

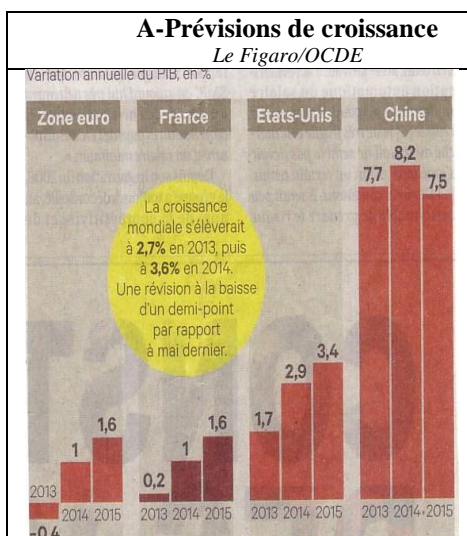
NOTES DE CONJONCTURE - DECEMBRE 2013

----000----

ECONOMIE MONDIALE : une reprise modérée

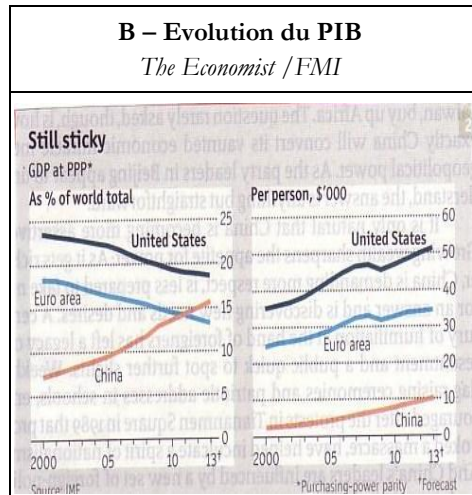
Peu de changements sensibles, tout au plus quelques inflexions sont à signaler par rapport aux notes de conjoncture de Septembre 2013. C'est ce que confirment les principaux organismes : FMI, Banque Mondiale, BCE...et, en particulier, les dernières perspectives économiques de l'OCDE. Elles tablent sur « une croissance de l'économie mondiale peut-être plus vigoureuse mais des risques plus nombreux » et amènent à une révision en diminution d'un demi-point de la croissance mondiale, soit 2,7% en 2013 et 3,6% en 2014, savant dosage entre « une activité et des échanges qui devraient se renforcer et des prévisions à la baisse en raison des risques de dégradation par rapport aux prévisions ».

Comme le montre le **tableau A**, le dynamisme des principales zones économiques reste très inégal. Les USA semblent repartir avec une croissance passant de 1,7% en 2013 à près de 3,5% en 2015, la Chine se maintiendrait à un rythme soutenu (autour de 7,5 à 8 % par an) alors que la zone Euro aurait globalement bien du mal à relancer son activité avec un taux de seulement 1,6% en 2015.



La reprise de l'investissement productif dans plusieurs pays, la tendance à la réduction du chômage, un début de remise en ordre du système financier, la levée des incertitudes dues à l'évolution de la politique monétaire accommodante des USA sont des facteurs favorables tout en rappelant les risques liés à l'endettement élevé de nombreux pays.

Dans ce contexte, certains prévoient que l'économie chinoise dépasserait, vers la fin de la décennie, l'économie américaine et que l'effacement de l'Europe serait de plus en plus sensible - **Graphique B**. Cette anticipation est-elle pertinente surtout si on se rappelle les anciennes prévisions sur l'URSS qui aurait dû dépasser les USA ou sur la progression irrésistible du Japon actuellement en difficulté? Bien d'autres facteurs sont à prendre en compte : situation politique interne et externe, évolution démographique, dynamisme industriel, capacité d'adaptation et d'innovation, ...



Quoi qu'il en soit, le centre du monde s'est déplacé vers l'Asie-Pacifique où les pays de l'APEC (coopération économique Asie-Pacifique comprenant USA, Canada, Chine, Japon...) assurent près de 50% des exportations mondiales et où de nouvelles rivalités, source de conflits potentiels, apparaissent. Mais les USA restent le « métronome » du monde même si leur influence est en recul et si leur hégémonie est contestée.

Au total, les tendances à long terme qui dépendent de multiples facteurs économiques et politiques relèvent de l'art divinatoire.

