

NOTES DE CONJONCTURE – JANVIER 2013

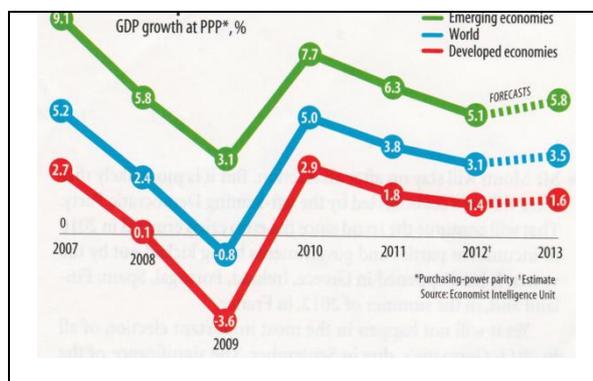
---000---

« Il n’y a pas d’ordre mondial mais une compétition au sein de l’économie mondiale dérégulée »

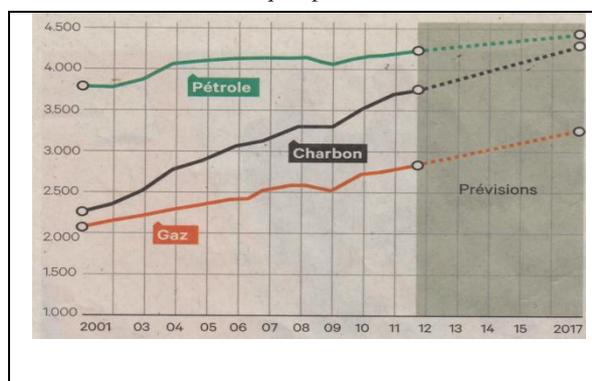
Cette déclaration de l’ancien ministre français des Affaires Etrangères, Hubert Védrine, sonne comme un avertissement tant pour l’Europe qui, ajoutait-il de manière un peu provocante, « doit prendre garde à ne pas devenir l’idiot du village global » que pour notre pays dont « le manque de compétitivité menace la position de la France dans le monde ».

Cette compétition apparait clairement dans le **Graphique A** ci-dessous qui compare l’évolution de la croissance de différentes économies au cours des cinq dernières années. Peu à peu, les pays émergents vont occuper une place de plus en plus importante dans le monde d’autant que derrière les BRIC se développent des pays dits de second rang : Indonésie, Vietnam, Turquie, Mexique... qui profitent de la « globalisation » et de l’ouverture des échanges en s’appuyant sur des ressources propres et sur des populations avides de progrès et prêtes aux efforts nécessaires.

A – Conjoncture
The Economist



B – Consommation d’énergie mondiale
Millions de t. équiv pétrole. *Les Echos*



Mais, une fois de plus, comme on le verra plus loin, rien n’est définitivement acquis et les changements peuvent être rapides : après s’être réveillée, la Chine doit maintenant résoudre de délicats problèmes internes, le miracle japonais a fait place à une décennie perdue, le Brésil et l’Inde patinent, la Russie se débat dans ses difficultés alors que l’Allemagne naguère en difficulté occupe actuellement la première place en Europe grâce à ses réformes.

De nombreux ouvrages tentent d’exposer les raisons profondes : politiques, sociales, ...expliquant le déclin des uns, la réussite des autres ainsi que les atouts qui seraient parmi les sources de la réussite ou du rebond. En ce qui concerne la France, le rapport Gallois « **Pacte pour la compétitivité de l’industrie française** » que l’on ne peut résumer ici en quelques lignes, énumère les multiples facteurs qui conditionnent la compétitivité et qui ne se réduisent pas à une seule question de coût ni même de productivité. Ces facteurs sont largement structurels, liés au tissu industriel, aux rapports sociaux, à l’environnement économique, à la formation... Parmi les points importants qui méritent d’être soulignés, on notera la place de l’innovation et de l’énergie.

Favoriser la R & D, créer un environnement favorable au développement des **entreprises innovantes** en facilitant leur financement en fonds propres sont des clés de la réussite et du maintien des pays dans le peloton de tête. Le succès et l’avance des Etats-Unis dans ce domaine sont notables. A titre d’exemple, quatre sociétés américaines, leaders dans leur domaine (Apple, Amazon, Google, Facebook), créées entre 1976 et 2004, emploient 215 000 personnes, développent globalement un chiffre d’affaires de plus de 265 milliards\$, disposent

d'un « cash » de 180 milliards\$ avec une capitalisation de plus de 900 milliards\$. A l'inverse, les entreprises japonaises de ce secteur devenues rigides et pas assez innovantes sont en perte de vitesse.

