

NOTES DE CONJONCTURE - SEPTEMBRE 2014

----000----

ECONOMIE MONDIALE : croissance modérée et inégale

En cet automne 2014, un certain accord semble se faire sur une reprise globale de l'activité, modérée mais inégalement répartie, avec une inquiétude très marquée pour la zone Euro proche de la déflation, ce qui n'est pas sans conséquences compte tenu de son poids économique.

Selon les observateurs, l'économie mondiale pourrait croître de l'ordre de 3,5% en 2014 et de 4% en 2015 avec un commerce mondial quelque peu ralenti ce qui pèserait sur le cours de nombreux produits de base et avec un marché du travail en légère amélioration – **Tableau A.**

Tableau A – Evolution du PIB (en %)



Nombre d'incertitudes planent sur ces prévisions : évolution de la zone Euro et risque de déflation, anticipation d'une hausse des taux américains, conséquences de l'endettement élevé de certains pays, chocs consécutifs aux tensions géopolitiques et à la crise ukrainienne...d'où, pour l'OCDE, les appels à un assouplissement des contraintes freinant la croissance et à un soutien monétaire dans la zone Euro, ce qui ne fait pas l'objet d'un consensus notamment de la part de l'Allemagne.

Dans ce contexte, l'économie mondiale est-elle un navire sans capitaine comme s'interrogeait J-M Siroën, professeur d'économie à Paris Dauphine, dans un article paru récemment*. La croyance naguère dans une autorégulation des marchés ne fait plus consensus. Des institutions internationales : FMI, Banque mondiale, OMC...des structures informelles : G7/8, G20...interviennent mais surtout en réaction au moment des crises et non en anticipation ou en prévention. Ce sont les banques centrales et les gouvernements qui jouent encore un rôle majeur de pilotes souvent en privilégiant les intérêts nationaux.

*voir Problèmes économiques : numéro hors série « L'économie mondiale » septembre 2014

FRANCE : dégradation et défiance

Sans surprise, les indicateurs économiques de la France continuent à se dégrader inexorablement :

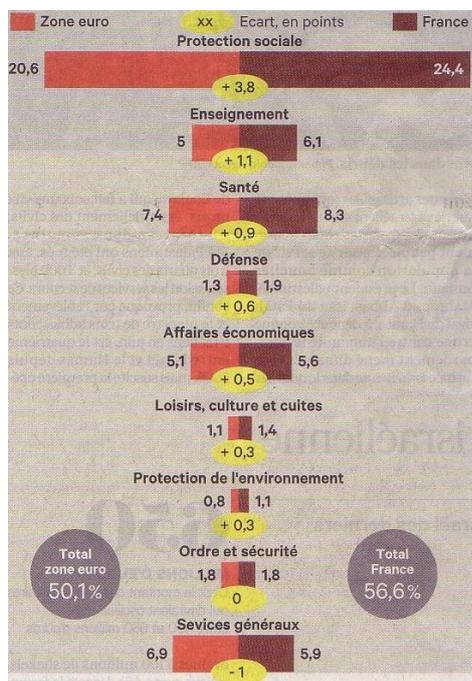
- la croissance resterait limitée autour de 0,4% en 2014, de 1% en 2015 ;
- le chômage se maintiendrait à un niveau élevé, autour de 10%, sans amélioration prévisible rapidement compte tenu de la croissance ;
- la balance commerciale conserverait son déficit ;
- les investissements des entreprises demeureraient faibles en l'absence de perspectives de reprise et d'une rentabilité suffisante ;
- le déficit public serait de l'ordre de 4,3% en 2014 et autour de 4% en 2015, loin des 3% promis ;
- l'endettement approcherait 100% du PIB ;
-

La politique des petits pas, des « coups de rabot » mécontente d'autant que les efforts demandés notamment par les prélèvements sont sans effet apparent. Elle rencontre ses limites sans apporter de solutions qui ne pourraient provenir que de réformes profondes, « structurelles », bien difficiles à faire accepter dans le climat de défiance actuelle d'autant plus que de nombreuses mesures, par ailleurs nécessaires, n'apporteront pas, dans un premier temps d'améliorations rapides de la situation et ne produiront des effets qu'à terme. Deux exemples parmi d'autres sont éloquentes.

