

NOTES DE CONJONCTURE MARS 2013

---000---

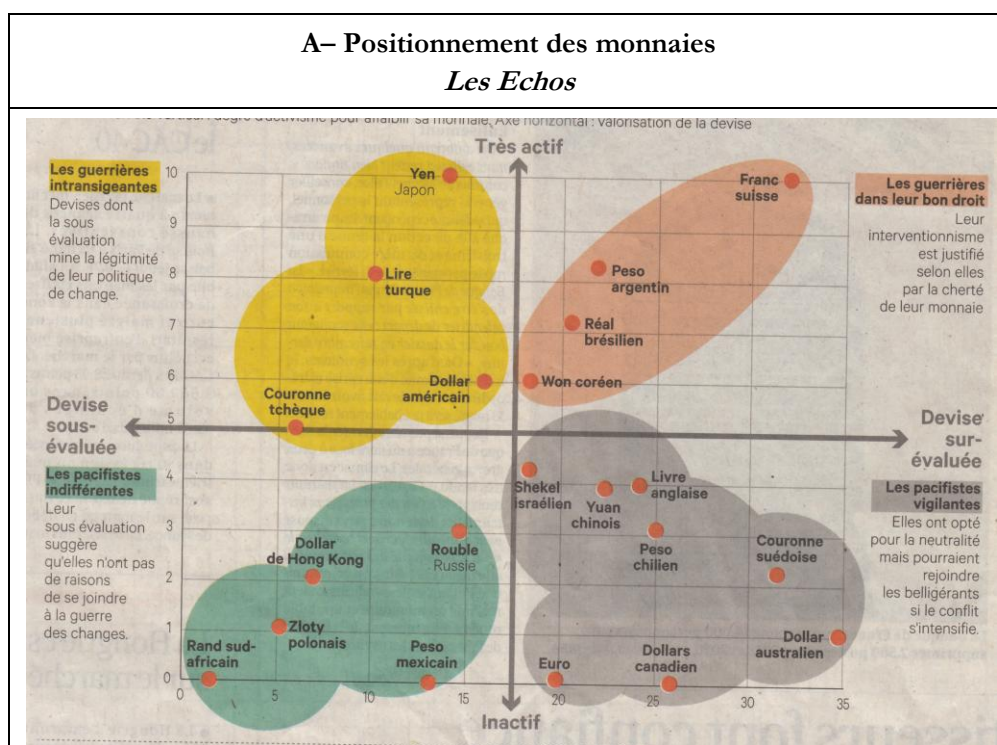
Concert des nations ou cacophonie mondiale

Le sommet du G20 qui rassemble, rappelons-le, 90% du PIB mondial, 80% du commerce international et 66% de la population, a dénoncé en février dernier la faiblesse de la croissance qui pourrait faire redouter ultérieurement un risque de récession : le retour à la prospérité paraît actuellement bien éloigné. Face à cette situation, à la multiplication des conflits de toute nature, des voix s’élèvent pour dénoncer les effets d’une mondialisation mal maîtrisée alors que les tensions provoquées par la crise conduisent à la recherche d’un « chacun pour soi ». Les vertus de la mondialisation et de la libéralisation des échanges qui devaient ouvrir la voie à une prospérité partagée et continue, font place au doute.

Cette opinion s’appuie sur de multiples éléments parmi lesquels on notera plus particulièrement :

- Le découplage croissant entre la croissance des pays industriels avancés (+1,4%) et les pays émergents (+5,5%) eux-mêmes fort divers, aggravant la fragmentation du monde économique ;
- L’échec d’une concertation mondiale notamment au sein de l’OMC qui conduit à la multiplication des tentatives d’accords bilatéraux plus ou moins défensifs tels que USA-UE, Transpacific Partnership (TPP) entre l’Amérique du Nord et une dizaine de pays asiatiques ;
- La montée des intérêts nationaux au sein de l’Europe à l’opposé d’une vision unitaire ;
- La « dé-mondialisation » de la sphère financière comme le montre la baisse des flux de capitaux transfrontières (-61% en cinq ans).

A tout ceci, on peut ajouter la « balkanisation identitaire », le développement des communautarismes, la perte de solidarité au sein même des nations....