Le coût de l'énergie tient également une place déterminante dans la marge des entreprises et donc dans leur capacité de développement. La transition énergétique devient une nécessité si on veut notamment :

- réduire la part des énergies fossiles qui vont néanmoins continuer à progresser dans le monde – **graphique B** page précédente,
- diminuer la propagation de gaz à effet de serre,
- baisser la part du nucléaire,
- promouvoir les énergies renouvelables nécessitant des investissements lourds avec des coûts de production élevés et économiser l'énergie

tout en ne dégradant pas la compétitivité des entreprises surtout dans les secteurs fortement consommateurs (chimie, aluminium...), en ne pesant pas sur la facture des ménages, sans aggraver la dépendance extérieure et le déficit commercial (plus de 60 milliards € en France pour la seule facture énergétique). Grâce à l'exploitation des gaz et pétroles de schiste, ce qui est parfois refusé en raison de risques pour l'environnement, les Etats-Unis réduisent leur dépendance énergétique, obtiennent une énergie à bon marché et ont commencé le redémarrage de certaines industries. Tout cela est pour la France qui possède encore un avantage temporaire grâce à son parc nucléaire, un choix difficile entre des contraintes contradictoires.

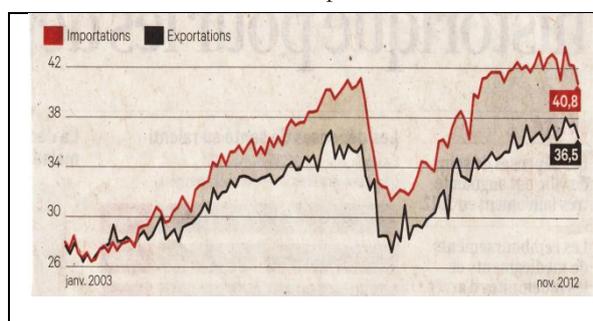
FRANCE : face à la réalité

Les mises en garde pleuvent de tous côtés : OCDE, FMI, BCE, agences de notation, Cour des Comptes... L'antenne est toujours la même pour 2013. Croissance : au mieux de 0,2 à 0,4% entraînant un déficit dépassant les 3% promis, dépense publique : plus de 56% du PIB, endettement public : environ 91% du PIB, taux de chômage : près de 11% de la population active, prélèvements obligatoires : plus de 46% du PIB, investissement des entreprises : négatif, consommation des ménages : stagnante,... Parmi ces données largement diffusées, on notera tout particulièrement :

- L'évolution du commerce extérieur, déficitaire depuis 10 ans – **graphique C** –
- La désindustrialisation et la perte de rentabilité de l'industrie manufacturière – **graphique D** –

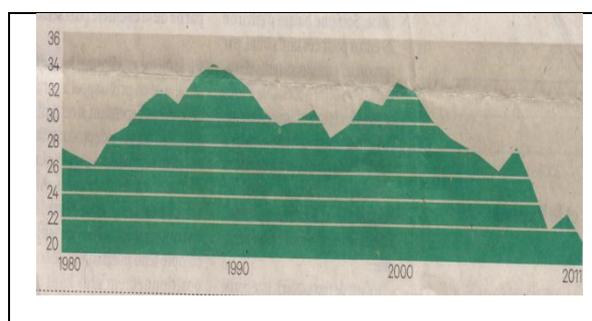
C – Commerce extérieur français

Milliard € - *Les Echos* – import courbe du haut



D – Taux de marge, ind. Manuf

Les Echos



Les nombreux rapports, audits, commissions ...ont identifié les causes, proposé des remèdes : le rapport Gallois a été explicite, les exhortations renouvelées de la Cour des Comptes sont claires et il y a urgence. « Au commencement était le verbe...Au commencement était l'action » dit le Faust de Goethe ! Il faut restaurer la compétitivité, recréer des emplois, redresser les comptes publics...avec des marges de manœuvre réduites ou nulles (fiscalité...).

Une des premières mesures unanimement souhaitées résiderait dans la réduction des dépenses publiques. Mais, comme le déclarait le Ministre de l'Economie et des Finances, « tailler à la hache...créée des blocages et des résistances » : qui peut en douter ! On attend de savoir d'où viendront les économies déjà promises tant au niveau de l'administration centrale que du « mille feuilles » des collectivités locales.