FRANCE : un immobilisme persistant

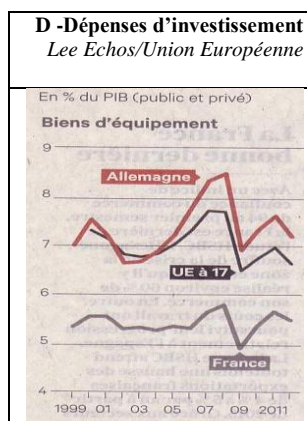
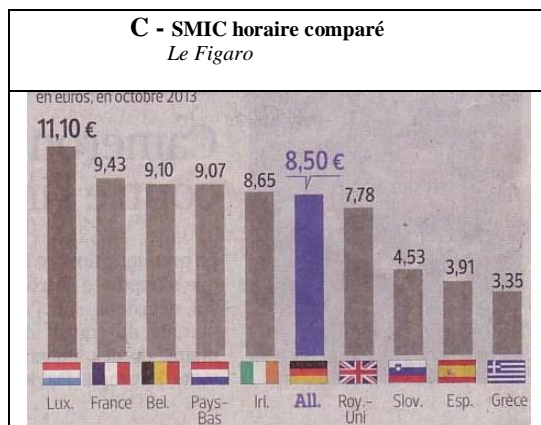
La France a misé sur l'effet d'entraînement d'un environnement international plus favorable pour s'épargner des réformes de structure indispensables mais difficiles à prendre tant sur le plan politique que social. Certes une certaine amélioration se perçoit mais l'examen des données économiques ne porte guère à un optimisme excessif.

Si l'on note effectivement une légère embellie, la croissance du PIB reste néanmoins modeste : de l'ordre de 0,3 à 0,5% en 2013, autour de 1 et 1,6% respectivement en 2014 et 2015. La politique budgétaire demeure peu rigoureuse avec un déficit dépassant 4% en 2013, au mieux de 3% en 2015 : ceci ne permettra pas un redressement des finances publiques et l'endettement devrait croître à plus de 95% du PIB en 2015 malgré un taux de prélèvements obligatoires se maintenant à 46%, pression élevée qui suscite de graves récriminations et laisse peu de marges de manœuvre au gouvernement sauf à opérer une réduction réelle et rapide des dépenses publiques (et non une diminution de l'augmentation !)

Dans ce contexte de faible croissance, le problème de l'emploi reste majeur. Si on a enregistré en octobre dernier un léger recul des chômeurs de catégorie A*, de l'ordre de 20 000, en revanche, novembre aura été moins favorable avec une augmentation de près de 18 000. Le total des chômeurs (catégories A, B et C) en progression de près de 40 000 en octobre a régressé d'environ 7 000 en novembre. Ainsi, le nombre de chômeurs de catégorie A s'élève à environ 3,3 millions, soit 10,5% de la population active (4,9 millions pour les catégories A, B et C). En dépit des contrats aidés, le nombre de chômeurs de moins de 25 ans reste à un niveau élevé comme celui des seniors. Au-delà des polémiques sur l'interprétation des statistiques, on peut douter de l'inversion prochaine de la courbe du chômage, comme le souligne l'INSEE, l'OCDE, la Commission Européenne... L'augmentation de l'emploi du secteur non-marchand (emplois aidés...) ne compensera pas la baisse de l'emploi du secteur marchand « pour absorber la hausse anticipée de la population active » selon l'INSEE et on peut raisonnablement espérer tout au plus une stabilisation au cours des prochains mois.

La faiblesse des marges des entreprises (taux de marge : 27,7% en France contre 40% en Allemagne, 32,2% au RU et une moyenne de 37,4% pour l'UE), les coûts salariaux – **Tableau C**, les rigidités administratives et réglementaires notamment touchant le marché du travail, le poids de la fiscalité, le climat d'instabilité et le

manque de confiance...tout cela contribue à la perte de compétitivité, aux difficultés à l'exportation, aux réticences à l'embauche et au faible niveau des investissements – **Graphique D.**



Dans ces conditions, la tendance à la délocalisation s'accroît tandis que la perte d'attractivité attire insuffisamment les investisseurs étrangers : dans le classement annuel de la Banque Mondiale, la France se situe ainsi au 38° rang, loin derrière les USA : 4°, Le Royaume Uni : 10°, l'Allemagne : 21°.

On comprend le doute de nos partenaires sur notre capacité à nous réformer, comme le cas des retraites l'a montré, et on ressent « l'ardente obligation » à redoubler d'efforts véritables dans tous les domaines : économique, social, fiscal...condition sine qua non, certes difficile mais non pas hors de portée.

