

## NOTES DE CONJONCTURE - JUIN 2014

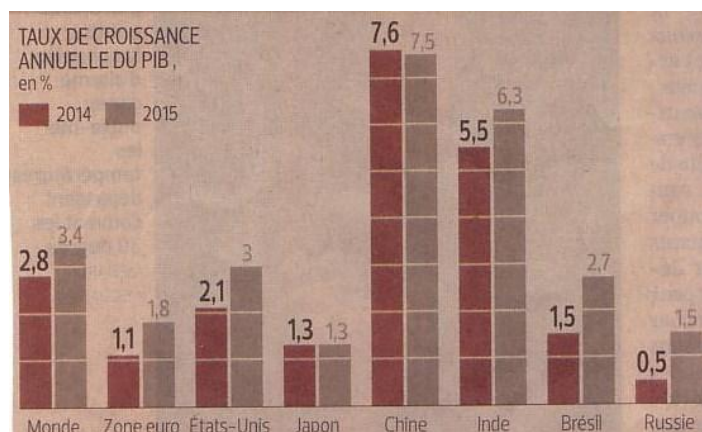
----000----

**ECONOMIE MONDIALE : un certain désenchantement**

Les dernières prévisions des organismes économiques ont été dévoilées récemment – **Tableau A**. Elles ne diffèrent pas fondamentalement et font toutes apparaître d'une part, une correction immédiate à la baisse de la croissance mondiale : 2,8% en 2014, 3,4% en 2015, essentiellement imputable aux pays émergents et d'autre part, un pessimisme à long terme : « *il est maintenant temps de se préparer pour pouvoir faire face à la prochaine crise* » déclare, sans barguigner, l'économiste en chef de la Banque mondiale.

**A – Prévisions de la Banque mondiale**

Banque Mondiale/Le Figaro



Dans ce contexte, les échanges internationaux qui avaient été multipliés par 5 en 20 ans (1993 – 2013) ont augmenté à peine de 2,2% à 2,3% en 2012 et en 2013 selon l'OMC et paraissent maintenant progresser grosso modo au rythme de l'activité économique. Ils tendent à s'organiser autour de trois grands pôles : Etats-Unis, Chine et Allemagne/zone Euro avec des chaînes de production fragmentées par composants pour bénéficier des avantages respectifs selon un schéma « globalisé » mais néanmoins contrôlé par les pays dominants. Ceux-ci cherchent à lever les barrières réglementaires et les droits de douane par des accords : Alena, TTIP...pour accroître des échanges qui leur sont profitables mais qui pourraient cependant être perturbés par des périodes d'instabilité ou de conflits géopolitiques.

Par ailleurs, selon l'Organisation Internationale du Travail – OIT -, le chômage mondial, bien malaisé à estimer surtout dans les pays en développement, serait en augmentation. Le taux de chômage des pays développés aurait atteint 8,3% en 2013 et ne devrait décroître que très lentement même si la baisse est plus rapide dans certains pays : USA, RU,...Ceci a un impact sur les flux migratoires allant des régions défavorisées vers les régions dynamiques ou plus favorisées et entraîne souvent une perte des élites des pays en développement. L'immigration reste un problème difficile à maîtriser, particulièrement en Europe.

On peut enfin s'interroger sur la pertinence du PIB dont on sait les biais, les insuffisances...pour mesurer l'activité économique, ce qui amène certains à le compléter par d'autres indicateurs ou à en modifier le contenu. Le PIB calculé en PPA – parité de pouvoir d'achat – apporte certes une appréciation différente voire

complémentaire mais au prix d'un pouvoir d'achat que l'on pourra juger arbitraire. La prise en compte des activités illégales : travail au noir, trafic, drogue, prostitution... qui se développent particulièrement en période de crise limiterait le pessimisme ambiant (le « coup de pouce » atteindrait, dit-on, 10% du PIB en Italie !). L'INSEE s'y refuse, Bruxelles y pousse, Londres va s'y adonner : le vice appuyé sur le crime au service de la croissance !