La maîtrise des dépenses sociales, source importante du déficit, dont le financement pèse sur le coût du travail et obère notre compétitivité serait aussi une voie prioritaire. Certes, les Français sont attachés à leur modèle social mais, dans un monde de compétition, ce dernier ne peut trop s'écarter de celui des concurrents. Une répartition plus efficace et mieux ciblée des aides, une élimination des abus (intermittents du spectacle par exemple...) permettraient de larges économies sans nuire gravement à sa générosité.

La suppression des rigidités particulièrement sensibles dans le cadre des rapports entre partenaires sociaux pourrait être une source de créations d'emplois. Mais la « flexibilité » nécessaire dans un monde instable et fluctuant est difficile à faire accepter aux Français majoritairement opposés, selon les sondages, à une baisse même temporaire des salaires ou à une augmentation du temps de travail. Les négociations entre partenaires sociaux ont montré les difficultés d'adaptation aux réalités actuelles : l'accord récent – dont il faudrait apprécier la portée – serait une première étape.

La réforme du régime des retraites va créer un autre sujet de tensions. Le déficit, certes aggravé par la crise, devrait augmenter de moitié en 10 ans pour atteindre, selon un scénario moyen, plus de 22 milliards€ en 2020. Pour le combler, il faudra probablement un savant dosage nécessitant d'augmenter le taux de cotisation, de réduire le taux de service, de repousser l'âge de la retraite, de modifier les régimes spéciaux.

Toutes ces mesures, parfaitement connues, n'auront pas d'effets instantanés mais créeront des mécontentements immédiats. La situation de la France ne lui permet pas de les différer alors que ses voisins européens les ont déjà prises.

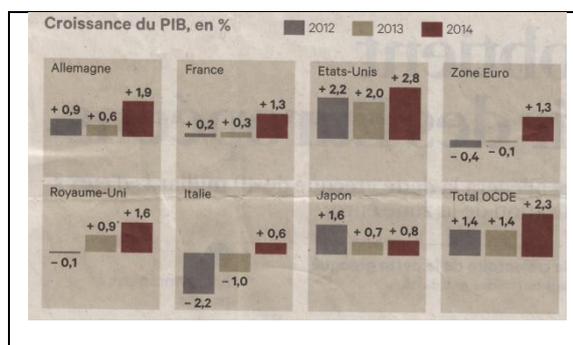
EUROPE : « la zone euro menace l'économie mondiale »

Ainsi que le déclarait le Secrétaire général de l'OCDE, la zone euro, bloquée dans sa stagnation voire sa récession, incapable de s'entendre rapidement sur des mesures de redressement et de relance, menace l'économie globale alors que la plupart des pays s'efforcent de sortir du marasme. Pourtant tout n'a pas été négatif en 2012. Ainsi, la monnaie commune qui n'est pas encore à l'abri de nouvelles difficultés, a réussi, malgré les prédictions des Cassandre, à échapper au pire, non sans mal, il est vrai.

Le **tableau E** ci-dessous résume bien la situation. Après 2013, les prévisions restent médiocres et insuffisantes pour réduire le chômage dans les pays les plus touchés.

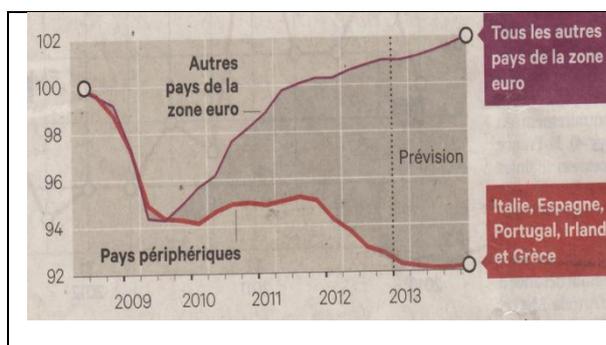
E – Prévisions de croissance

PIB, en % - *Les Echos*



F – écarts de croissance

100 = 1^{er} trim.. 2008 *Les Echos*



Au-delà de ce premier constat, l'écart qui se creuse entre les deux Europe du nord et du sud – **graphique F** - est d'autant plus inquiétant qu'il devient difficile de prendre des mesures compatibles avec les intérêts des uns et des autres.

