croissance économique (baisse de la confiance des consommateurs, indices ISM plus bas), d'autres indicateurs vont dans la direction opposée (un marché du logement robuste, de fortes ventes d'automobiles et des demandes d'indemnités de licenciements en baisse). Sur la base des données économiques récentes, il est difficile de conclure catégoriquement que le récent plongeon boursier va de nouveau entraîner l'économie dans la récession. Les experts de la Fed ne considèrent pas la situation critique aujourd'hui et ne se sentent pas non plus obligés de soutenir les cours des actions. Alan Greenspan a déclaré que la Fed n'avait pas à être inquiète de l'effondrement du prix des actifs tant que celui-ci ne « *menaçait pas de porter préjudice à l'économie réelle, à sa production, à ses emplois et à la stabilité des prix* ». Nous pensons que les experts de la Fed préféreront attendre de voir si la forte dose de stimulus monétaire peut encore donner un coup de fouet à la croissance économique.

- **Sur les horizons à 3 et 6 mois, vos prévisions de rendements à long terme en Europe sont les plus basses du marché. Sur quels critères basez-vous vos prévisions ?**

- L'une des principales raisons pour lesquelles nous prévoyons de faibles rendements dans la zone euro est bien sûr liée aux prévisions concernant le marché des obligations d'Etat américaines et la politique monétaire de la Fed. Ces deux éléments auront un fort impact de l'autre côté de l'Atlantique. L'effondrement des bourses a des répercussions sur la demande, à la fois à travers la chute de l'investissement des entreprises et la baisse de la croissance des dépenses des consommateurs. Avec une hausse de la demande inférieure à la production potentielle, il est peu probable que l'économie américaine produise suffisamment de nouveaux emplois. La Fed va abaisser son taux « Fed Funds » pour empêcher une hausse du chômage. Les perspectives d'un autre assouplissement monétaire vont entraîner des rendements plus faibles le long de la courbe. Sur la partie longue de la courbe, les emprunts d'Etat restent un havre de paix, les marchés actions étant loin d'être correctement « *prisés* » et des chutes supplémentaires étant attendues.

La zone euro n'est pas immunisée contre un accès de faiblesse de l'économie américaine. Les entreprises travaillant à l'exportation devront faire face non seulement à une moindre demande du fait d'une croissance américaine plus lente mais également à un euro plus fort. Même si la BCE n'a pas encore indiquée l'adoption d'un biais moins restrictif, les marchés décomptent la probabilité pour qu'une baisse des taux intervienne plus tard cette année. De plus, les prévisions de stabilité des prix demeurent favorables jusqu'à l'année prochaine. Par conséquent, les rendements sur le benchmark à 10 ans de la zone euro ont un large biais à la baisse.

- **Pensez-vous que l'euro a atteint son maximum face au dollar ?**

- Non, nous ne le pensons pas. En fait, nous considérons que la tendance de ces derniers mois n'est que le début d'une longue période de baisse du dollar. L'économie américaine commence déjà à montrer à nouveau des signes de ralentissement, les investisseurs ont perdu confiance dans les entreprises américaines et deviennent de plus en plus frileux, et le déficit en compte courant des Etats-Unis continue de se creuser.

Nous pensons que cette conjonction de facteurs exerce un impact négatif sur le dollar, non seulement à court terme, mais aussi à plus long terme. Nous sommes particulièrement préoccupés par la baisse de la demande d'actions américaines. Alors que les investisseurs étrangers achètent toujours des obligations d'entreprises américaines et l'intérêt pour les bons du Trésor américain a augmenté, la baisse de la demande d'actions (combinée à la forte chute des flux d'investissements directs étrangers) rend le financement du déficit de la balance des paiements courants

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

[12 août, Nordine Naam, CDC Ixis Capital Markets](#)

[5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale](#)

[27 juillet, Altinay Davletova, Merrill Lynch](#)

[22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB](#)