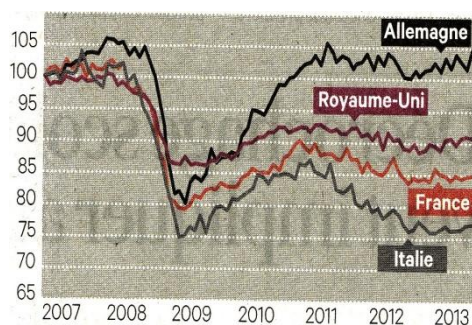
## FRANCE : changer de modèle

« Changer de modèle » pour reprendre le titre d'un livre récent\* commis par trois économistes baptisés de sociaux-libéraux est une nécessité urgente. Faut-il décliner à nouveau la litanie des voyants économiques qui défilent inexorablement leurs indications défavorables ? Après une médiocre augmentation de 0,3% en 2013, le PIB a affiché 0 % au 1<sup>o</sup> trimestre 2014 rendant peu crédible une prévision de croissance de 1% en 2014 : la prise en compte des dépenses de R & D dans le PIB n'y changera rien sauf optiquement ! La possibilité de ramener le déficit public à 3% en 2015 est sérieusement mise en doute par la plupart des observateurs y compris récemment par la Cour des Comptes dont les commentaires sur la situation de la France sont particulièrement sévères, notamment concernant la réalité des économies envisagées, l'évolution du taux d'endettement... Par ailleurs, la compétitivité des entreprises françaises reste faible calculée en coût de fabrication (travail + énergie +...), ce qui nuit à notre balance commerciale. Quelques points particuliers méritent enfin d'être soulignés :

- La consommation des ménages reste peu dynamique et aurait baissé de 1,2% au cours du 1<sup>o</sup> trimestre. En dehors des éléments purement conjoncturels, faut-il s'en étonner quand on sait que, d'une part, les prélèvements sur les ménages devraient croître d'environ 13 milliards en 2014 (5 au titre de l'impôt sur le revenu, 5 pour la TVA, 1,3 pour les cotisations sociales, 1,3 pour les impôts locaux, 0,6 pour l'ISF) ; d'autre part, que la courbe du chômage ne s'inverse pas, bien au contraire : la France continue à détruire des emplois et l'Unedic prévoit une augmentation de plus de 160 000 chômeurs (catégorie A, sans aucun emploi) en 2014/2015. A noter toutefois que, selon une étude récente de l'INSEE, « *la consommation des ménages réagirait faiblement et temporairement à une variation du déficit public* » grâce à un ajustement par le taux d'épargne.
- La production industrielle de la France se relève difficilement – **Tableau B**. Elle aurait encore diminué de 0,3% pendant le 1<sup>o</sup> trimestre mais se serait légèrement reprise en avril 2014. Il faut noter, comme le souligne le Bureau d'études Xerfi cité par le site « la Synthèse on line », que la valeur ajoutée dans les secteurs des biens d'équipements et du BTP, plus particulièrement dans la construction de logements, a fortement régressé – **Tableau C**. Le Gouvernement voudrait s'efforcer prochainement de corriger les effets néfastes de la toute récente loi sur le logement.

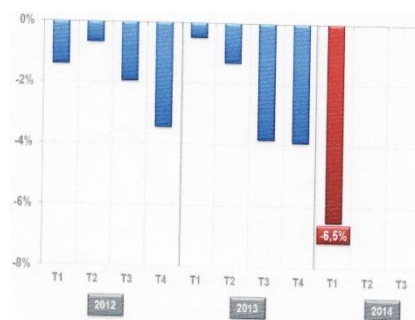
### **B – Evolution de la production industrielle**

Les Echos



### **C – BTP : Variations de la valeur ajoutée**

(en données annualisées)  
La synthéseonline/Xerfi

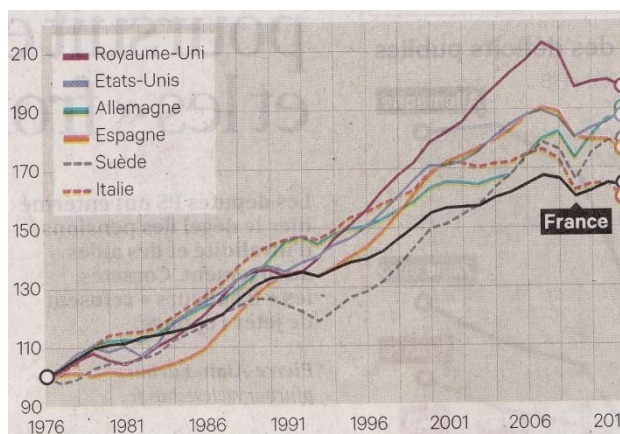


Le décrochage de la France est particulièrement net calculé en PIB par habitant – **Tableau D**. C'est ce que soulignent les auteurs de « Changer de modèle » qui n'hésitent pas à parler d'une paupérisation de la France

invoquant non seulement l'évolution de la démographie mais surtout la faible création de richesse imputable à une médiocre productivité, à la réduction du temps de travail, à la dégradation du taux d'emploi...