L'Allemagne qui entre en période électorale, garde son cap d'austérité et préserve les intérêts de ses contribuables. Avec un déficit public réduit à 0,5% de son PIB, un taux de chômage de 6,6% et bien que touchée par le marasme de ses partenaires qui ramènera sa croissance à 0,4%, le gouvernement allemand prépare de nouvelles coupes budgétaires, des mesures de rigueur (y compris un report de l'âge du départ à la retraite après 67 ans) et refuse actuellement d'entendre les appels à la solidarité y compris du FMI. Fière à juste titre de sa réussite, sûre de la justesse de sa politique, s'appuyant sur les pays vertueux du nord de l'Europe, la Chancelière affirme sa position de leader de la classe européenne et voudrait que tout le monde suive son exemple, ce qui

n'est pas sans susciter quelques agacements, pour ne pas dire plus, chez ceux qui ne sont pas les premiers de la classe.

La France qui se trouve dans une position intermédiaire entre le nord et le sud, espère que cela lui permettra d'éviter les mesures d'adaptation certes difficiles politiquement et socialement, mais dont il est à craindre qu'elle ne puisse faire l'économie, mesures pourtant déjà prises dans de nombreux pays du « sud ». Ce louvoiement ne renforce pas sa position au sein de l'Europe, entretient l'incompréhension générale et multiplie les tensions entre les deux principaux pays de la zone euro.

Si l'on met à part les aspects politiques voire idéologiques, les écarts de situation économique rendent difficiles des solutions communes. Ainsi, un Euro fort avantage les plus compétitifs et les plus performants; seul le consensus social permettrait les adaptations nécessaires du marché de l'emploi ; un budget trop déficitaire accroît l'endettement et entraîne des pressions fiscales dont on connaît les effets. Pour surmonter ces différences, il faut dépasser les aspects nationaux, les « replis identitaires » pour atteindre une véritable solidarité consentie et acceptée. Le problème de la Grèce a montré combien cela était difficile.

Le Royaume Uni dont la situation est délicate, observe les tensions au sein de l'Europe. La tentation du repli poussée par un sentiment national est grande. Faire des économies sur la contribution de la Grande Bretagne au budget européen, ne pas participer à la solidarité, renégocier sa place dans l'Union européenne en préservant ses particularités...tout cela recueillerait probablement une majorité populaire. Mais, in fine, le coût à payer ne serait-il pas élevé ? C'est apparemment ce dont ont pris conscience, sans parfois réellement l'exprimer, de nombreux responsables britanniques ainsi que la City. Finalement, l'Europe, un mal nécessaire ? Mais comment dépasser cette opinion pour la rendre positive ?

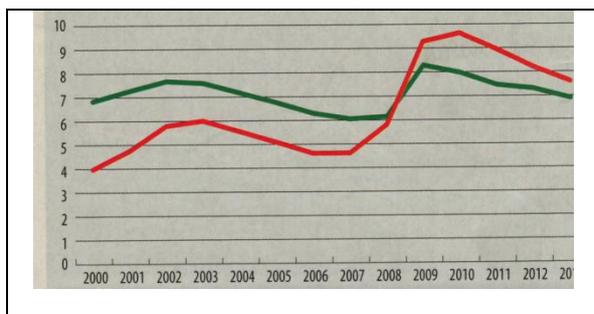
USA : sauter le mur

En ce début d'année 2013, la situation des Etats-Unis apparaît contrastée, marquée à la fois par des signes d'amélioration et des sources de préoccupation.

Du côté de la situation économique, la croissance devrait se maintenir autour de 2 à 2,2% en 2013, comme en 2012, avec une inflation dépassant légèrement 2%. Les prix de l'immobilier se redressent, la consommation a été relancée en fin d'année, le chômage paraît en décline avec un taux de 7,8% - **Graphique G** -, l'activité repart notamment dans les services. Mais, les vrais problèmes demeurent. Les créations d'emplois restent faibles et insuffisantes : seulement la moitié des 8,8 millions d'emplois perdus depuis le début de la crise a été retrouvée. La croissance est trop faible pour recréer suffisamment d'emplois en dépit des mesures monétaires accommodantes. Par ailleurs, le déficit budgétaire fédéral reste élevé – autour de 7% - et la dette américaine continue à s'alourdir. Nombreux sont ceux qui pensent que les Etats-Unis ne peuvent continuer à vivre à crédit, ce qui n'est pas sans risque selon les marchés financiers. Néanmoins, la reprise paraît proche.