La réduction des déficits devrait passer d'abord par celle des dépenses publiques, comme cela a été le cas chez la plupart de nos voisins dont le niveau des dépenses est pourtant moins élevé – **Graphique B**. Cela concernerait directement les dépenses de fonctionnement de l'Etat, des collectivités locales... ainsi que les charges liées à la protection sociale, à la santé... - **Tableau C** - avec des incidences immédiates sur la consommation, sur l'emploi, difficiles à faire admettre dans le contexte actuel tandis que des gisements d'économies pourraient pourtant être trouvés sans conséquences élevées.

Tableau C

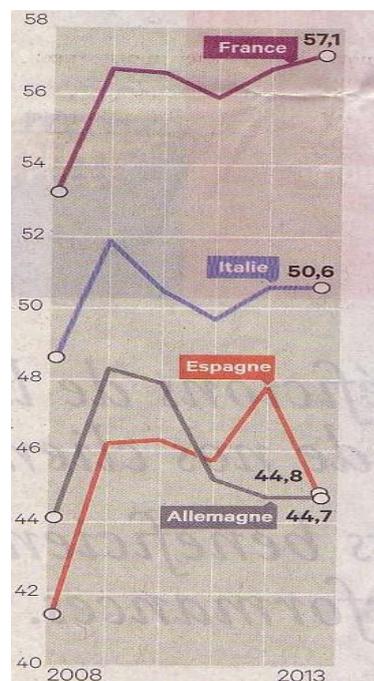
Répartition des dépenses publiques (en % du PIB)



Graphique B

Evolution des dépenses publiques (en % du PIB)

Eurostat/Les Echos



Le redressement de la compétitivité des entreprises demeure la source fondamentale de création de richesses et d'emplois alors que le niveau du chômage se maintient à un niveau élevé – **Graphique D**. Ceci serait, de plus, nécessaire au rétablissement de notre balance commerciale.

Graphique D - Evolution du taux de chômage

INSEE/Les Echos



Le coût du travail, le poids des charges sociales ainsi que les contraintes du code du travail freinent l'emploi. En particulier, on soulignera que la durée annuelle du temps de travail des salariés à temps plein est en moyenne très inférieure en France à celle de nos voisins : 1661h contre 1847 h en Allemagne, soit un écart de 186 h (5 semaines !), 1805h en Espagne, 1781h en Italie, 1900h au Royaume-Uni. Il faut par ailleurs noter que la moyenne française cache des différences significatives : les travailleurs indépendants consacrent 2372 h à leur activité (+ 42% au-dessus de la moyenne des salariés) tandis que les employés des services non marchands (fonctionnaires...) se situent autour de 1520 h (- 9%). Certes, il ne s'agit que de statistiques à commenter avec prudence (et à pondérer par la productivité) mais néanmoins révélatrices.

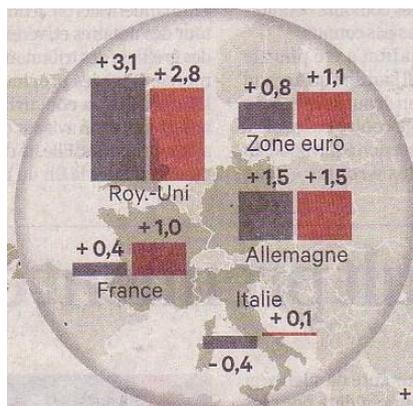
Jusqu'où peut-on poursuivre dans cette voie sans encourir un dur rappel aux réalités et sans parler des réactions de nos partenaires européens ? Les effets d'annonce ne peuvent suffire : « Au commencement était le verbe... au commencement était l'action » dit Faust.

EUROPE : creusement des écarts

Les perspectives de croissance de la zone Euro ont été revues à la baisse : 0,8% en 2014, 1,1% en 2015 selon l'OCDE : **Tableau E**.