* Catégorie A : sans emploi ; catégorie B : emploi < 78 heures ; catégorie C : emploi > 78 heures ; catégorie D : dispensés de recherche d'emploi (formation...); catégorie E : en contrat aidé.

EUROPE : accentuation des divergences

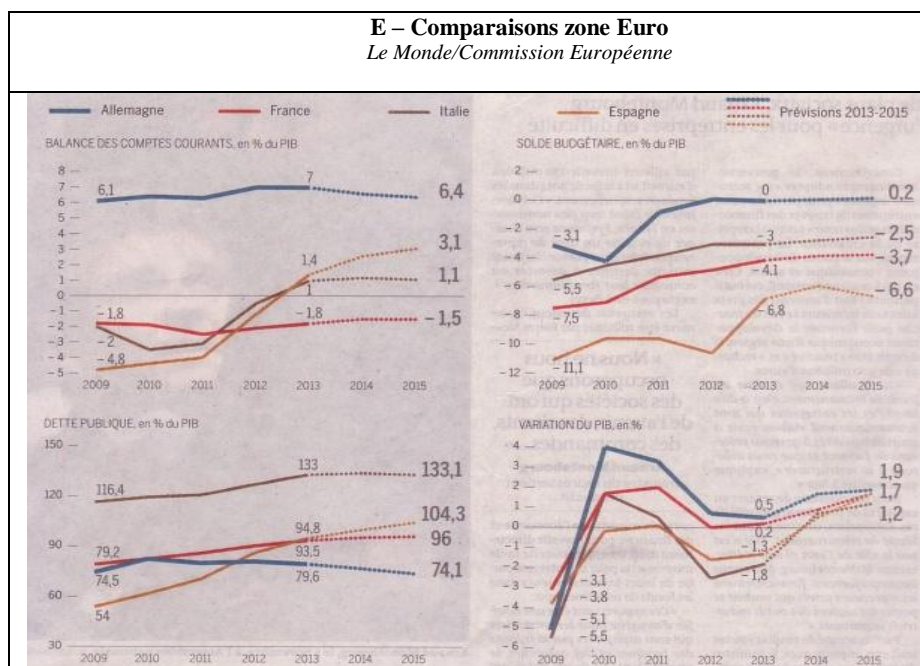
Globalement, la situation économique de l'Europe ne suscite pas l'enthousiasme tant au niveau de l'Union Européenne que de la zone Euro : croissance faible, chômage élevé, consommation des ménages atone, niveau d'investissement insuffisant.

Pour la zone Euro, ainsi qu'on l'a indiqué précédemment, la reprise est tardive, lente et inégale avec une croissance de l'ordre de 1,6% en 2015, un taux de chômage élevé se maintenant autour de 12%, des craintes de déflation. Certes, l'assainissement budgétaire se poursuit, la balance des comptes courants s'améliore lentement mais la dette publique reste élevée, source d'inquiétude en cas de hausse des taux.

Comme le montrent les **Graphiques E** ci-dessous, les situations entre pays sont contrastées faisant ressortir les meilleures performances économiques de l'Allemagne comme celles de plusieurs pays du nord de l'Europe. La comparaison des coûts salariaux, du poids des prélèvements fiscaux et sociaux, des conditions sociales, des formalités administratives et réglementaires...expliquent largement les écarts de compétitivité et les conséquences sur la capacité des pays de faire face à la concurrence internationale et d'équilibrer leur balance commerciale. Selon le classement du World Economic Forum de Davos, la France se situerait au 23° rang de la compétitivité mondiale, l'Allemagne au 4°, les USA au 5°, le Japon au 9°.

De son côté, au Royaume Uni, les prévisions tablent sur une croissance de près de 2,5% en 2014, un déficit public passant de 6,3% du PIB à l'équilibre en 2018, un taux de chômage en diminution à moins de 7,5% dès cette année. Selon le Gouvernement britannique, ceci serait le résultat des sévères mesures d'austérité, d'une politique de taux faible et d'une injection importante de liquidités par la BoE. En contrepartie, on constate une

stagnation du pouvoir d'achat, un accroissement du coût de la vie, une montée des inégalités sans amélioration des conditions de l'offre et de la compétitivité des échanges.