### D – PIB comparé par habitant (en PPA parité de pouvoir d'achat)

Les Echos/OCDE



Selon un sondage récent, les Français doutent majoritairement du redémarrage de l'économie et semblent se résigner à un chômage inévitable mais compensé par des aides publiques, à une croissance faible mais indolore et à l'emploi peu qualifié favorable au plus grand nombre mais concurrencé par les pays à bas salaires : ils espèrent maintenir les quelques avantages voire les privilèges dont ils croient être titulaires de manière définitive parfois au nom de corporatismes hors du temps, ce qui contribue au blocage d'une société qui paraît paralysée et incapable d'évoluer.

La réduction des dépenses publiques (« *c'est à la rente publique qu'il faut s'attaquer* », affirme J.M. Daniel) et le pacte de compétitivité seraient des premières mesures indispensables mais elles tardent à être mises en œuvre et sont grignotées par des contre-mesures tandis que la réforme des collectivités locales, par ailleurs nécessaire, ne semble pas être source immédiate d'économies sensibles, peut-être même au contraire.

Au-delà des réformes économiques, c'est d'abord un changement de mentalité s'appuyant sur une volonté et une politique clairement exprimées qui pourrait apporter un sursaut et une adhésion populaire pour arrêter un déclin particulièrement apparent notamment en comparaison de nombreux pays voisins. Les quelques « coups de rabot » n'apportent pas de solution, ont un effet anesthésiant, entraînent de nombreux mécontentements voire des blocages alors que ce sont de vraies réformes qui devraient être mises en œuvre. La magie du verbe ne peut suffire et la palinodie n'est pas un mode durable de gouvernement.

- « Changer de modèle » : Ph. Aghion, G. Cette, E. Cohen – Odile Jacob

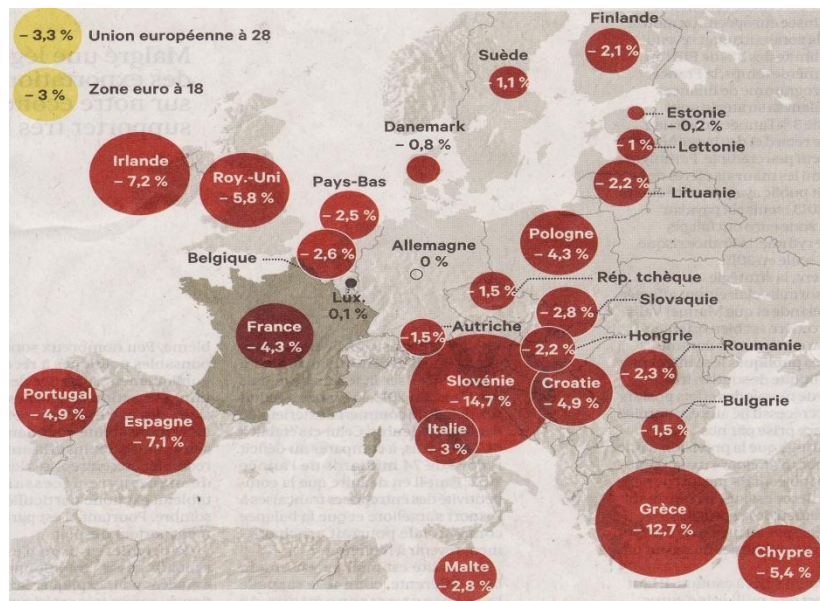
### **EUROPE : très faible croissance prolongée**

« *Je crains une très faible croissance prolongée dans la zone Euro* » déclarait récemment K. Rogoff, professeur d'économie à Harvard faisant écho au FMI qui réclamait un « new deal » pour cette partie du monde. Certes la croissance est de retour, autour de 1,1 % en 2014 et de 1,5 à 1,8 % en 2015 mais la zone Euro ne brille pas par son dynamisme avec de fortes inégalités : 1,9 % en 2014, 2 % en 2015 pour l'Allemagne : production industrielle en hausse, balance commerciale excédentaire, équilibre des finances publiques... alors que l'Europe du Sud reste à la traîne. Quant à la France, ainsi qu'on l'a vu précédemment, elle occupe une position plutôt médiocre voire inquiétante pour de nombreux observateurs du fait de son immobilisme.