[15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup](#)

[8 juillet, Eric Vergnaud, BNP Paribas](#)

[1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires](#)

[24 juin, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuec, Crédit Agricole](#)

[10 juin, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais](#)

[13 mai, Nikolas Keis, HypoVereinsbank](#)

[29 avril, Stéphane Deo, UBS Warburg](#)

américaine de plus en plus difficile. De plus, il convient de noter qu'en période de forte aversion au risque, les devises les plus fragiles sont celles des pays dépendant fortement des entrées de capitaux étrangers. Le dollar américain est l'exemple même d'une telle monnaie. Toutefois, au cours de l'année qui vient, nous distinguons toujours bien peu de raisons de devenir optimistes sur la zone euro. Par conséquent, notre profil de prévisions vise seulement une appréciation de l'euro/dollar dans les 1,05 d'ici le début 2003.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 19/08/2002

[> RETOUR](#)

[> IMPRIMER](#)

[> ENVOYER  
A UN AMI](#)

[> COMMENTER](#)

Noter l'article



[> VALIDER](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES

> Entretien consensus: " *L'euro ne devrait pas se renforcer dans les six prochains mois*" explique Nikolaus Keis, économiste chez HypoVereinsbank

> - bfinance : Vous tablez sur un statu quo des taux directeurs de la FED à fin janvier 2003. Le retour à un biais accommodant de la banque centrale américaine modifie-t-il cette prévision ?

- Nikolaus Keis : Pas vraiment. La Fed baissera ses taux uniquement si la spirale baissière affectant les marchés boursiers, l'humeur des investisseurs, l'économie et les risques financiers systémiques persistent. Dans ce cas, la baisse des taux serait cependant largement supérieure à ce que les marchés prévoient aujourd'hui. Mais il ne s'agit pas de notre scénario de base. Nous prévoyons que les principales banques centrales maintiendront leurs taux tels quels jusqu'au milieu de l'année 2003.

-A 3 et 6 mois, vos prévisions sur les taux longs européens sont parmi les plus hautes du marché. Selon vous, à quel moment, et pour quelles raisons, la BCE relèvera-t-elle ses taux ?

- La hausse des rendements que nous prévoyons pour les semaines à venir n'est qu'une correction technique (trop forte et trop précoce) qui fait suite à la stabilisation des marchés boursiers et à une certaine amélioration du PIB des Etats-Unis, en hausse de 3% au 3e trimestre. Pour le 4e trimestre 2002 et le 1er trimestre 2003, nous prévoyons une croissance modeste aux Etats-Unis et une stagnation dans la zone euro, si bien que l'environnement cyclique des emprunts d'Etat sera favorable à moyen terme (6 mois). La résistance à la baisse des rendements sera de nouveau mise à l'épreuve. Nous ne voyons donc aucune raison pour que la BCE ressert ses taux avant le milieu de l'année 2003. Des prix à la consommation bas et un euro plus fort joueront également dans ce sens.

- Pensez-vous que la parité euro-dollar constitue un palier délicat à franchir durablement pour l'euro ?

- Pas vraiment. Nous n'assistons à rien d'autre qu'à un ajustement technique susceptible de provoquer une baisse de l'euro jusqu'à un niveau proche des 95 centimes. Mais les fondamentaux vont dans le sens d'un renforcement de l'euro sur un horizon de 6 mois puisque la déception concernant la reprise économique des Etats-Unis ressurgira à la fin de l'année et que les déficits jumeaux s'accroissent rapidement.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 26/08/2002

> RETOUR

> IMPRIMER

> ENVOYER  
A UN AMI

> COMMENTER

Noter l'article



> VALIDER

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

[19 août, Christoph Schon, Dresdner KW](#)

[12 août, Nordine Naam, CDC Ixis Capital Markets](#)

[5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale](#)

[27 juillet, Altinay Davletova, Merrill Lynch](#)