La politique économique du Royaume Uni montre son éloignement progressif du reste d'une grande partie de l'Europe pour ne s'en tenir qu'à ce seul domaine : ceci renforce la tentation de quitter le navire européen ou de renégocier les conditions d'appartenance. Mais les divergences sont également fortes entre l'Europe du Nord et l'Europe du Sud tandis que l'écart se creuse entre les deux piliers de la zone Euro : France et Allemagne. Il paraît de plus en plus urgent à de nombreux observateurs que l'ensemble de la construction européenne actuellement incomplète soit achevée voire repensée. Faute de quoi, un déclin irrésistible serait à craindre et la perspective d'un éclatement se rapprocherait. Quitter l'Union Européenne n'est pas sans risque mais sortir de la zone Euro est une autre aventure.

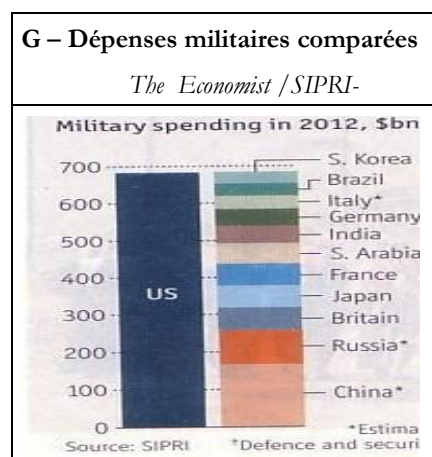
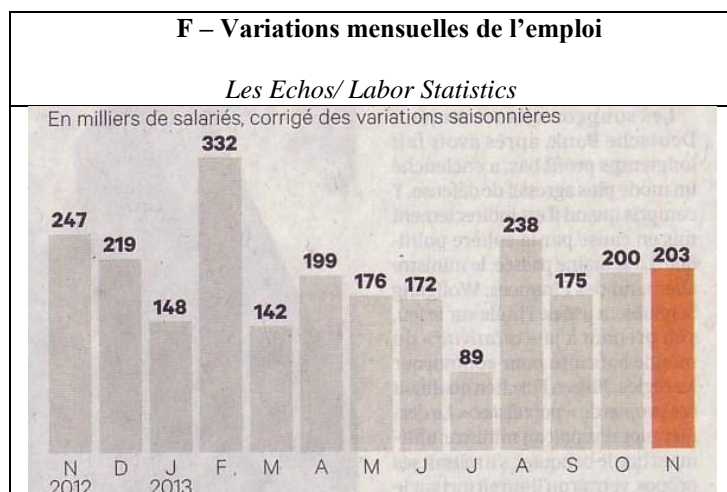
ETATS-UNIS : une embellie

Après les difficultés de l'année 2013 : contraintes budgétaires limitant l'activité, crise du « shutdown »..., l'économie américaine semble s'engager dans une phase d'embellie avec une accélération de la croissance du PIB à près de 3% en 2014 et 3,5% en 2015.

Ce sont d'abord les entreprises privées et les ménages qui tirent la croissance. Même si la croissance du 3^e trimestre 2013 (+ 3,6% en rythme annuel) paraît largement imputable à la reconstitution des stocks des entreprises, ceci indique, chez les entrepreneurs, un retour à l'optimisme que les prévisions positives d'investissements viennent conforter. Du côté des ménages, le climat redevient plus favorable : le chômage est en baisse avec un taux ramené à 7% en novembre 2013 en diminution régulière, les créations d'emplois y compris dans le secteur manufacturier se maintiennent à un rythme satisfaisant – **Tableau F** – tandis que l'enchérissement du prix des actifs notamment immobiliers crée un effet de richesse.

Corrélativement, l'assainissement des finances publiques semble en cours et un compromis budgétaire partiel vient d'être conclu pour éviter un nouveau « shutdown » à la mi-janvier et une crise de la dette à la mi-février. L'amélioration du contexte économique a permis à la FED d'annoncer une réduction du soutien à l'économie de et une promesse de maintien de taux bas jusqu'en 2015, ce qui a été bien reçu par les marchés.

Certes, cet optimisme doit être tempéré par quelques signaux contradictoires. L'endettement reste élevé et détenu à près de 50% par des intérêts étrangers dont la méfiance a grandi avec la crise de l'automne dernier. Si l'amélioration de l'activité paraît bien engagée et le chômage en voie de résorption, le déficit de la balance commerciale – plus de 500 milliards \$ - est important et le taux d'activité (% de la population de 15 ans et plus) reste peu élevé, autour de 63%.