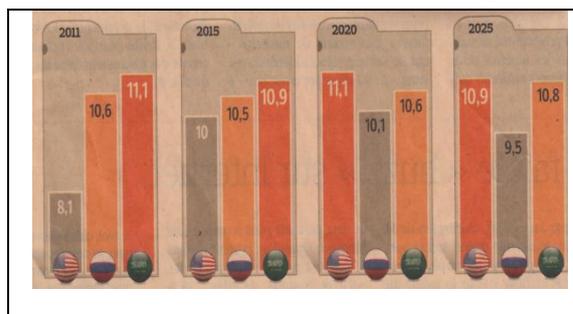
G – Taux de chômage

en % (USA va de 4 à 8%) - *Les Echos*



H – Production de pétrole et équivalent

Millions barils/j – USA, Arabie, Russie *Figaro*



L'accord partiel sur le mur budgétaire a apporté un répit temporaire jusqu'en février prochain. Si les hausses d'impôts obtenues par le président américain lui ont donné partiellement satisfaction, un long chemin reste à faire sur les deux principaux points restant en suspens : d'une part le relèvement du plafond de la dette publique au-delà des 16 400 milliards\$ atteints, d'autre part la réduction corrélative des dépenses publiques, ce qui ne

manquera pas d'avoir un impact sur les réformes voulues par le président, notamment en matière sociale. Le franchissement du mur s'annonce malaisé.

Une lueur d'espoir subsiste néanmoins avec l'exploitation du gaz et du pétrole de schiste. Selon les prévisions de l'Agence Internationale de l'Energie – AIE -, les Etats-Unis deviendraient en 2017, année de fin du mandat du président américain, le premier producteur de pétrole devant l'Arabie saoudite, la Russie - **Tableau H page précédente**. Si cette exploitation tient ses promesses sans dommages graves pour l'environnement, les conséquences seront majeures pour l'économie américaine : marché du pétrole, balance commerciale, compétitivité de l'industrie avec un coût d'énergie fortement diminué, incidence sur le pouvoir d'achat des ménages, politique étrangère vis-à-vis du Moyen-Orient... mais, aussi, impact sur les changements climatiques. On comprend que de nombreux autres pays soient tentés de se lancer dans cette direction.

Au total, des difficultés immédiates à résoudre, des espoirs à plus long terme... pour autant que des crises géopolitiques, notamment au Moyen-Orient, ne viennent perturber ces prévisions.

PAYS NON OCCIDENTAUX : une volonté de relance

Dans le reste du monde - hors USA et Europe qui représentent ensemble, rappelons-le, environ 49% du PIB mondial – la situation apparaît contrastée avec une volonté commune de faire face, voire de contrer, le ralentissement de l'activité imputable aux pays développés par un ensemble de mesures de relance.

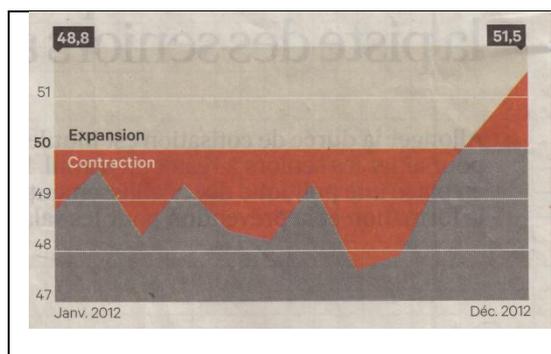
L'**Asie**, consciente de son poids économique, en est le moteur principal. C'est ainsi que les pays de l'ASEAN ont entamé des négociations pour créer une zone de libre-échange qui serait la première du monde tandis que, dans une étape préalable, la Chine, le Japon et la Corée du Sud ont engagé des pourparlers sur un partenariat économique. Certes, rien n'est encore fait et les obstacles, notamment politiques, sont nombreux. Dans ce contexte, la Chine se présente comme le moteur de cette politique qui fait ombre à l'influence des Etats Unis dans cette région. Les dix principaux pays de l'Asie du Sud Est qui entrent pour près de 30% dans le PIB mondial ont affiché une croissance de l'ordre de 6% en 2012 : celle-ci devrait au moins se maintenir en 2013 grâce aux mesures de relance.