Tableau E – Croissance en Europe (en % du PIB)

OCDE/Les Echos



L'Allemagne, bien que touchée par la situation d'ensemble, reste le meilleur élève : 1,5% en 2014 comme en 2015, le tout accompagné d'un équilibre budgétaire et d'un excédent commercial record montrant sa compétitivité. En revanche, l'Italie (dont la compétitivité s'améliore) et la France avec respectivement - 0,4% en 2014 et + 0,1% en 2015 pour l'Italie, 0,4% en 2014 et 1,0% en 2015 pour la France - tirent l'ensemble vers le bas. Grâce à ses efforts, l'Espagne commence à sortir d'une récession prolongée et espère un taux de croissance dépassant 1% pour les prochaines années. Comme on le voit dans le **Graphique F** ci-dessous, la déflation menace la zone Euro.

Graphique F – Inflation en zone Euro

Eurostat/Le Figaro



Ces médiocres perspectives pèsent sur l'économie mondiale, d'où les souhaits d'une politique de relance pour éviter une nouvelle récession. Mais celle-ci est d'autant plus difficile à échafauder que les situations sont différentes pour ne pas dire divergentes entre une Allemagne accompagnée de certains autres pays, d'une part, et les pays à la traîne, d'autre part, qui peinent à prendre les mesures qui s'imposent. Dans le domaine économique comme dans bien d'autres (politique étrangère, défense, immigration...), il n'y a pas communauté de vue : l'Europe est absente et n'arrive pas à parler d'une seule voix, à accomplir les efforts en commun et à faire preuve de solidarité. Bruxelles apparaît trop souvent comme le gestionnaire de son impuissance.

Dans ce climat morose, le Royaume-Uni qui vient d'échapper au risque de sécession de l'Ecosse, enregistre un sixième trimestre consécutif de hausse de son PIB et atteindrait ainsi un taux de croissance dépassant 3% en 2014 et de 2,8% en 2015 : ceci devrait lui permettre enfin de retrouver son niveau d'avant crise de 2008. La plupart des indicateurs s'améliorent régulièrement : emploi, investissement des entreprises...même si tous ne sont pas positifs : endettement, situation sociale....

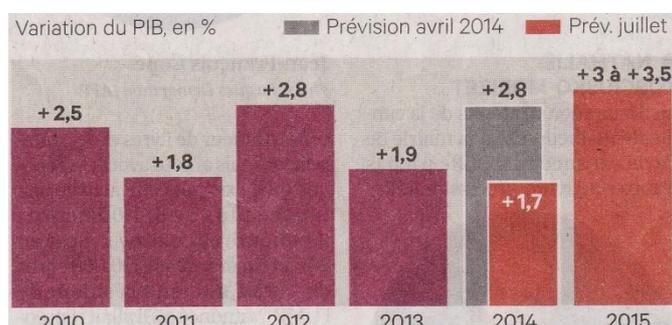
Au total, bien des difficultés attendent l'Europe sans parler des conséquences des crises qui menacent à sa porte.

ETATS-UNIS : entre optimisme et prudence

Après le pessimisme provoqué par la chute de l'activité au 1^o trimestre 2014, l'optimisme renaît avec le rebond du 2^o trimestre (hausse de 4% en rythme annuel). Selon le FMI, le PIB croîtrait de 1,7% en 2014 (2,1% pour l'OCDE) et de 3 à 3,5% en 2015 - **Graphique G**.

Graphique G : évolution du PIB des Etats-Unis

FMI/Les Echos



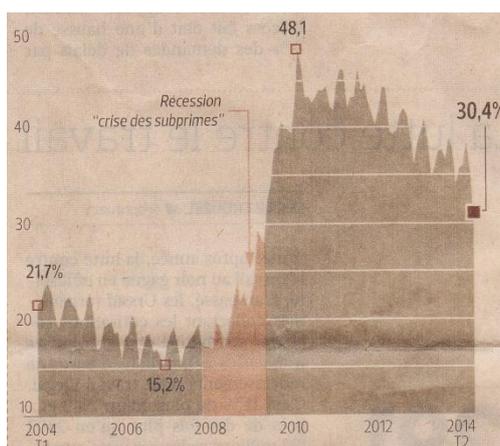
De nombreux indicateurs s'affichent, en effet, au vert : production industrielle (+ 5% en juillet), production automobile (+ 10%), progression sensible des industries chimiques dopées par le gaz et le pétrole de schiste, forte utilisation des capacités de production, croissance de la consommation privée, des investissements des entreprises...