[22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB](#)

[15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup](#)

[8 juillet, Eric Vergnaud, BNP Paribas](#)

[1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires](#)

[24 juin, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuec, Crédit Agricole](#)

[10 juin, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais](#)

[29 avril, Stéphane Deo, UBS Warburg](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES



► Entretien consensus: " *Le scénario le plus vraisemblable serait une modeste mais régulière appréciation de l'euro* ", explique Christoph Balz, économiste chez Commerzbank

► - bfinance : Votre prévision de taux repo de la BCE est stable sur un horizon de 3 mois mais sur un horizon de 6 mois vous vous attendez à une baisse de 25 points de base. Quels sont les facteurs qui vous font penser que la BCE adoptera ce timing ?  
- **Christoph Balz** : Auparavant, la politique de taux d'intérêt de la BCE a toujours été étroitement liée aux prévisions du consensus en matière de croissance et d'inflation. Etant donné que celles-ci devraient baisser dans les prochains mois, il y a peu de chances pour que la BCE augmente ses taux d'intérêt avant un certain temps.

Cependant, nous ne prévoyons pas non plus de baisse drastique du taux de refinancement. Les marchés financiers ont tendance à oublier que la BCE ne se considère pas seulement exposée à des risques unilatéraux. D'un côté, le choc causé par la baisse du prix des actions a nourri la crainte d'une croissance bien moindre que celle qui était envisagée il y a à peine quelques mois. D'un autre côté, étant donné les prévisions actuelles en matière de croissance et d'inflation dans la zone euro, la BCE court le risque considérable d'être par la suite accusée d'avoir répondu avec trop d'hésitations aux menaces inflationnistes existantes.

Les rapports récemment publiés font état d'un consensus autour d'une croissance à 2,5 % et d'une inflation à 1,8% en 2003, ce qui signifie que l'objectif de la stabilité des prix tel qu'il a été défini par la BCE serait presque atteint et tandis que dans le même temps l'économie croîtrait à un taux atteignant la limite supérieure de la marge prévue pour la croissance potentielle. Il semble donc raisonnable de considérer que la BCE tiendra cette démarche attentiste.

**- Vous prévoyez sur les horizons 3 et 6 mois une baisse des taux américains à 10 ans de respectivement 30 et 50 points de base. Pourquoi ?**

- La baisse des rendements qui a suivi en 1998 la crise des hedge funds spécialisés sur les marchés de capitaux à long terme, puis le défaut de paiement de la Russie et enfin à l'automne 2001, les attaques terroristes, s'est retournée au cours des mois suivants chaque fois que les deux conditions suivantes ont été remplies : une économie robuste et non affectée par les marchés. Cependant, il pourrait falloir cette fois plus de temps avant que les rendements ne retrouvent des niveaux beaucoup plus élevés en raison de la faiblesse de la reprise. La croissance économique est probablement plus affectée par les déséquilibres grévant l'économie américaine qu'on aurait pu le penser il y a quelques mois.

Au vu des derniers indicateurs économiques négatifs, nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance économique, d'inflation et l'ampleur du prochain cycle de hausse des taux, hausses que nous n'envisageons pas avant l'année prochaine. Les rendements devraient donc rester à leur bas niveau actuel pour plus longtemps que prévu. Cependant, on peut entrevoir une hausse des rendements à moyen terme parce que d'une part les niveaux de rendements à 10 ans qui sont actuellement bien plus bas que de coutume au début d'une phase de reprise économique.

Notre modèle, qui établit une *fair value* à peine inférieure à 5 % au vu de la situation économique, de la politique monétaire et de l'inflation le démontre. Après une période de récession, les cours des actions ont en effet généralement tendance à grimper de façon assez abrupte alors que cette année il y a eu une correction majeure de la valuation combinée avec une perte de confiance dans le management et les pratiques comptables des entreprises américaines. L'absence d'alternative d'investissement explique probablement que les investisseurs acceptent des rendements obligataires aussi bas.