C'est dans ce contexte que l'éventualité d'une **guerre des monnaies** est évoquée? En février dernier, le G20 s'est montré particulièrement compréhensif sur « les actions macroéconomiques destinées à favoriser la croissance » de certaines banques centrales. Si la relance est un objectif louable, l'incidence sur les exportations ne peut être négligée quand ce n'est pas un but plus ou moins avoué. En ce domaine, la position des pays est très variable comme le montre le **Graphique A page précédente** présentant le positionnement des monnaies en fonction de leur valorisation (axe horizontal) et de l'activisme des banques centrales (axe vertical). Rappelons toutefois que les conflits liés aux changes ont toujours existé avec plus ou moins d'intensité.

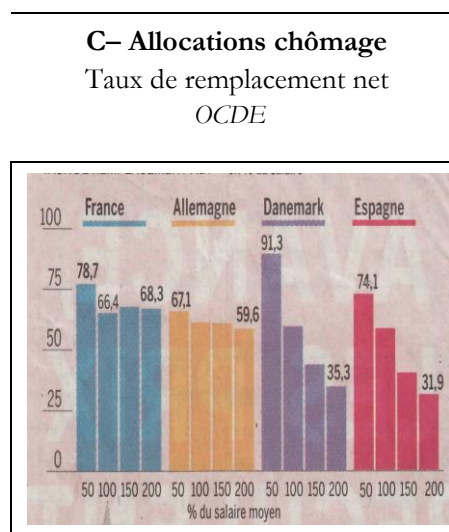
Cette vision pessimiste est-elle inéluctable ou faut-il n'y voir qu'une situation transitoire provoquée par une crise autant économique que sociétale? Dans un monde multipolaire, le modèle occidental peut-il s'imposer sans réticence à l'ensemble de la planète; la contraction de la finance ne traduit-elle pas une correction nécessaire ; la relance n'a-t-elle que des effets nocifs ; le repli identitaire n'est-il pas un appel à plus de solidarité ?

France : sans marge de manœuvre

Tout le monde a en mémoire la litanie défavorable des indicateurs de la situation économique de la France. La Commission européenne les a rappelés récemment annihilant les espoirs de ceux qui attendaient un mouvement général de reprise entraînant notre pays sans effort trop intense. Après une croissance nulle en 2012, tout au plus peut-on tabler sur un taux à peine positif en 2013 et d'environ 1,2% en 2014, inférieur à la moyenne de la zone Euro (1,4%). Dans ces conditions, le déficit budgétaire atteindrait 3,7% en 2013, 3,9% en 2014 ; la dette publique avoisinerait les 95% du PIB. L'inversion en fin d'année de la courbe du chômage qui se situait à plus de 3,2 millions en janvier 2013 (plus de 10%) paraît peu crédible même avec un traitement social du chômage : contrats d'avenir, contrats de génération... dont le coût contribuera à un alourdissement inéluctable de la fiscalité.

Certes, un timide mouvement général de réforme se dessine :

- le taux d'augmentation de la dépense publique – mais non la dépense elle-même qui se situe à un niveau tout à fait excessif de 56% du PIB, - a provisoirement diminué (mais en attendant une possible remontée en 2016 et 2017) - **Graphique B –** ;
- un premier pas pour améliorer la compétitivité et la flexibilité au sein des entreprises a été amorcé ;
- un accord sur l'emploi devrait être engagé et une loi en ce sens votée



Corrélativement, comme l'écrivait récemment P. Artus, directeur de la recherche et des études de Natixis, (le Figaro 21/02/2013), on constate « un recul de la compétitivité et de la profitabilité... ; les salaires réels sont extrêmement rigides... ; le chômage ne conduit pas à un freinage des coûts salariaux... ; le taux d'autofinancement des entreprises françaises n'est que de 70%.... ».

Peut-on continuer ainsi sans une remise en ordre globale de notre économie d'autant que les « rustines » fiscales pour financer les nouvelles dépenses ou les insuffisances de recettes ont leurs limites. Nos partenaires européens ne pourront se satisfaire de déclarations qui leur paraissent de véritables palinodies.

Notre modèle social – un des plus généreux sinon le plus généreux au monde – a atteint un poids tel qu'il n'est plus finançable : allocations familiales (plus de 77 milliards € de prestations en 2011), allocations chômage moins dégressives en France – **Graphique C page précédente** - assurance maladie, régimes des retraites dont le déficit va être rapidement insupportable, ...A ceci s'ajoutent les coûts et les blocages d'un appareil administratif démesuré dans un pays asphyxié aux dires de certains par ses « 400 000 normes » et ses réglementations paralysantes (cf. le code du travail).