Quoi qu'il en soit, les Etats-Unis conservent de nombreux atouts : une énergie à bon marché, une main d'œuvre de qualité, un dynamisme, des capacités d'adaptation et d'innovation, des investissements élevés dans la recherche...et restent dans le monde, en dépit d'un certain affaiblissement, une puissance de référence en raison de leur poids politique, économique et militaire – **Tableau G** – ci-dessus.

PAYS NON OCCIDENTAUX : une croissance réelle mais ralentie

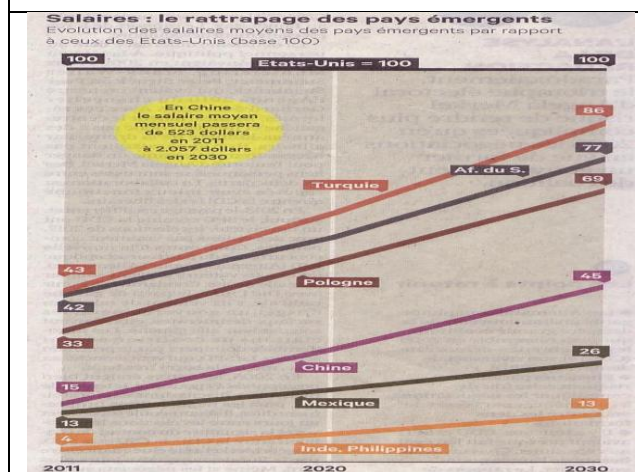
Les perspectives de l'OCDE pour le Japon ne sont pas particulièrement encourageantes : la croissance du PIB diminuerait progressivement passant de 1,8% en 2013 à 1% en 2015. En dépit des mesures de l'Abenomics, la consommation des ménages n'est pas repartie. Comme pour certains autres pays développés, la consolidation budgétaire et les réformes structurelles destinées à redonner du dynamisme à l'économie seraient indispensables pour supprimer les rigidités et relancer le moteur de la croissance mais elles restent d'autant plus difficiles à mettre en œuvre que leurs effets positifs ne sont pas immédiats.

Les économies émergentes qui ne constituent nullement un ensemble homogène, connaissent elles-aussi un ralentissement. Globalement, les prévisions tablent sur une croissance moyenne de l'ordre de 5 à 5,5% au cours des 2 à 3 prochaines années avec de grands écarts : 7,5 à 8% en Chine, de 3,4% à 5,7% en Inde avec une activité qui repartirait grâce à la relance des exportations, autour de 2,5% au Brésil dont le PIB a reculé au cours du 3^e trimestre 2013, de 1,5 à 3% en Russie....

Toutes ces prévisions prennent en compte les interactions entre économies émergentes et économies développées, en particulier, les conséquences de l'instabilité financière sensible dans de nombreux pays à l'exception, peut-être, de la Chine.

Signalons une étude récente (PWC) montrant l'évolution d'ici 2030 des coûts salariaux dans plusieurs pays émergents– **Graphique H**. Ces coûts vont parfois se rapprocher de ceux des pays développés. Certains pays émergents devenus des marchés de consommation vont alors être amenés à délocaliser progressivement leurs capacités de production, mouvement déjà entamé par la Chine comme ce fut le cas naguère notamment pour la Corée du Sud.

