CONTRAT SOCIAL 7/01/2015

J.Blanchard

NOTES DE CONJONCTURE - DECEMBRE 2014

----ooo----

ECONOMIE MONDIALE : une morosité générale

Situation d'ensemble

La tendance au ralentissement de l'économie mondiale est confirmée par de nombreux organismes : FMI, OCDE…. Ainsi, le FMI a prévu une croissance de 3,3% en 2014 puis un rebond à 3,8% en 2015, le tout en recul d'environ 0,2% par rapport aux prévisions passées : c'est donc la morosité qui domine.

L'Union Européenne (environ 24% du PIB mondial*) ne croît que faiblement en 2014 (+ 1,5%) avec une exception notable pour le Royaume Uni (+ 3%) mais c'est surtout la zone Euro qui reste à la traine (+ 0,8% en 2014, de 1,0 à 1,3% en 2015) avec de fortes disparités selon les pays. De leur côté, les USA (23% du PIB) connaissent un redémarrage : + 2,2% en 2014, + 3,1% en 2015 ; la Chine (près de 14% du PIB) espère conserver un rythme de 7 à 7,5% mais craint à terme un ralentissement tandis que le Japon (7% du PIB) reste en crise.

Globalement, l'économie mondiale poursuit donc un développement modeste mais cette situation n'est pas équitablement partagée. Les pays anglo-saxons (USA, RU) qui représentent plus du quart du PIB mondial sont actuellement dans une position favorable, la zone Euro et le Japon – globalement environ un quart – sont les mauvais élèves tandis que la Chine (14 % environ) se maintient. Ceci s'est accompagné d'un creusement des inégalités de toute nature, de l'alourdissement de l'endettement mondial (+ 38% en six ans) …avec des risques de crises sociopolitiques.

Commerce mondial et cours du pétrole

C'est dans ce contexte que se situe l'évolution du commerce mondial qui lui aussi ralentit fortement, comme on l'avait signalé précédemment. Les échanges n'ont augmenté en 2013 que de 2,2% en volume contre une moyenne de 5 à 6% avant 2008. Il s'agirait là d'une tendance plus structurelle que conjoncturelle (1) imputable à de multiples causes : fin de l'ère de « l'hyper-globalisation », industrialisation progressive des pays asiatiques comme la Chine qui cherchent de plus en plus à satisfaire d'abord leurs propres besoins…. Il s'y s'ajoute le ralentissement actuel. Ceci a contribué aussi à la baisse du prix de nombreuses matières premières et notamment du pétrole en chute de plus de 50% **- Graphique A -** sur juin dernier (tombé à moins de 50$ début 2015), baisse à tempérer, pour chaque pays, par l'évolution relative du cours des devises par rapport au dollar, monnaie de cotation du pétrole.

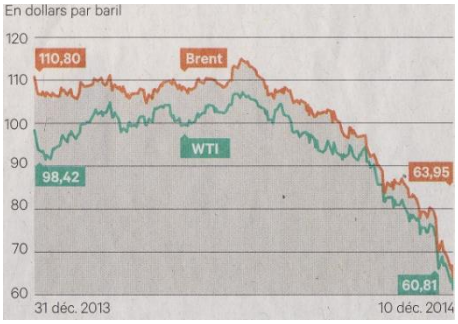
Les causes de cette baisse du cours du pétrole sont nombreuses : freinage de la demande mondiale : Chine, Europe, Japon…, augmentation de l'offre : pétrole non conventionnel (schistes, sables bitumineux, forages profonds), maintien de la production des pays producteurs traditionnels (notamment l'Arabie Saoudite) cherchant en particulier à peser sur les producteurs de pétrole non conventionnel et non à s'ajuster à la demande….Mais à long terme, si un rééquilibrage se produit, rien n'assure que cette baisse des cours soit durable : on a été habitué, dans le passé, à de multiples et larges fluctuations dont on ne sait prévoir ni les dates ni l'ampleur : toutefois nombreux sont ceux qui anticipent un retour vers les 70/75$ au cours de 2015.

*% PIB de 2013 arrondi en US $ et non en parité de pouvoir d'achat (PPA)

(1) Rapport FMI/Banque Mondiale cité par La Synthèse on line

Graphique A

Evolution du cours du pétrole : (Bloomberg/Les Echos)



En attendant, les pays consommateurs vont en profiter tout au moins dans un premier temps: pouvoir d'achat, balance commerciale… C'est ainsi que la directrice générale du FMI estimait récemment qu'une baisse de 30% du pétrole pourrait *« se traduire par un surplus de croissance de 0,8% dans la plupart des économies avancées qui sont toutes des importatrices de pétrole* ». Mais à l'inverse, les pays producteurs touchés par la baisse de leurs revenus (voir en particulier la Russie) risquent de diminuer leurs achats en provenance des pays développés. Enfin, il ne faudrait pas que ce temporaire contre-choc pétrolier ralentisse les efforts en matière d'économie d'énergie.