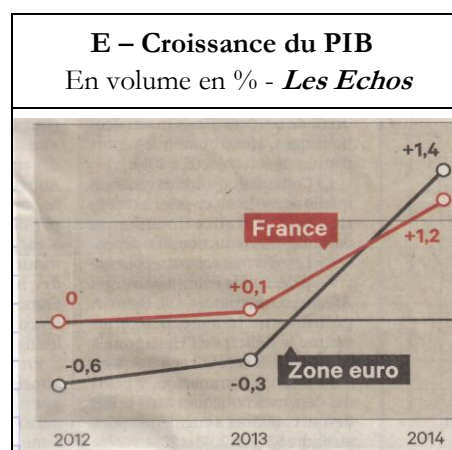
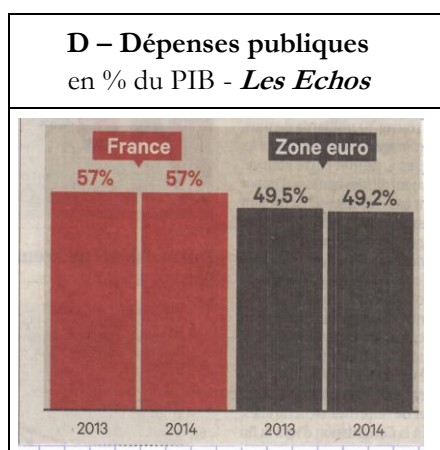
Tout ceci crée un climat d'inquiétude sans perspective de sortie de crise, rendant les efforts demandés de plus en plus difficiles à supporter, ce qui fait craindre parfois un risque d'explosion sociale d'une « société de défiance ». L'urgence s'impose.

Europe : Le désamour

Les prévisions de la Commission européenne sur l'Europe confirmées plus récemment par la BCE sont peu encourageantes : croissance de - 0,3% en 2013 et au mieux de + 1,4% en 2014, progression du chômage à près de 12%, endettement global élevé, déficits budgétaires importants... : « le retour à la croissance est plus progressif qu'on ne le prévoyait » avouait le Commissaire européen aux Affaires économiques. Ces prévisions font de plus apparaître une aggravation des écarts entre pays. Un rapide passage sous revue – peut-être un peu sommaire – l'illustre bien.

En Europe du Nord (Allemagne, Autriche, Scandinavie, dans une moindre mesure Pays Bas), l'optimisme prévaut. L'activité, certes ralentie, se maintient, le marché du travail est proche du plein emploi mais parfois au prix de fortes inégalités, comme cela est le cas en Allemagne. L'Europe du Sud (Espagne, Italie, Portugal, pour ne pas parler de la Grèce) a du mal à sortir de la récession en dépit des sévères mesures d'austérité qui ont entraîné de graves tensions sociales, nourri un certain populisme et provoqué une impasse politique en Italie. Les pays de l'Europe Centrale et Orientale se trouvent dans des positions contrastées : la Pologne tire son épingle du jeu, les pays baltes se redressent après des mesures très sévères, la situation sociale est médiocre dans de nombreux anciens pays de l'Est qui ont un faible niveau de vie. Quant au Royaume Uni, l'activité stagne et la politique du Premier Ministre fondée de manière simplifiée sur une austérité budgétaire assortie d'un soutien monétaire attend ses résultats.

Corrélativement, un fossé à la fois économique, social voire idéologique s'élargit entre la France et l'Allemagne, les deux piliers fondamentaux de l'Europe tandis que de nombreux pays qui se sont réformés ou déjà engagés dans la voie de profondes réformes comprennent de plus en plus mal nos temporisations – **Graphiques D et E** :



La crise est vue au Nord principalement comme le résultat d'un laxisme et d'un recours à la facilité dû à un endettement abrité par la monnaie unique tandis que le Sud met en cause le fonctionnement même de l'Europe et

de ses institutions. Les réformes structurelles et la réduction des déficits publics sont pour les uns le préalable indispensable alors que la nécessité d'une relance, ne serait-ce que pour éviter des explosions sociales et les montées populistes, est une priorité pour les autres. Il n'y a pas de potion magique et on oublie les particularismes des Etats, les situations conjoncturelles et sociales et le caractère « idiosyncrasique » de tout traitement. Les critiques réciproques, parfois justifiées mais jugées arrogantes, alimentent les aigreurs et les incompréhensions.