Ce rebond semble avoir été favorable au marché du travail : le chômage de longue durée est en recul tout en notant que le nombre de personnes sans emploi depuis plus de six mois reste à un niveau encore élevé – **Graphique H**. Mais la situation est encore fragile : c'est ce qui explique à la fois la réduction du programme de soutien exceptionnel de la FED (25 milliards d'achats mensuels de bons du trésor et de titres hypothécaires avant une prochaine suppression contre 85 milliards un an auparavant) et le maintien actuel des taux directeurs proches de zéro.

Graphique H : évolution du chômage de longue durée

(en % du nombre total de chômeurs)

BEA/Le Figaro



Faut-il alors faire preuve d'un optimisme résolu ? Le FMI reste prudent comme de nombreux observateurs. Les gains de productivité seraient encore faibles, les infrastructures nécessiteraient de lourds investissements, les risques géopolitiques certes éloignés du continent américain sont une source d'inquiétude. Quoi qu'il en soit, la confiance semble renaître et porte au dynamisme.

PAYS NON OCCIDENTAUX : situations très diverses

Le FMI a confirmé ses prévisions de ralentissement relatif de la croissance des pays émergents pris globalement, autour de 4,6% en 2014. Leur PIB total évalué en PPA (parité de pouvoir d'achat) représenterait plus de 55% du PIB mondial. Mais cet agrégat de pays très divers dont les cinq BRICS veulent apparaître comme les leaders (40% de la population mondiale, 25% du PIB mondial) ne sont pas homogènes et recouvrent des situations très diverses voire concurrentes.

La Chine en est le pays dominant : avec une prévision de croissance entre 7 et 7,5% par an, elle est en passe de devenir – si elle ne l'est pas déjà selon certains – la première puissance économique mondiale quelles que soient les réserves sur la fiabilité des statistiques de ce pays et les corrections apportées à la parité de pouvoir d'achat – **Graphique I**. Certes, en termes de PIB par habitant (corrige ou non de la PPA), l'écart est encore considérable par rapport aux pays « développés ». Par ailleurs, l'alourdissement d'une dette difficile à évaluer (dette publique, locale, privée, finance occulte) aurait atteint un niveau brut très élevé estimé par certains à plus de 250% du PIB.

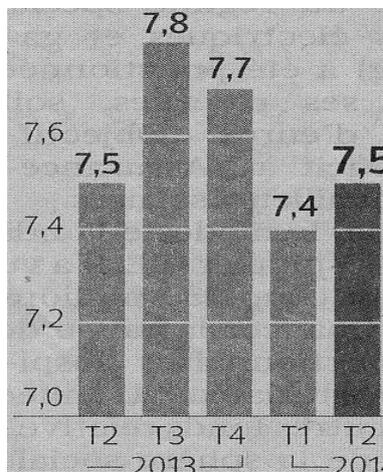
La position triomphante de la Chine n'est pas sans incidence sur l'attitude qualifiée de nationaliste (revanche pour certains) d'un pays jadis un des plus puissants au monde vis-à-vis de son environnement extérieur : voisins proches et monde occidental. En dehors de cet affichage nationaliste poussant la consommation intérieure en cours de développement vers le « made in China », on perçoit une volonté à la fois de développer ses propres

techniques et de dépendre de moins en moins du savoir-faire extérieur, ce qui n'est pas sans conséquences sur le comportement de plus en plus réticent des investisseurs étrangers.