De plus, nous pensons que les prophètes du catastrophisme ont tort d'envisager une récession et qu'il n'y aura pas non plus de déflation, ce qui signifie que les spéculations de chutes de taux plus importantes s'avèreront infondées.

**- Vous tablez pour 2003 une hausse de 0,95 à 1,02 du taux de change moyen euro / dollar. Quels sont les principaux éléments qui sous-tendent vos prévisions ?**

- Au cours des dernières années, les perspectives de croissance à moyen terme dans bien des économies ont été un facteur déterminant expliquant les oscillations des monnaies dominantes. Même en 2001, les investisseurs dans le monde restaient confiants quant à la croissance à moyen terme des Etats-Unis malgré le

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

[26 août, Nikolaus Keis, HypoVereinsbank](#)

[19 août, Christoph Schon, Dresdner KW](#)

[12 août, Nordine Naam, CDC Ixis Capital Markets](#)

[5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale](#)

[27 juillet, Altinay Davletova, Merryll Lynch](#)

[22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB](#)

[15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup](#)

[8 juillet, Eric Vergnaud, BNP Paribas](#)

[1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires](#)

[24 juin, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuec, Crédit Agricole](#)

[10 juin, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais](#)

ralentissement. Cette analyse a été abandonnée il y a seulement quelques mois en partie à cause du nombre croissant de cas de pratiques comptables douteuses aux Etats-Unis. Les investisseurs dans le monde se sont davantage concentrés sur les éventuels problèmes structurels du pays. Ils pressentent que le taux d'épargne est peut être trop bas, les prix du marché immobilier trop élevés et le déficit des comptes courants intenable à long terme.

Par conséquent, le risque pour que la présente crise de confiance ne se transforme en un cercle vicieux qui déboucherait sur un effondrement du dollar n'est pas moindre. Mais puisque nous nous attendons à ce que l'économie américaine connaisse une modeste reprise écartant les incertitudes liées aux marchés financiers dans les mois à venir, le scénario le plus vraisemblable pourrait se révéler être une modeste mais régulière appréciation de l'euro. Nous prévoyons un euro à 1,03 dans un an.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : [bfinance](#) - date : 02/09/2002

[> RETOUR](#) | [> IMPRIMER](#) | [> ENVOYER A UN AMI](#) | [> COMMENTER](#)

Noter l'article

					
<input type="radio"/>					
<a href="#">&gt; VALIDER</a>					

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES



► Entretien consensus: " *Si le sens est à la baisse des taux de la BCE, elle n'aura quand même pas lieu tout de suite* ", estime Hervé Goulletquer, Chef économiste du Crédit Lyonnais Paris

► - bfinance : Votre prévision à horizon fin février 2003 pour le taux de repo de la BCE est en baisse de 50 pb par rapport aux prévisions de début août. Quelles sont les raisons de cette nouvelle position ?

- **Hervé Goulletquer** : Ne faut-il pas prendre le monde comme il va ? Avant la pause estivale, l'idée communément admise était celle d'une accélération de l'activité au cours de la seconde partie de l'année, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, vers des rythmes tout à fait voisins de la croissance potentielle. Pour ce qui est de la zone euro, c'était d'ailleurs le scénario retenu par la BCE. Elle paraissait même dès le printemps avoir introduit une sorte de biais restrictif à son réglage monétaire.

Au retour des vacances, le panorama économique, qu'on a envie de dresser, est assez différent. L'économie américaine se maintient au mieux sur une pente à +2,5% l'an et le marché se perd en considérations sur une éventuelle nouvelle baisse des taux de la Réserve fédérale. En Europe, l'heure est au constat d'une absence d'accélération des affaires. Dans ces conditions, toute perspective d'un durcissement rapide du dispositif monétaire de la BCE est à remiser.