Le budget européen adopté au sein du Conseil européen illustre bien les divergences. L'austérité imposée par l'Allemagne et le Royaume Uni, nouvelle alliance de circonstance, ramenant sur six ans le budget de 994 à 960 milliards peut se comprendre : « nous pouvons être fiers, pour la première fois la carte de crédit de l'UE est amputée » aurait déclaré le Premier Ministre britannique. Mais, ce budget est une démonstration de l'absence d'ambition et du chacun pour soi avec le maintien des situations acquises : rabais britannique, politique agricole, aides régionales, augmentation des frais de fonctionnement ...aux dépens des dépenses d'avenir : croissance, compétitivité, infrastructure Il manque une véritable ambition commune et un leader reconnu pour la faire prévaloir.

Le Royaume Uni semble jouer plus que jamais sa partition au sein de l'Europe dont on ne sait si elle en est partie prenante alors qu'elle envisage à terme sa sortie, ce que souhaiterait, selon certains sondages, un britannique sur trois. La situation peu enthousiasmante de l'Europe vue comme bureaucratique, paralysante et plutôt contraire aux conceptions britanniques n'est pas une incitation. Quoi qu'il en soit, un bilan objectif serait à faire et il n'est pas dit à terme, le pragmatisme aidant, que le retrait lui paraisse bénéfique.

La crise a accentué les défauts de la construction européenne, une remise à plat complète des institutions serait nécessaire : il y faudrait une volonté commune. Serait-ce impossible ?

USA : « Le séquestre »

Faute d'accord entre démocrates et républicains sur la réduction du budget, le répit temporaire évoqué en Janvier dernier ne s'est pas prolongé : le « séquestre » est entré en vigueur et s'est traduit par une réduction de plus de 85 milliards \$, soit de l'ordre de 2,5% du budget fédéral, ce qui touchera pour moitié les dépenses militaires.

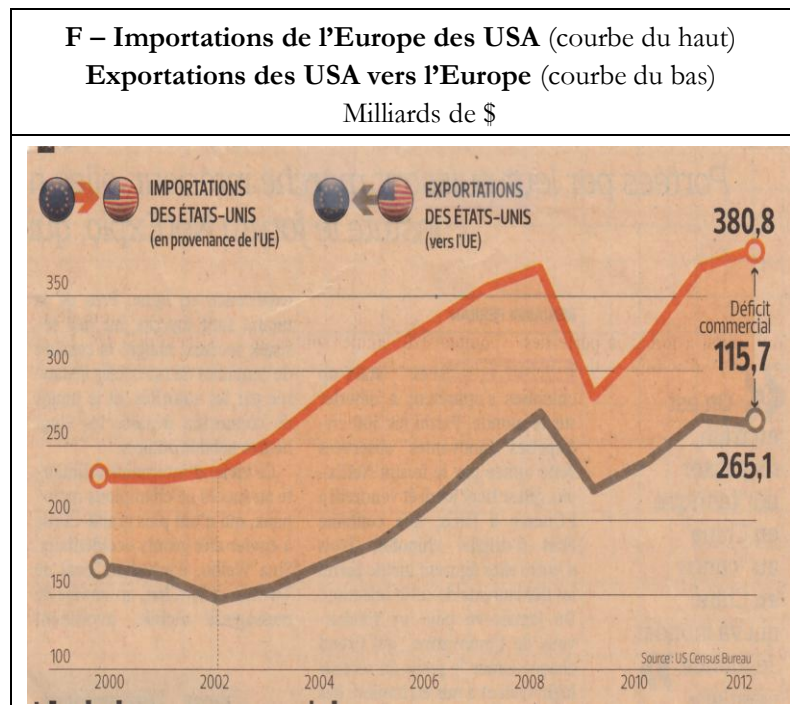
Les conséquences seront nombreuses. En l'absence rapide de solution, certains estiment à 0,5% l'impact sur le taux de croissance des Etats Unis qui serait ramené autour de 1,7% en 2012 mais c'est surtout l'emploi qui serait touché atteignant de 700 à 800 000 personnes : chômage technique, réductions d'horaire...essentiellement dans la fonction publique. La poursuite de la crise pourrait même entraîner un arrêt partiel du fonctionnement du gouvernement fédéral et la fermeture des services non essentiels comme en 1995. On peut cependant espérer qu'à terme un compromis puisse être trouvé.