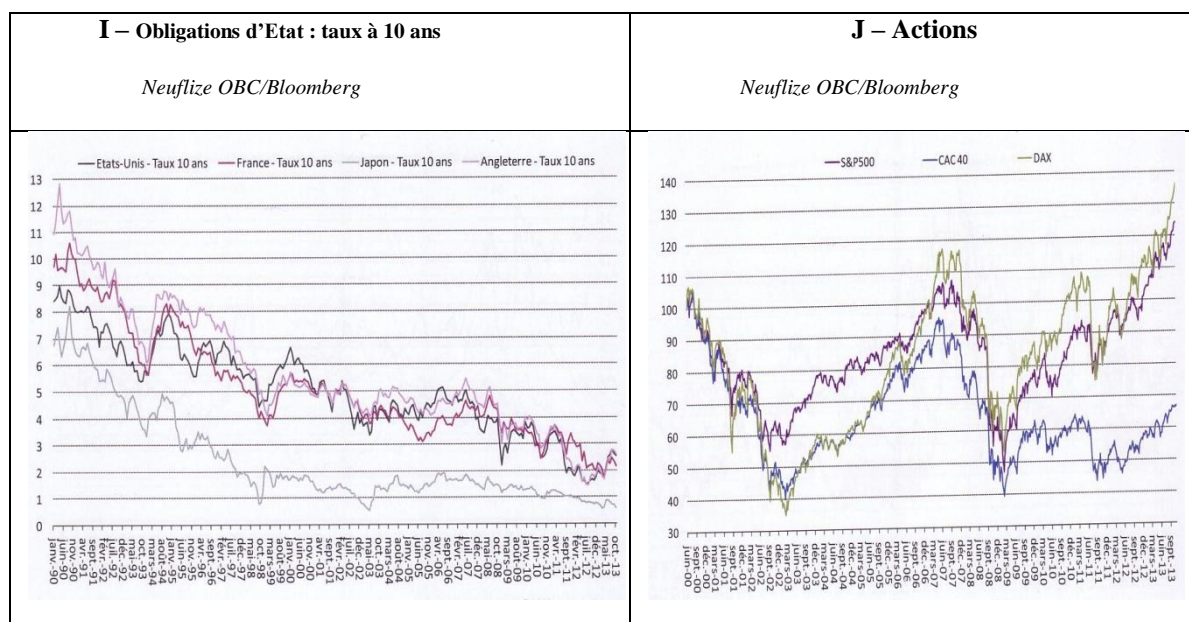
H – Coûts salariaux comparés Les Echos/PWC



Derrière leur hétérogénéité mais du fait de leur dynamisme, les pays émergents deviennent des interlocuteurs de poids dans l'économie mondiale.

MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES :

Les deux **graphiques I et J** ci-dessous présentent l'historique des taux obligataires à 10 ans et des principaux marchés actions.



Depuis 1990, on observe une tendance générale à la baisse des taux à 10 ans qui atteignaient des niveaux anormalement faibles – autour de 2% - fin 2012/début 2013 mais qui depuis lors amorcent une remontée. Selon un commentaire rapide, l'abondance des liquidités, la situation économique morose... ont conduit les banques centrales à cette politique de taux bas. L'amélioration prévisible de la conjoncture notamment aux USA et l'atténuation (« tapering ») de la politique monétaire de la FED expliquent la remontée actuelle des taux qui

devrait ralentir avec les promesses de taux bas jusqu'en 2015. On notera que, corrélativement, les taux monétaires, voisins de zéro, ne délivrent qu'une rentabilité négative en termes réels.

Au cours de cette période, l'évolution des marchés actions a été beaucoup plus heurtée : épisodes de bulle, crise de 2008 suivie d'une remontée puis d'une rechute en 2011 et enfin d'une progression régulière particulièrement nette pour le S&P et le DAX tandis que la CAC restait à la traîne. L'abondance des liquidités résultant de la politique monétaire « accommodante » a contribué à cette évolution. Faut-il craindre en 2015 un retournement de tendance, comme certains le proclament, d'autant que les valorisations en terme de PER ne sont pas faibles sur de nombreux marchés (de l'ordre de 16 aux USA, de 13 en Europe). L'amélioration de la conjoncture, la politique de la FED et le peu d'intérêt pour les investisseurs de se reporter sur les marchés de taux devraient permettre une bonne tenue des marchés actions.

Du côté des banques, l'assainissement des bilans est nécessaire, notamment dans plusieurs pays de la zone Euro. Comme le souligne l'OCDE, « les faiblesses du système bancaire continuent de peser sur la croissance » et il apparaît nécessaire de dissocier risque bancaire et risque souverain. Rappelons que, sur la période 2008-2013, le sauvetage des banques européennes a représenté pour les Etats de l'UE un engagement (garanties incluses) de plus de 1 600 milliards € (dont Irlande : 350, RU : 300, Allemagne : 260, Danemark : 150, France : 115). C'est à cela que doit répondre le projet d'Union bancaire. A la fin 2013, sa mise au point avance progressivement même si tout est loin d'être réglé notamment sur le « filet de sécurité public » pour le règlement des défaillances bancaires : qui paiera in fine en cas de crise grave ?

Après l'Union bancaire, la mise en œuvre au sein de la zone Euro d'une véritable politique économique commune et une harmonisation des contextes social, fiscal...seraient une nécessité afin de compenser les déséquilibres, réduire les écarts de compétitivité, ...vaste programme !

L'année 2014 s'ouvre sous le signe d'une reprise modérée de l'activité économique surtout dans les pays qui ont su faire les efforts nécessaires et prendre les mesures d'adaptation qui s'imposaient.

---0000---