Faut-il pour autant parier sur une prochaine baisse du taux « refi » ? La réponse est sans doute négative. Le diagnostic en Europe n'est pas celui d'un arrêt de la reprise, mais d'une amélioration plus lente qu'attendu auparavant. Dans ces conditions, l'insatisfaction à la BCE par rapport aux évolutions récentes des coûts et des prix et vis à vis d'une liquidité toujours abondante reste au premier plan des préoccupations.

- **Le rally obligataire engagé en Europe et aux Etats-Unis depuis juillet va-t-il se poursuivre et pourquoi ?**

- Le *rally* obligataire est américain d'origine. Sa transmission à l'Europe tient beaucoup d'un jeu mimétique. Sa genèse est double : d'une part, le sentiment que les taux directeurs américains peuvent encore baisser et qu'à tout le moins le processus de remontée ne peut qu'être décalé dans le temps et d'autre part, l'orientation toujours mauvaise des marchés d'actions. Les deux phénomènes sont d'ailleurs en partie liés. On doit savoir que, bien plus que l'état de la conjoncture américaine, c'est la tenue de la Bourse et celle du moral des ménages qui incitera ou non la Réserve fédérale à pousser plus bas encore le niveau du taux *Fed funds*.

Bref, les rendements obligataires commenceront à remonter quand les investisseurs auront le sentiment que les marchés d'actions repartent sur une tendance haussière un peu pérenne. Bien sûr, cela nécessite que l'activité continue d'aller de l'avant. Mais le pari n'est-il pas défendable ? Il faut aussi, et c'est sans doute plus compliqué, que la communauté financière accepte de changer ses références en matière d'espérance de rendement à tirer d'un placement en actions. Le temps des anticipations de progression récurrente et généralisée des résultats des sociétés de 15% ou 20% l'an est vraisemblablement révolu. Chacun doit s'y faire ; mais c'est dur !

- **Vous tablez sur une croissance molle du taux de change euro/dollar. La parité est-elle un cap difficile à franchir pour la monnaie unique ?**

- La situation économique n'est pas très « folichonne » de part et d'autre de l'Atlantique. Cela ne doit pas mettre à l'honneur le dollar et l'euro. Même si trouver une devise de vraie substitution est un exercice presque infaisable. Il n'en demeure pas moins qu'il y a un choix à faire : faut-il privilégier le « billet vert » ou la monnaie unique ?

L'euro déçoit, dans la mesure où l'économie européenne se montre à la peine dès que la locomotive américaine baisse de régime. Cela tend à prouver que, sans doute du fait d'une adaptation insuffisante de ses structures de production et de redistribution au monde tel qu'il est, la zone euro n'est pas capable de croître assez rapidement de façon autonome. Ce qui ne suggère pas des espérances de rendement très élevées pour les placements effectués sur des actifs du « Vieux Continent ».

La nécessité de revoir à la baisse la croissance américaine de moyen terme n'est pas une bonne nouvelle. Elle serait en fait inférieure à 3,5% l'an, alors qu'on l'avait imaginé un temps comme pouvant atteindre 4,5%. Dans le sillage de cette nouvelle perspective, la rentabilité du capital productif et le niveau des taux d'intérêt doivent aussi être revus à la baisse. Pour un investisseur non-américain, placer ses capitaux aux Etats-Unis devient moins intéressant. Pourtant dans le même temps,

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

[2 septembre, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[26 août, Nikolaus Keis, HypoVereinsbank](#)

[19 août, Christoph Schon, Dresdner KW](#)

[12 août, Nordine Naam, CDC Ixis Capital Markets](#)

[5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale](#)

[27 juillet, Altinay Davletova, Merrill Lynch](#)

[22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB](#)

[15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup](#)

[8 juillet, Eric Vergnaud, BNP Paribas](#)

[1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires](#)

[24 juin, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[17 juin, Anne Beaudu et Vincent Lahuc, Crédit Agricole](#)

du fait d'un déficit extérieur toujours aussi élevé, la nécessité d'attirer l'épargne du reste du monde reste incontournable. Cette réalité contradictoire est très certainement en défaveur du dollar. Mais les monnaies de substitution ne « court pas les rues » !