Cette situation conforte la Réserve fédérale à poursuivre ses mesures contestées par certains, de soutien au crédit (quantitative easing) pour compenser « le vent contraire » du « séquestre », selon les propos de M. Ben Bernanke. Une telle politique accommodante contribue à maintenir la bourse à des niveaux élevés. Le sentiment prévaut que l'économie américaine a été assainie et que la reprise est proche même si l'euphorie n'est pas de mise et si l'éventualité d'une consolidation n'est pas exclue.

Dans ce contexte de croissance faible, de pression de l'économie chinoise et du relatif échec de l'OMC à Doha, le gouvernement américain veut engager une politique de négociation d'accords bilatéraux de libre échange, notamment avec l'Union Européenne. Le **graphique F page suivante** présente la situation du commerce transatlantique. Cet accord permettrait d'accroître les échanges commerciaux (de plus de 7% selon certaines estimations), de créer des emplois...confortant ainsi une vision très anglo-saxonne d'une Union Européenne plus libre échangiste que politique.

Si l'on ne peut qu'approuver des mesures de développement des échanges, cette négociation risque d'être néanmoins difficile en raison des déséquilibres et des conflits d'intérêts, d'une part entre les USA et l'UE, d'autre part au sein même de l'UE divisée face à un interlocuteur unique.

Les difficultés sont en effet nombreuses : différence de compétitivité entre les USA et l'UE et entre pays de l'UE aux intérêts divergents, problèmes de droit notamment en matière de propriété industrielle, marchés publics réservés aux nationaux, désaccords sur les normes et certifications, politique agricole : subventions, OGM, contrôles sanitaires... Par ailleurs, les USA conserveront l'arme monétaire dont ne disposent pas les Européens. Enfin, les pays émergents ne manqueront pas de faire prévaloir leurs intérêts. Si la négociation s'engage réellement d'ici l'été, la discordance des situations et des intérêts des pays européens risque d'être un handicap.



Pays non occidentaux : l'Asie, moteur de l'économie mondiale

La situation décrite en Janvier 2013 n'a pas fait l'objet de changements notables. Un taux de croissance élevé par rapport aux pays industrialisés reste le point commun des économies émergentes et notamment des BRIC, ce qui tend à faire oublier les différences notables entre ces divers pays. Selon la plupart des prévisionnistes, les pays à croissance rapide d'Asie devraient voir globalement leur économie atteindre un rythme de l'ordre de 8% en 2013 contre 6,3% l'an passé tandis que les pays d'Amérique latine semblent se développer moins rapidement comme c'est le cas tout particulièrement du Brésil dont le ralentissement a été marqué (seulement 0,9% en 2012 en espérant autour de 4% en 2013).

Dans ce contexte, deux pays retiennent plus particulièrement l'attention.

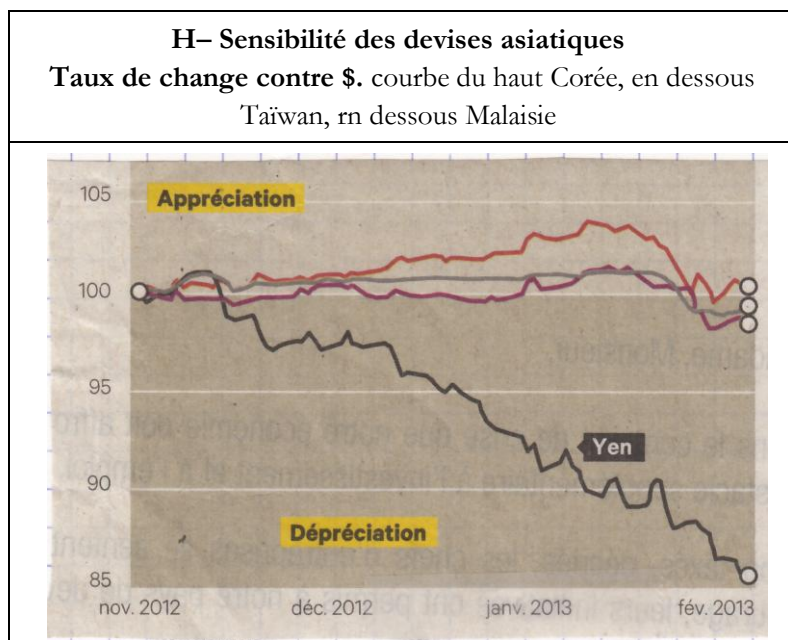
Grâce à un rebond à la fin de 2012, la **Chine** a échappé à une forte baisse d'activité prévue par certains augures et espère en 2013 une croissance d'environ 7,5 à 8% de son PIB sans relancer l'inflation grâce au développement de sa consommation intérieure. Mais ceci suppose que les nouveaux dirigeants lancent les réformes qui s'imposent et tout particulièrement :