Les **Tableaux E et F** présentant le niveau des déficits publics et les soldes commerciaux montrent les écarts au sein de l'Europe.

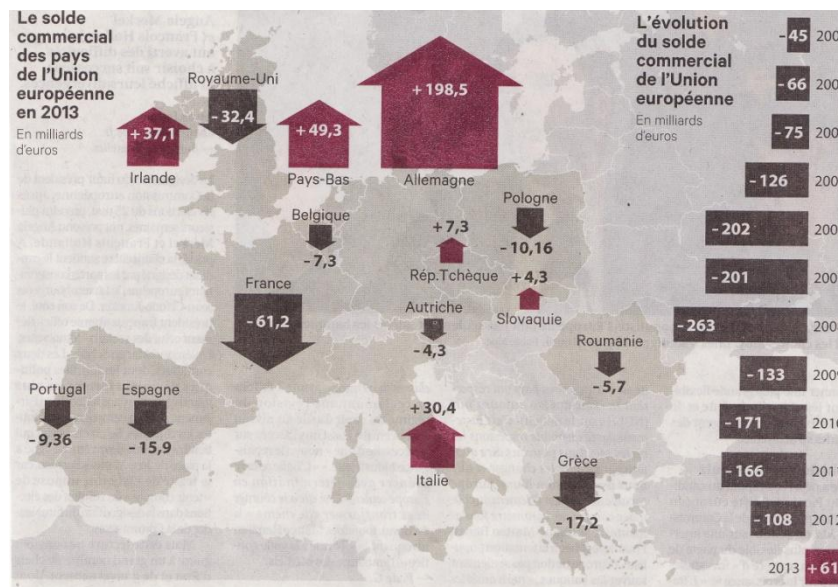
## E – Déficits en Europe en 2013 (% du PIB)

Les Echos/Eurostat



## F – Soldes commerciaux en 2013 (milliards €)

Les Echos/Bloomberg



Les récents résultats des élections des députés européens illustrent bien les divergences entre pays comme parmi les électeurs. La conception même de l'Europe, sa gouvernance sont souvent mises en cause tandis que de nombreuses questions cruciales restent sans réponse, que ce soit l'harmonisation fiscale qui nécessiterait l'unanimité des membres, la politique sociale, la « transition énergétique » et notamment la dépendance au gaz russe comme le soulignait récemment The Economist, le traitement des flux migratoires...pour ne pas parler des questions de politique étrangère, de défense,...

Le futur président de la Commission devra mener des négociations délicates sur le traité transatlantique : les sujets difficiles, source de désaccords, sont nombreux : rôle du dollar et de son cours par rapport aux autres devises, contrôle du numérique, politique de défense...sans parler des normes.... et de l'exception culturelle chère à la France (et aux intermittents du spectacle !)

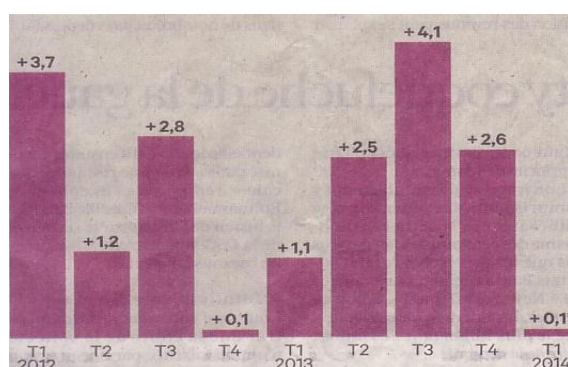
La réussite de ces négociations est essentielle aux yeux du Royaume Uni pour le maintien de son adhésion à une Union européenne qu'il voudrait strictement limitée au libre-échange et refusant toute intégration sociale, fiscale, monétaire... Certes, les performances apparentes du Royaume Uni en termes de croissance et d'emploi sont actuellement flatteuses sans oublier que sont considérés comme ayant un emploi les 5 millions de travailleurs détenteurs d'un contrat « zéro heure » mais les indicateurs concernant le déficit public, l'endettement, la production industrielle... sont moins favorables.