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 09/09/2002

[> RETOUR](#)

[> IMPRIMER](#)

[> ENVOYER  
A UN AMI](#)

[> COMMENTER](#)

Noter l'article



[> VALIDER](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES

► **Entretien consensus:** " Avec un taux d'inflation vers 2,3 % en fin d'année, il sera facile à la BCE de justifier un premier mouvement de taux " pronostiquent Anne Beaudu et Vincent Lahuec, économistes au Crédit Agricole

► - **bfinance :** Vous tablez sur un statu quo de la politique monétaire de la BCE à l'horizon fin novembre 2002, cependant vous estimez qu'à fin février 2003, le taux repo de la BCE remontera de 25 bp. Quels sont, selon vous, les facteurs qui conduiront à ce relèvement ?  
- **Anne Beaudu et Vincent Lahuec :** D'ici la fin 2002, les facteurs d'incertitude concernant la confiance des agents économiques, celle des marchés, et *in fine* la croissance, seront encore trop forts pour permettre à la BCE de commencer à relever ses taux. Mais il s'agit bien de prévoir quand la BCE va pouvoir commencer à normaliser ses taux. Deux types d'arguments viennent appuyer notre scénario.

Concernant le cycle d'activité, même si la reprise semble plus « molle » que prévu, elle n'est pas encore remise en cause : le point bas d'activité a bien été passé en fin d'année dernière, comme l'ont confirmé les résultats de croissance du premier semestre. L'accélération sur la deuxième moitié d'année pourrait être faible, mais elle amènerait doucement la croissance en glissement annuel vers les 2 % en début d'année 2003, non loin de son potentiel. Il ne s'agit donc plus de revenir en arrière en baissant les taux à contre-courant (d'autant plus que les délais de transmission de la politique monétaire sur l'activité réelle sont estimés à plus d'un an).

Deuxième argument de poids : celui de l'inflation, seul et unique objectif de la BCE. Malgré le ralentissement économique depuis maintenant deux ans, malgré la baisse des prix du pétrole, l'inflation européenne a bien du mal à revenir sous les 2 %. En particulier, le niveau de l'inflation sous-jacente, qui correspond certainement mieux à l'objectif de moyen terme de la BCE, reste obstinément aux alentours de 2,4 %. D'après nos prévisions, et en raison d'effets de base défavorables, l'inflation « headline » pourrait bien revenir vers 2,3 % en fin d'année. Il sera alors facile à la BCE de justifier un premier mouvement de taux.

- **Vous avez corrigé à la baisse vos prévisions de taux longs américains par rapport au précédent consensus. Pourquoi ?**

- La reprise boursière enregistrée aux États-Unis sur la dernière semaine de juillet et les trois premières semaines d'août pouvait laisser penser que l'on se retrouvait dans une configuration assez voisine de celle d'octobre-novembre 2001. Dans ces conditions, on pouvait espérer que les marchés de taux réagissent de la même façon (une cinquantaine de points de hausse en trois semaines). Il n'en a rien été, et il faut s'attendre à ce que les taux longs mettent peut-être une année pleine à refaire le terrain perdu en juin-juillet. Pour autant, leur niveau actuel ne coïncide pas avec les fondamentaux économiques. Le marché n'a pour l'instant pas intégré le fait que le troisième trimestre serait très fort (entre 4 et 5 %). Le fait commence seulement à être évoqué par quelques présidents de Fed aux États-Unis. Le marché reste donc marqué par un plus grand pessimisme que les économistes.