- la mise en œuvre des indispensables mesures sociales pour combattre les inégalités, la corruption, l'injustice des expropriations ;
- la modernisation du système financier considéré comme peu efficace et handicapé par le poids de lourdes créances douteuses ;
- la réforme des administrations bureaucratiques et stérilisantes;

- la mobilité des citoyens au sein du territoire, la maîtrise des prix de l'immobilier, la lutte contre la pollution...

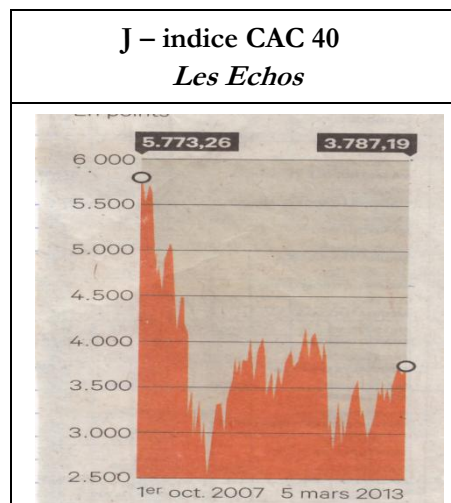
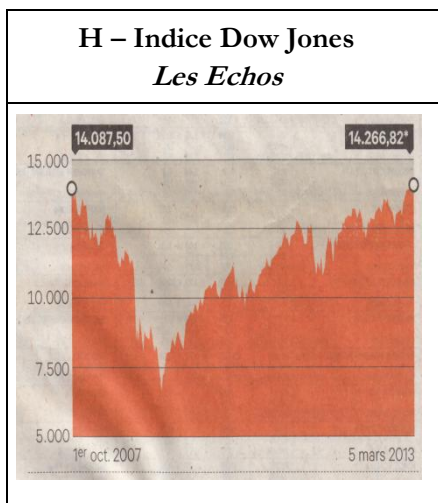
vaste programme qui ne pourra se réaliser sans de multiples oppositions. La Chine espère aussi que l'arme du yuan l'aidera dans sa politique de développement.

Comme on l'avait mentionné en janvier dernier, le nouveau gouvernement du **Japon** met en application son plan de relance : augmentation des dépenses publiques, stimulation des investissements privés, politique monétaire accommodante se traduisant par une dévaluation brutale du yen de près de 20% par rapport aux grandes monnaies : dollar, Euro mais aussi par rapport aux autres devises asiatiques, comme le montre le **Graphique F** ci-après. Cette politique a permis de sortir le pays de la récession et d'envisager un taux de croissance de 1,5% à 2% en 2013 en espérant ne pas réveiller l'inflation. Mais elle pénalise les pays voisins qui pourraient être tentés eux-aussi de laisser filer leur monnaie.



Marchés de capitaux et banques : les monnaies, guerre ou paix ?