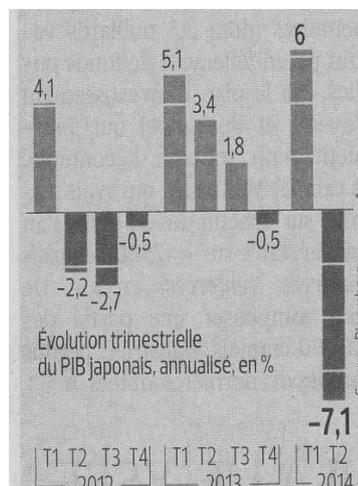
Evolution du PIB trimestriel (en % annualisé)

Bloomberg/Le Figaro

Graphique I : CHINE



Graphique J : JAPON



La situation du **Japon** – 3^e puissance mondiale, faut-il le rappeler – apparaît délicate. Au 2^e trimestre 2014, le PIB a chuté de 1,8% par rapport au trimestre précédent (- 7,1% en terme annuel), ce qui devrait entraîner une croissance faible (entre 0,5% et 1% pour 2014), le tout s'accompagnant d'une forte diminution des investissements et d'une contraction de la demande privée- **Graphique J**. Le plan de redressement et de stimulation de l'économie mis en œuvre par le premier ministre n'a pas jusqu'ici rencontré le succès attendu. Les avantages fiscaux ont été sans effet durable ; la baisse du yen a surtout enchéri les importations tandis que les firmes japonaises ont préféré consolider leurs marges et se délocaliser face à la concurrence asiatique ; l'assouplissement quantitatif de la banque du Japon n'a pas provoqué une forte demande de crédits ; quant au vaste programme de réformes structurelles, il reste essentiellement à l'état de projets. Le mécontentement et l'absence de confiance semblent des causes de blocage, une situation qui rappelle celle d'autres pays....

L'économie de la **Russie** n'est guère brillante : une faible croissance (autour de 0,2% en 2014, de 1% en 2015), une forte inflation (plus de 7% par an) dans un contexte géopolitique compliqué par la crise ukrainienne et les sanctions consécutives ont créé un climat de méfiance des milieux économiques accélérant les sorties de capitaux mais compensé, il est vrai, par un soutien populaire aux autorités nationales qui menacent d'utiliser l'arme pétrolière et gazière, ce qui ne serait pas sans conséquence sur le niveau de cette rente, principale ressource du pays.

Quant à **l'Inde**, elle poursuit un développement en rythme annuel de l'ordre de 5 à 6% assortie d'une forte inflation sous l'impulsion de son nouveau premier ministre tandis que le **Brésil** ne connaîtrait qu'une croissance faible (0,3% en 2014, de 1 à 1,5% en 2015).

Comme on peut le voir derrière ce rapide survol de quelques pays aux situations très contrastées, c'est la Chine qui domine cet ensemble et qui cherche sinon à s'imposer du moins à imposer ses intérêts.

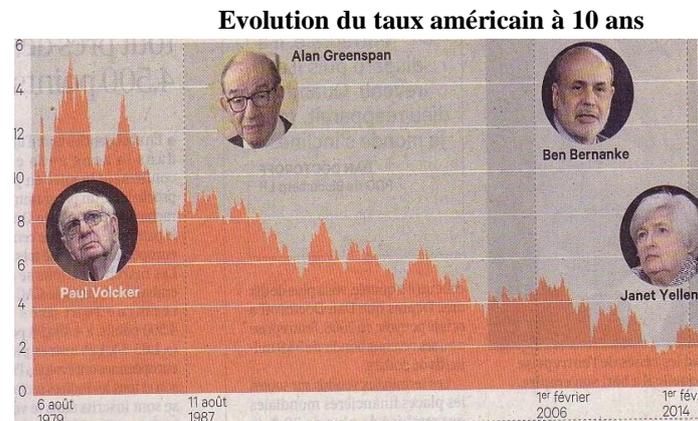
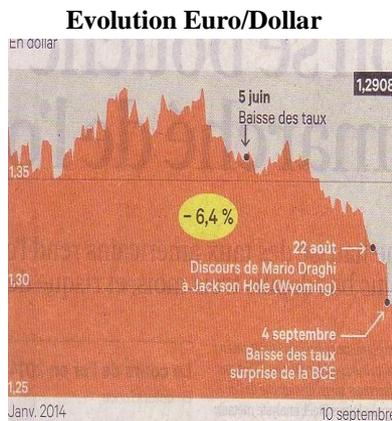
MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : divergence Etats-Unis/zone Euro