Le **Japon** se trouve dans une situation particulière au sein de cette région. Touché par presque deux « décennies perdues », frappé par la catastrophe du tsunami, le pays est entré en récession fin 2012. Alors qu'il doit faire face à une dette publique de l'ordre de 240% de son PIB (détenue majoritairement, il est vrai, par des nationaux), à un déficit public de plus de 8%, le nouveau gouvernement conservateur issu des élections de fin 2012 prépare un plan massif de relance pour sortir le pays de la récession et espère une croissance de l'ordre de 0,7% en 2013. Une rallonge budgétaire chiffrée autour de 100 milliards €, financée par l'émission de nouvelles obligations, doit permettre d'engager un important programme de travaux et d'aide aux entreprises.

De son côté, la **Chine**, la deuxième économie mondiale, montre des signes de reprise, ce que confirme divers indicateurs, notamment d'activité manufacturière – **Graphique I -** : elle enregistrerait une croissance de l'ordre de 8% de son PIB en 2013, année de nette reprise.

I – Activité manufacturière chinoise

Indice PMI – *Les Echos*



Mais les nouvelles autorités chinoises devront résoudre de délicats problèmes parmi lesquels on citera tout particulièrement d'une part la relance de la consommation en particulier au profit des régions non côtières (selon

certaines statistiques, la consommation intérieure ne représenterait que de l'ordre de 35% du PIB) et d'autre part le niveau du yuan par rapport aux autres devises. Sujets difficiles sans perturber les équilibres internes dans un pays où on souhaite éviter tout bouleversement et où on applique implicitement le principe néo-confucianiste qui préfère l'ordre à la justice.

Quant à l'**Inde**, présentée parfois comme un futur dragon, elle voit sa croissance ralentir, son déficit budgétaire se situer autour de 6% du PIB et sa dette sous surveillance : de nécessaires réformes de structure sont difficiles à mettre en œuvre.

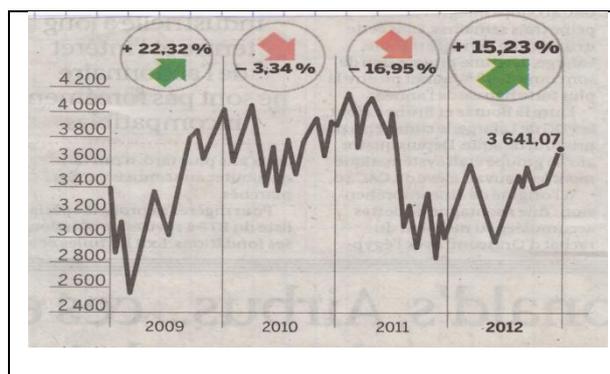
En Amérique latine, le **Brésil** a du mal à relancer son économie dont la croissance ne devrait pas dépasser 1,5% en 2012 avec une inflation de près de 5%. Le **Mexique**, très dépendant des USA, maintiendrait sa croissance entre 3,5 et 4%.

Signalons, par ailleurs, le rôle de la Chine dans le développement de l'**Afrique sub-saharienne**. Celle-ci croîtrait à un rythme de plus de 5,5% en 2012 (pour autant que les statistiques soient fiables) du fait des exportations de matières premières pour répondre à une demande boulimique de la Chine dans le cadre d'une exploitation qu'en d'autres temps, on aurait qualifié de néo-coloniale !

MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : un certain soulagement

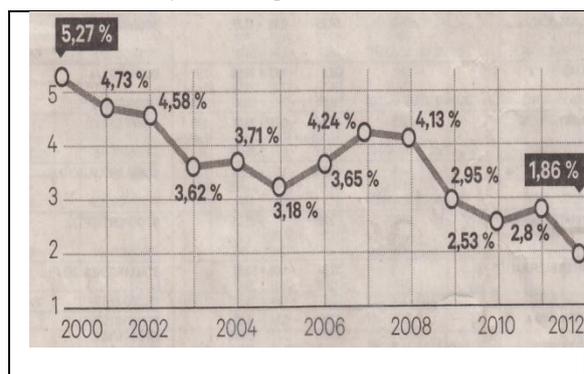
Après une année chaotique, les **marchés** ont salué la fin de 2012 par une poussée d'optimisme. Ceci a été particulièrement sensible sur les marchés **actions** tant en France où le CAC 40 a progressé de plus de 15% - **Graphique J**- que sur de nombreuses autres grandes places : + 29% pour le DAX, + 23% pour le Nikkei et pour Hong Kong, « seulement » + 12% pour S & P et + 6% pour le Footsie. La stabilisation de la zone Euro grâce à la politique de la BCE, le compromis partiel et provisoire sur le mur budgétaire aux USA, des annonces favorables en Chine... ont provoqué un soulagement après une année incertaine et particulièrement médiocre pour les levées de fonds en diminution de 30% en un an sur l'ensemble des marchés actions.