### **ETATS-UNIS : interrogations sur la reprise**

La chute brutale de l'activité enregistrée au 1<sup>o</sup> trimestre 2014 – **Tableau G** - est-il un simple accident ou les prémices d'un ralentissement\*. Les partisans du trou d'air mettent en avant l'incidence réelle et ponctuelle des intempéries de l'hiver, le caractère récurrent (voir 4<sup>o</sup> trimestre 2012), la bonne tenue de la consommation des ménages qui semble se prolonger au printemps... Pour les autres, des signes plus inquiétants apparaissent : baisse des investissements privés, de la construction, des exportations...

#### **G – Croissance du PIB (en rythme annualisé)**

Le Figaro



Du côté de l'emploi, on constate à la fois un accroissement des créations d'emplois et une diminution du taux de chômage passant de 6,7 à 6,3%. Toutefois l'interprétation optimiste de ces résultats est sujette à discussion : en effet, les créations d'emplois sont largement imputables à des emplois peu qualifiés à bas salaires et la baisse du taux de chômage s'explique en grande partie par la sortie des statistiques des travailleurs en fin de droit.

Ces deux positions ne sont pas incompatibles et expliquent les prévisions en retrait du taux de croissance de l'activité aux USA ramené par la Banque mondiale à un peu plus de 2% en 2014 (2% selon le FMI) et 3% en 2015. Par ailleurs, les Etats-Unis restent un pays fortement endetté tant au niveau public que privé. Sur ce dernier point, le surendettement des jeunes (que nous avons déjà évoqué dans les notes de juillet 2012) est estimé à 1200 milliards \$ (près de 7% du PIB) : il reste toujours un sujet de préoccupation.

Au total, du point de vue économique, si un ralentissement peut être envisagé, la reprise ne paraît pas à ce jour remise fondamentalement en cause. En revanche, sur le plan politique, les USA ne sont plus l'hyper-puissance décrite par certains tout en restant la première puissance mais moins sûre d'elle-même et de plus en plus contestée.

\*Selon les dernières statistiques révisées, le PIB des USA se serait contracté de 2,9% en rythme annuel au cours du premier trimestre au lieu d'une faible croissance de 0,1%.

### **PAYS NON OCCIDENTAUX : vers un ralentissement**

Le changement de perspective annoncé dans les précédentes notes se confirme en un ralentissement relatif. Ceci est particulièrement notable pour les **pays émergents**. La Banque mondiale a ramené leur prévision globale de croissance en dessous de 5% en 2014 et autour de 5,5% en 2015, Cette prévision quelque peu décevante reste

néanmoins acceptable tout en notant que les problèmes évoqués précédemment restent d'actualité : déficit public, endettement, problèmes sociaux... L'Inde voit ainsi sa croissance abaissée à 5,5%, le Brésil, autour de 1,5%, ce qui est faible.

La **Russie** handicapée par ses problèmes internes et touchée par la crise ukrainienne fait face à un plus fort ralentissement qui devrait limiter son développement en 2014 à moins de 1%, autour même de 0,5% selon certaines prévisions. Elle cherche à créer sa zone d'influence économique en constituant avec le Kazakhstan et la Biélorussie un marché unique de 170 millions d'habitants détenant près d'un cinquième des ressources mondiales de gaz et de 15% de celles du pétrole ainsi que des positions fortes dans l'agriculture (tournesol, betteraves à sucre).

De son côté, la **Chine** enregistre une légère baisse de régime avec un PIB qui continue à croître néanmoins autour de 7,5%, niveau enviable pour beaucoup mais considéré comme nécessaire à la stabilité sociale. Les problèmes restent les mêmes : réformes structurelles notamment du secteur public, risques financiers... La croissance à tout prix peut-elle se poursuivre au même rythme compte tenu de ses conséquences sociales, environnementales...