Les réactions des grandes banques centrales ont été déterminantes pour les marchés. D'un côté, face aux perspectives (prudentes) d'amélioration de la situation, la présidente de la Réserve Fédérale a annoncé un prochain arrêt des rachats d'actifs tout en s'engageant pour l'instant à laisser les taux directeurs à un bas niveau pendant une « période considérable ». A l'inverse, face à la situation dégradée de la zone Euro, la BCE a prévu

une nouvelle baisse des taux (à 0,05% pour le taux de refinancement) et un programme de rachats d'actifs privés titrisés (ABS), ce qui n'est pas sans susciter de vives critiques de la part de certains milieux conservateurs germaniques. Quant à la banque d'Angleterre, elle est restée dans une attitude prudente d'autant que les incertitudes de l'époque sur l'issue du référendum sur l'Ecosse l'y incitaient. Ainsi, l'Euro poursuit sa baisse par rapport au dollar tandis que les taux à 10 ans se maintiennent actuellement à des niveaux bas, ce qui est le cas des taux américains – **Graphiques K.**

Graphiques K

Bloomberg/Les Echos



Dans ces conditions, les marchés actions, plutôt élevés, selon de nombreux observateurs, sont actuellement dans l'expectative – côté USA, face au risque d'une remontée des taux – côté Europe, en raison de la médiocre conjoncture et du risque de déflation : certains anticipent une baisse forte dans quelques mois compte tenu de la situation économique, de l'évolution des taux et du volume de liquidités, ... d'autres parient sur une stabilisation: « deux augures ne peuvent se regarder sans rire » disait Cicéron ! On retrouve cette incertitude sur les marchés obligations dont les caractéristiques sont résumées dans le **Tableau L**. L'indétermination est encore accentuée par les rumeurs de bulle immobilière, notamment en Chine. A signaler qu'en dépit des taux bas, le taux d'épargne reste élevé – autour de 16% en France- traduisant, pense-t-on, la crainte des épargnants face à la situation économique et politique.

Tableau L – Evolution des taux

Deutsche Bank

Régions	1 mois	Depuis le 01/01/2014	Taux d'intérêt	Niveau de clôture	Variation depuis le début de l'année
Emprunts d'État					
États-Unis	0,9%	4,5%	EURIBOR 3 Mois	0,167%	-0,1200%
Zone euro	1,9%	10,4%	EURIBOR 12 Mois	0,438%	-0,1180%
Belgique	2,2%	11,1%	CMS 2Y	0,277%	-0,2520%
France	1,9%	9,4%	CMS (5 ans)	0,503%	-0,7750%
Allemagne	1,8%	7,6%	CMS (10 ans)	1,099%	-1,0830%
Pays-Bas	2,0%	8,7%	CMS (30 ans)	1,780%	-0,9810%
Italie	1,5%	11,7%	LIBOR USD 3 Mois	0,235%	0,0115%
Espagne	2,2%	13,3%			
Obligations de sociétés					
Investment Grade EUR	1,0%	6,5%			
High Yield EUR	0,5%	4,4%			
Obligations émergentes					
Obligations émergentes en devises locales	-1,1%	5,3%			

L'éventualité d'un retournement des taux pourrait faire courir aux banques un risque de transformation sur les crédits consentis à taux fixes. C'est ce qui amène les superviseurs du Comité de Bâle à réfléchir sur un renforcement de la réglementation pour couvrir le risque de taux, source de controverses entre les pays traditionnellement prêteurs à taux variables (anglo-saxons notamment) et les pays plutôt prêteurs à taux fixes (France...).

---0000---

Au total, l'économie mondiale affiche de larges écarts tant au niveau des performances que du climat de confiance dans l'avenir.