Quelle politique économique ?

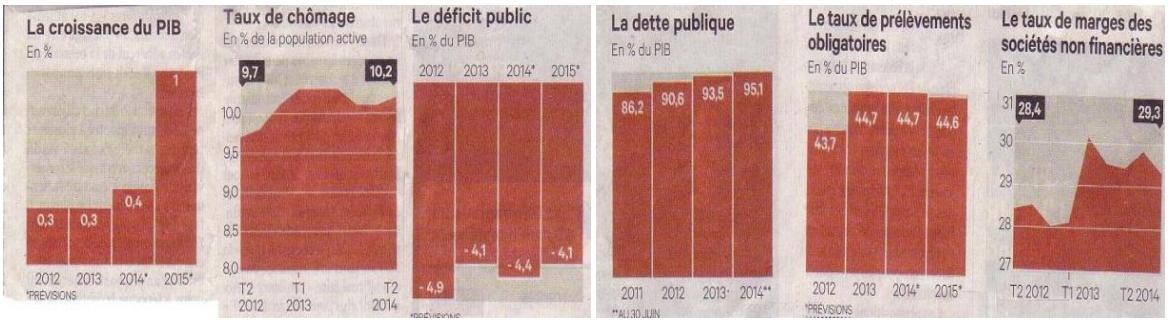
Un développement suffisant, équilibré et stable serait indispensable pour faire face à l'ampleur des besoins mondiaux. Pourtant, en restant dans le seul domaine économique, les sources d'inquiétude sont multiples : l'Europe se montre incapable de retrouver le chemin de la croissance, la Chine a bien du mal à soutenir son niveau de développement et à s'orienter vers une amélioration indispensable de sa consommation intérieure, le Japon ne surmonte pas ses difficultés anciennes, les pays émergents subissent le ralentissement …tandis que des masses de capitaux incontrôlés inondent le monde et contribuent à l'instabilité du système financier. De vifs débats opposent partisans de la relance de la demande accompagnée d'une politique monétaire vigoureuse baptisés parfois de « keynésiens » aux tenants dits « classiques » d'une politique de « l'offre », de la rigueur, de la recherche de la compétitivité, d'une maîtrise des coûts notamment salariaux,… Peut-on imaginer une seule cause et un seul remède à des situations très diverses tant économiques que sociales mais aussi démographiques (vieillissement de la population…), politiques voire psychologiques (confiance dans l'avenir), comme on le voit à travers la comparaison de la France et de l'Allemagne. La prééminence des intérêts nationaux va-t-elle provoquer des guerres monétaires, empêcher la coopération et la coordination notamment en Europe ainsi que l'adaptation des mesures à prendre à chaque pays sans a priori idéologique?

FRANCE : une perte de crédibilité et un recul

La France va mal ! Plus qu'un commentaire répétant les considérations des notes précédentes, le **Tableau B** ci-après résume la situation. La comparaison avec la plupart de nos voisins européens, l'Allemagne en particulier, est claire.

Tableau B

Indicateurs économiques (/INSEE/Les Echos)



De multiples blocages de toute nature et de nombreux débats idéologiques empêchent de conduire les vraies réformes : réforme de l'Etat, du marché du travail, de la protection sociale…et conduisent souvent à de simples aménagements sans grande portée. On ne sort pas du dilemme : pas de réformes sans relance, pas de relance sans réformes : l'exemple du Japon (voir ci-après) montre que les nécessaires mesures de relance à court terme ne peuvent se substituer aux indispensables réformes structurelles à long terme. Dans ce contexte, la France perd sa crédibilité vis-à-vis de l'extérieur du fait de ses promesses réitérées non tenues notamment en matière budgétaire (« pays déficitaire multirécidiviste » selon la déclaration d'un commissaire européen) et à l'intérieur du pays en raison de ses échecs : chômage, fiscalité…en dépit d'affirmations optimistes. C'est essentiellement le poids économique de notre pays (qui vient de perdre sa place de 5° puissance économique) au sein de la zone Euro qui empêche nos partenaires de nous imposer les mesures et les réformes qui ont été imposées à d'autres.