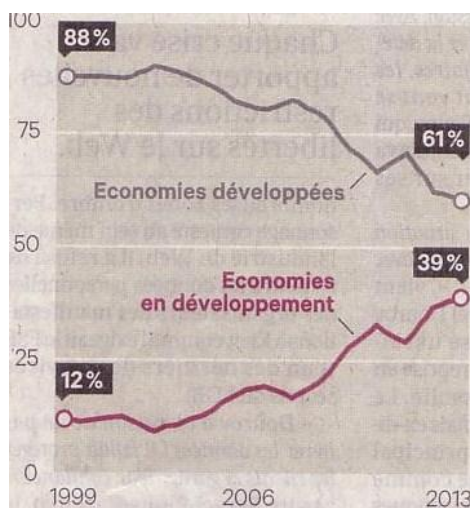
Quant au **Japon**, l'économie s'y développe sur un rythme situé entre 1 et 1,3%.

Avec un PIB de plus de 9 000 milliards \$ en 2013, soit plus de 50% de celui des USA (80% en terme de parité de pouvoir d'achat selon certaines estimations), près de 2 fois celui du Japon, la Chine fait figure de géant au sein de l'Asie du Sud-est et auprès des pays de l'Asean. Sa volonté d'imposer sa puissance, de protéger ses intérêts et ses sources d'approvisionnement en montrant sa force y compris militaire entraîne de graves tensions dans cette partie du monde, ce qui pourrait avoir à terme de lourdes conséquences.

Peu à peu, du fait de leur développement plus rapide que celui des pays développés, les pays émergents étendent progressivement leur influence dans le monde, en particulier grâce à leurs investissements à l'étranger en forte croissance, comme le montre le **Graphique H**.

## H – Investissements directs à l'étranger – IDE

Les Echos



## MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : en attente grâce à l'abondance de liquidités

La baisse des prévisions de croissance indiquées précédemment n'ont pas manqué de se répercuter sur les politiques monétaires des banques centrales. Aux Etats-Unis, d'un côté on note une amélioration apparente du marché du travail et une tendance à l'accélération de l'inflation tandis qu'à l'inverse la croissance semble en retrait. Dans ces conditions, la FED a maintenu le rythme de réduction de son programme d'assouplissement monétaire tout en laissant ses taux inchangés pour limiter la pression sur les taux longs et sur le dollar. Pour sa

part, la BCE a lancé une série de mesures pour relancer la croissance dans la zone Euro : baisse des taux directeurs avec un taux de refinancement à 0,15% et un taux négatif des facilités de dépôt, dispositions diverses pour renforcer la liquidité et le crédit (achats d'actifs, prêts...) en essayant de maintenir l'Euro à un niveau le moins pénalisant possible pour l'économie de la zone. Les objectifs de la FED et de la BCE ne sont pas totalement compatibles.

Tout ceci devrait contribuer à peser favorablement sur les marchés de taux et à maintenir les marchés actions à leur niveau actuel considéré comme historiquement élevé. Toutefois, les observateurs notent, sur l'ensemble des marchés, le faible volume de transactions ainsi que la volatilité réduite tandis que les liquidités abondantes entraîneraient tous les marchés à la hausse. Selon certains, cette situation apparemment paradoxale s'expliquerait par un climat d'incertitude latent provenant non seulement des risques géopolitiques difficiles à évaluer mais aussi de potentielles bulles immobilières.

Les banques européennes sont fortement pressées de contribuer par leurs prêts au financement de l'économie sans que ces injections de fonds contribuent toutefois à la bulle immobilière et à l'accroissement de leurs créances douteuses. Par ailleurs, elles vont devoir faire face au prochain passage en revue de leur portefeuille (stress tests) et à la séparation de leurs activités spéculatives pour les plus grandes banques.

C'est dans ce contexte que « l'affaire BNP Paribas » est survenue. Quelles que soient la réalité et la matérialité des faits, cette « affaire » révèle les différences d'approche entre les USA et l'Europe, pour ne pas dire le reste du monde, pose le problème de l'ambiguïté du statut du dollar, monnaie mondiale et/ou au service des intérêts américains, de l'utilisation de la régulation et du droit américain, ce que l'on pourrait étendre au monopole numérique des grandes multinationales américaines soumises aux règles nationales pour ne pas parler des autres affaires qui ont défrayé la chronique. Voilà de quoi compliquer sérieusement le cours des négociations du traité transatlantique.

---0000---

En résumé, une croissance réelle mais qui ralentit dans l'ensemble du monde allant des USA aux pays émergents, une zone Euro sans dynamisme, une France à l'arrêt, des marchés apparemment en attente.