Le risque, au vu des statistiques et des conséquences qui commencent à en découler, c'est que la croissance, passés les effets accordéon des trois premiers trimestres 2002, s'installe quelque temps sur un rythme très mou (1,5 % peut-être), à l'image de ce qui s'est déjà passé en 1993. *A posteriori*, le pari du marché se révélerait ainsi gagnant. En l'absence de germes inflationnistes, et sans tenir compte d'une prime de guerre, les chances vont donc plutôt sur des taux légèrement supérieurs à 4,5 % à l'horizon fin d'année. La tendance haussière ne sera démentie que si l'économie replonge réellement. Il n'en est pour l'instant pas question.

- **La croissance molle des pays de la zone euro anticipée pour cette année affectera-t-elle le taux de change de la monnaie unique ?**

- Les déceptions macroéconomiques semblent effectivement se concentrer sur la zone euro en ce moment. Après avoir cru à tort que la zone euro serait capable de résister au ralentissement américain en 2001, on se rend compte maintenant que cette morosité prolongée du contexte international met à jour un certain nombre de faiblesses internes, en particulier en Allemagne. Cependant, la situation américaine n'est pas rose pour autant, les problèmes de déséquilibre de son économie (surinvestissement, surendettement...) n'ayant pas été réglés par le ralentissement passé.

L'idée d'une reprise en « V » a définitivement laissé la place à celle d'un tassement rapide de la croissance au passage en 2003. De plus, la reprise, même molle, risque

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

[9 septembre, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais](#)

[2 septembre, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[26 août, Nikolaus Keis, HypoVereinsbank](#)

[19 août, Christoph Schon, Dresdner KW](#)

[12 août, Nordine Naam, CDC Ixis Capital Markets](#)

[5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale](#)

[27 juillet, Altinay Davletova, Merrill Lynch](#)

[22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB](#)

[15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup](#)

[8 juillet, Eric Vergnaud, BNP Paribas](#)

[1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires](#)

d'exacerber encore plus certains de ces déséquilibres, dont celui de la balance courante. Et si les marchés des changes sont restés « concentrés » jusqu'en 2001 sur les écarts de croissance entre les Etats-Unis et la zone euro, ils ont pris conscience en début d'année de ce déficit extérieur aux allures explosives, qui ne semble pouvoir être réglé que par une dépréciation du dollar. La montée consécutive de l'aversion au risque vis-à-vis des actifs américains, exacerbée par les affaires comptables et la chute des Bourses, a déjà fait revenir l'euro (et symétriquement le dollar) vers des niveaux plus raisonnables. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochains mois, n'en déplaise aux doutes sur la croissance européenne...

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : bfinance - date : 16/09/2002

[> RETOUR](#)

[> IMPRIMER](#)

[> ENVOYER  
A UN AMI](#)

[> COMMENTER](#)

Noter l'article



[> VALIDER](#)

## TOUTES LES RUBRIQUES

[Portraits & Carrières](#) | [Trésorerie](#) | [Financements](#) | [Gestion d'actifs](#) | [Comptabilité](#) | [Droit & Fiscalité](#) | [Management & Stratégie](#) | [Technologies & Systèmes](#) | [Industrie financière](#) | [Secteur public](#) | [Economie & Marchés](#) | [Actualités des affaires](#)

## ECONOMIE & MARCHES

> Entretien consensus: " *La forte probabilité que l'Allemagne entre en récession laisse présager une poursuite de la détente des rendements longs* " estime Jacques Cailloux, économiste chez Barclays Capital

> - **bfinance** : Le statu quo de la Fed devrait, selon vos prévisions, se prolonger jusqu'à fin février 2003. Quels éléments pourraient néanmoins conduire la Fed à modifier sa politique monétaire dans les six prochains mois ?