Deux points particuliers méritent d'attirer l'attention :

- La faiblesse de l'activité économique, le recul de la production manufacturière particulièrement sensible dans le secteur du BTP, ont entrainé la suppression de plus de 55 000 postes au cours du 2° trimestre de 2014, niveau record depuis 2009, ce qui ne sera pas sans conséquence sur le montant des cotisations sociales. De plus, les perspectives ne sont pas encourageantes.
- Le déficit public se situe autour de 4,3% du PIB et ne se réduira pas de manière sensible en 2015. Le solde primaire (c'est-à-dire hors charges d'intérêt) a été négatif de l'ordre de 2% du PIB en 2013 : ceci signifie que la charge d'intérêt doit elle-même être couverte par de nouveaux emprunts.

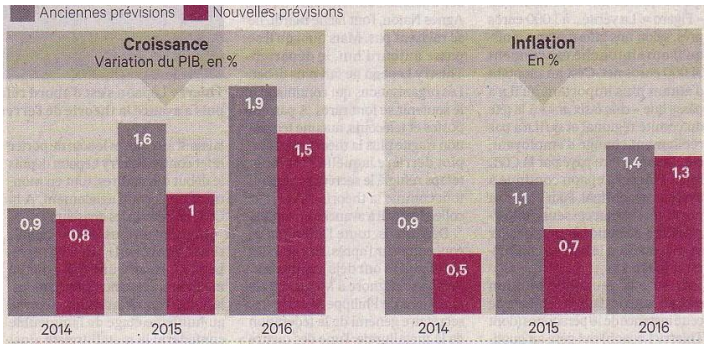
Quelques éléments extérieurs peuvent apporter un répit : baisse des matières premières et de l'énergie, cours de l'Euro par rapport au dollar (qui, par ailleurs, enchérit nos importations et tempère quelque peu la baisse du pétrole), niveau faible des taux d'intérêt (à tempérer par le niveau de l'inflation) favorable aux investissements pour autant que la confiance dans l'avenir, notamment de la part des entrepreneurs soit présente. Saura-t-on en profiter pour réformer et non différer ? Le problème de la France n'est pas seulement de nature économique.

EUROPE : des perspectives médiocres

Les perspectives de croissance de l'Europe restent médiocres. En un an, l'UE et la zone Euro ont enregistré une croissance respectivement de 1,3 et 0,8% de leur PIB. La BCE a revu ses prévisions à la baisse comme on le voit dans le **Tableau C** ci-après. Inflation, chômage, endettement…les indicateurs sont peu favorables : même l'Allemagne qui faisait figure d'exception parmi les grands pays de la zone Euro est touchée par le marasme ambiant.

Tableau C

Prévisions de la BCE pour la zone Euro (BCE/Les Echos)

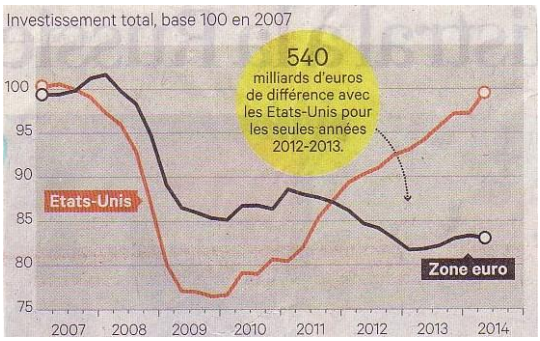


On notera que :

1. Les Etats de la zone Euro sont endettés et vont continuer à s'endetter en 2015. Rappelons que, fin 2013, les endettements de l'UE et de la zone Euro représentaient respectivement 88,0% et 93,9% de leur PIB (p.m. 94,1% pour la France). Les émissions de dettes de la zone Euro devraient se situer autour de 950 milliards € en 2015, en diminution de 1% sur l'année précédente : refinancement de la dette existante, déficit budgétaire…De son côté, la France, 2° emprunteur derrière l'Italie, prévoit, quant à elle, d'augmenter ses émissions de 7%.
2. Depuis la crise de 2008, les pays européens ont accumulé un retard d'investissements qui pénalise l'activité économique, la compétitivité des entreprises et l'accès à l'innovation – **Graphique D.** Ce retard concerne aussi bien le secteur public que les entreprises. D'où l'idée du plan Juncker d'un montant de 315 milliards qui permettrait une relance de l'activité, globalement modeste, et une remise en partie à niveau. Il reste à trouver le financement ainsi que les projets d'avenir, performants et rapidement opérationnels en évitant à la fois le saupoudrage (2000 projets ont été présentés !) et un retour réparti par pays : « I want my money back ! ».