J – Indice CAC
Le Monde-Bloomberg



K – Coût du financement de la dette française

À moyen et long terme – *Les Echos*



Du côté des **taux**, la détente a été sensible, ce qui a permis notamment à la France d'enregistrer une baisse de ses coûts de financement – **Graphique K**.

Les **perspectives** pour 2013 sont globalement optimistes pour la plupart des prévisionnistes mais elles restent marquées par de fortes incertitudes : risques géopolitiques au Moyen-Orient, accord budgétaire définitif aux USA, marasme économique en Europe...ce qui peut aussi entraîner des fluctuations imprévisibles sur les marchés des devises. Sauf accident, les taux devraient rester globalement bas, ne serait-ce qu'en raison de l'abondance des liquidités mais ceci n'exclut pas des tensions éventuelles sur les conditions de financement de certains Etats, notamment en Europe en fonction de la crédibilité accordée par les marchés à la politique économique des gouvernements. La France, les pays de l'Europe du Sud seront particulièrement observés d'autant que la zone Europe sera un important emprunteur – de l'ordre de 790 milliards € - dont plus de 70% pour les trois principaux pays de la zone : 190 milliards € pour la France ainsi que pour l'Italie, 183 milliards € pour l'Allemagne.

Les **banques** ont largement contribué, en fin d'année à la remontée des indices boursiers. Ainsi, en France, les cours de BNP Paribas et de Société Générale ont progressé respectivement d'environ 60% et de 90% sur un an, ce qui ne doit pas faire oublier que leur capitalisation boursière ne représente respectivement que 66% et 46% de leurs fonds propres au bilan.

Toutefois, les établissements financiers continuent à faire l'objet de nombreux débats et de graves critiques alimentées par des scandales récents : blanchiment, manipulation des taux interbancaires, lourdes pertes sur trading... venant après les crises des crédits immobiliers et la dénonciation de l'opacité de la « finance de l'ombre ». Selon certains, celle-ci représenterait près de la moitié du système bancaire mondial, estimation difficile à vérifier.

On comprend, dans ces conditions, que les Etats qui se trouvent au premier rang en cas de difficulté, cherchent à se prémunir contre les risques bancaires en interdisant ou en isolant certaines activités jugées dangereuses et non indispensables au fonctionnement de l'économie : loi Volcker aux USA, réforme Vickers au Royaume Uni, projet Liikanen en Europe, tandis qu'en France, un projet de loi qui devrait être soumis au Parlement en Février prochain prévoit d'interdire quelques activités (négoce à haute fréquence), de cantonner certaines autres (activités de marché jugées dangereuses comme le négoce pour compte propre) et de renforcer les contrôles et la prévention.

Ceci se situe dans le cadre du projet d'union bancaire dont la mise en œuvre paraît difficile. Un premier pas a été franchi, en décembre dernier, avec le compromis sur un superviseur unique chargé surtout du contrôle des grandes banques dites systémiques (bilan supérieur à 30 milliards €). Mais d'autres points restent en suspens et ont été repoussés après les élections allemandes, en particulier les conditions de recapitalisation, la garantie des dépôts, le partage du pouvoir avec l'Autorité Bancaire Européenne dans laquelle le Royaume Uni, non-membre de la Zone Euro, entend ne pas jouer un rôle marginal.

Corrélativement, l'application aux banques des accords de Bâle III visant à renforcer les ratios de solvabilité et de liquidité en cas de crise est reportée sine die aux USA et assouplie dans son entrée en vigueur en Europe pour la liquidité. L'adoption de ces règles aurait eu pour effet de restreindre les conditions d'octroi des crédits pourtant indispensables pour la relance et de mettre les banques européennes en position concurrentielle défavorable.

Au total, après une année 2012 incertaine et agitée, c'est largement par contraste que l'optimisme renaît, ce qui ne doit pas faire oublier les lourdes incertitudes et le long chemin restant à parcourir pour que l'union bancaire européenne voit réellement le jour et soit opérationnelle.

Jacques Blanchard