- **Jacques Cailloux** : Dans le très court terme (réunions de demain mardi et celle d'octobre) l'immobilisme de la Fed peut s'expliquer par le fait que les prévisions actuelles de croissance aux Etats-Unis pour le troisième trimestre indiquent une accélération par rapport au deuxième trimestre : nos économistes américains viennent de relever de 3% à 4% (annualisés) la croissance pour le troisième trimestre. Cependant, les risques de baisse des taux dans les 6 prochains mois demeurent et sont significatifs. Le principal concerne la soutenabilité de la consommation privée avec une possibilité d'essoufflement dans les prochains mois du fait de l'absence d'amélioration dans le marché du travail ainsi que du retrait progressif des incitations liées à l'achat de voitures, ces dernières ayant permis jusqu'à présent aux Etats Unis de mieux résister à la tempête.

- **Les taux longs en Europe ont continué de baisser au cours des dernières semaines. Par exemple, les taux à dix ans du bund sont tombés à 4,35 % . Pensez vous que l'on ait atteint un plancher ?**

- La baisse récente des taux longs reflète essentiellement la nouvelle détérioration de l'environnement économique dans la zone euro. Après deux trimestres de croissance relativement faible durant le premier semestre 2002 (autour de 1.5% en termes annualisés comparé aux 3% de croissance moyenne aux Etats-Unis), la croissance semble s'être déjà essoufflée. En effet tant les indicateurs économiques avancés que les indicateurs concourants se sont retournés au cours de l'été et indiquent une décélération de la croissance durant la deuxième moitié de cette année. La probabilité que l'Allemagne entre à nouveau en récession est tout à fait significative. C'est cette dégradation de l'environnement économique accompagnée de la chute sévère des marchés financiers (avec le Dax à son plus bas niveau depuis 1997) qui laissent présager à des taux longs encore plus faibles. Le rendement du Bund pourrait fléchir jusqu'à 4.25% dans les prochaines semaines, plancher atteint en novembre dernier.

- **Depuis quelques semaines l'euro évolue dans une fourchette comprise entre 0,97 et 1 dollar. Pensez-vous que cette situation va se prolonger ?**

- Etant donné le degré actuel d'incertitude dans les marchés financiers, un mouvement brusque dans les taux de change n'est pas à exclure. Cependant le scénario le plus probable dans le court terme est celui d'un euro proche de la parité avec le dollar. Cette relative fermeté de l'euro qui s'est matérialisée au cours de la première moitié de cette année reflète la perception des investisseurs d'un risque accru associé à l'économie américaine (déséquilibres épargne /investissement, scandales financiers, etc.). Dans le plus long terme, les perspectives de croissance aux Etats Unis restant supérieures à celle de la zone euro, nos stratégestes taux de change s'attendent à un raffermissement du dollar vis à vis de l'euro.

Propos recueillis par [Geoffrey Dirat](#)

source : **bfinance** - date : 23/09/2002

> RETOUR

> IMPRIMER

> ENVOYER  
A UN AMI

> COMMENTER

Noter l'article



> VALIDER

## A lire aussi

[Consensus bfinance des prévisions de taux et de changes, l'outil des directeurs financiers et des trésoriers](#)

**Et aussi, tous les entretiens hebdomadaires "consensus bfinance taux et changes"**

[16 septembre, Anne Beau du et Vincent Lahuec, Crédit Agricole](#)

[9 septembre, Hervé Gouletquer, Crédit Lyonnais](#)

[2 septembre, Christoph Balz, Commerzbank](#)

[26 août, Nikolaus Keis, HypoVereinsbank](#)

[19 août, Christoph Schon, Dresdner KW](#)

[12 août, Nordine Naam, CDC Ixis Capital Markets](#)

[5 août, Véronique Riche-Flores, Société Générale](#)

[27 juillet, Altinay Davletova, Merrill Lynch](#)

[22 juillet, Christophe Duval-Kieffer, CSFB](#)

[15 juillet, Jean-François Mercier, Citigroup](#)

[8 juillet, Eric Vergrnaud, BNP Paribas](#)

[1er juillet, Marc Touati, Natexis Banques Populaires](#)