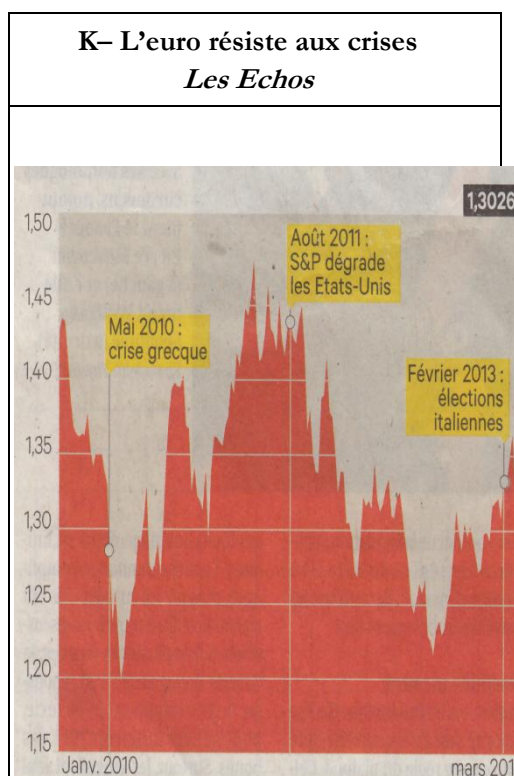
Dans le sillage de Wall Street, les **marchés** actions traversent actuellement une phase d'optimisme. C'est ainsi que le Dow Jones a battu en ce début du mois de mars son record d'Octobre 2007. La raison en est plus financière qu'économique et imputable essentiellement à la politique « accommodante » de la Réserve fédérale qui, depuis le début de la crise de 2007, a injecté des sommes massives dans l'économie (on parle de plus de 3000 milliards \$) auxquelles se sont ajoutées diverses facilités accordées au secteur financier. Ceci devrait se poursuivre pour parer aux conséquences des restrictions actuelles de dépenses publiques : politique monétaire versus politique budgétaire ! Les bourses européennes et notamment le CAC 40 ont suivi le mouvement **Graphiques H et J** :



Dans ces conditions d'abondance de liquidités, les taux sont restés bas et la pression s'est accrue sur la BCE pour tenter de faire baisser des taux déjà peu élevés malgré les incertitudes du sud de l'Europe et, en particulier, de l'Italie : rappelons que le taux de refinancement de la BCE a été maintenu au niveau très bas de 0,75%.

Et pourtant, les perspectives économiques ne sont pas particulièrement souriantes. Si les indices de reprise sont réels, les prévisions de croissance sont faibles aux USA et la situation de l'Europe est plus que médiocre, ainsi qu'on l'a indiqué ci-dessus. Les anticipations de profit des entreprises sont incertaines pour la plupart d'entre elles. Lorsque la Fed reviendra à une politique plus « traditionnelle », les réalités économiques risquent de reprendre le dessus et les marchés perdraient alors leur euphorie en prenant en compte des fondamentaux moins optimistes : la pérennité de l'embellie actuelle est loin d'être assurée. Face à ces incertitudes, les volumes traités sont généralement faibles y compris aux USA, les actionnaires individuels bouddent les actions, tout particulièrement en France

Dans le domaine des **monnaies**, les Etats-Unis mènent leur politique décrite précédemment en bénéficiant de la position privilégiée du dollar. La BCE qui n'a pas statutairement de politique de change sinon dans un cadre de stabilité des prix constate la bonne tenue de l'Euro dont le cours serait plutôt légèrement surévalué – **Graphique K**



Les difficultés économiques du Royaume Uni et la perte du triple A ont accentué la dépréciation de la Livre sterling. Mais c'est le Japon avec sa politique de forte baisse du yen qui a déclenché le débat récent sur la guerre des changes au cours duquel la position de la Chine qui contrôle sa monnaie, a été également mise en question. Derrière ces débats, c'est la compétitivité de chaque pays qui est en cause

Quant aux **banques**, après une année de transition marquée fréquemment par de lourdes dépréciations, elles vont devoir s'adapter aux nouvelles exigences légales et aux contraintes des réglementations finalement moins sévères que certains l'auraient voulu. La banque de détail, principal moteur de la plupart des établissements, subit néanmoins les conséquences de la morosité ambiante ce qui oblige à mettre en œuvre des programmes d'économie et à chercher de nouveaux relais de développement.

Par ailleurs, le projet d'union bancaire reste pour le moment au point mort en attendant le résultat des élections allemandes. Quant à la taxe sur les transactions financières – TTF -, sa version française à l'assiette limitée rapportera 1 milliard de moins que prévu en 2013 au budget, ce qui n'est pas une surprise. La version européenne prévue en 2015 aurait une assiette beaucoup plus large (actions, obligations et certains produits dérivés) et prendrait en compte non seulement les lieux de transaction mais aussi d'émission au grand dam de la City.

L'heure reste à l'expectative.