Graphique D

Investissements européens et américains (OFCE/Les Echos)



De son côté, le Royaume Uni poursuit une trajectoire qui le différencie du reste de l'Europe dont il parait s'éloigner. Sa croissance est notable : 3% en 2014, le chômage diminue mais le déficit budgétaire demeure élevé : autour de 5% du PIB et l'endettement important : 92% du PIB fin 2013. La situation du Royaume Uni s'améliore mais n'est peut-être pas aussi florissante que cela pourrait paraitre à première vue.

N'y a-t-il aucune lueur d'espoir dans le paysage décrit ci-dessus ? Comme on l'a souligné ci-dessus, quelques éléments, peut-être provisoires, pourraient apporter une amélioration : la baisse des prix de l'énergie qui redonnera du pouvoir d'achat aux ménages et de la marge aux entreprises, le niveau des taux, le cours de l'Euro. Faut-il être capable de saisir ces opportunités. Ceci nécessiterait de nombreuses conditions, notamment :

1. une modification de la construction européenne paralysée par ses règles et disposant d'une monnaie unique dont les conditions de fonctionnement sont inachevées ;
2. une coopération véritable qui surmonte les égoïsmes nationaux, ce qui est d'autant plus difficile que les situations des pays sont inégales, et une volonté de faire avancer la construction européenne ce que la crise grecque ne facilitera pas;
3. un rapprochement des modèles sociaux…

Un sursaut, un « new deal » sont-il possibles dans une Europe vieillissante, vivant dans le confort et le renoncement, sans grande ambition ni projection dans l'avenir…comme cela a été rappelé récemment ? Quel pourrait alors en être l'élément déclenchant ?

ETATS-UNIS : un dynamisme retrouvé

L'économie américaine retrouve actuellement une réelle vigueur avec une croissance qui devrait dépasser les 3% en 2015. La consommation des ménages (environ 70% du PIB) poussée par le recul du chômage repart, les investissements notamment des entreprises, progressent ; le commerce extérieur s'améliore avec des exportations en hausse tandis que les importations sont en baisse grâce au pétrole. Le redressement de l'appareil productif américain, en particulier du secteur automobile, est à souligner.

Le coup de fouet a été donné grâce à une politique monétaire particulièrement dynamique et à un afflux de liquidités, ce que la suprématie mondiale du dollar facilitait. Le repli semble maintenant amorcé avec habileté mais reste à confirmer. Une remontée trop rapide des taux et un argent rendu moins facile pèseraient sur la reprise tandis qu'un accroissement des inégalités pourrait entrainer des tensions sociales. Enfin la situation médiocre des autres économies va poser un problème pour les débouchés américains.

Le découplage entre la conjoncture américaine et les autres économies n'est pas en effet sans risque, particulièrement pour l'Europe qui devrait, dans l'immédiat, bénéficier de la reprise américaine notamment pour ses exportations. Mais quel sera l'effet à terme au sein de la zone Euro d'une remontée possible des taux en dépit des efforts de la BCE et de l'évolution du cours du dollar. D'autre part, dans la zone Asie-Pacifique, la Chine est soucieuse de défendre ses intérêts et de ne pas laisser les USA dominer la région : sans parler de guerre commerciale, une compétition serrée est en cours.

Au total, l'avenir dira si la politique monétaire extrêmement vigoureuse de la FED a été l'élixir suffisant et durable pour le redressement de l'économie américaine frappée par la crise de 2008. Mais, sans faire preuve de pessimisme, si de nouvelles mesures devaient s'avérer nécessaires, le Président des Etats-Unis risquerait d'être privé des moyens indispensables par un parlement hostile et par le manque de soutien de sa population

PAYS NON OCCIDENTAUX : de multiples difficultés

Au **Japon**, les fortes mesures de relance monétaire dites « Abenomics » accompagnées d'une baisse du yen n'ont pas réussi à redynamiser l'économie. Le PIB s'est à nouveau contracté au cours du 3° trimestre 2014 et la croissance ne devrait pas dépasser 0,5% pour l'ensemble de l'année 2014. La consommation des ménages n'est pas repartie à tel point que le premier ministre a dû renoncer à procéder à une augmentation de la TVA. Celle-ci aurait procuré des ressources permettant de limiter un endettement public qui frise les 250% du PIB mais qui est détenu à plus de 95% par des mains japonaises, ce qui limite la pression extérieure. Toutefois, dans un pays touché par la dénatalité, le poids de cette dette par habitant est très élevé et son remboursement devient problématique sans mesure « spécifique » que la cohésion sociale laisse cependant la possibilité d'envisager.

Avec le ralentissement de l'économie, la plupart des **pays émergents** et surtout les pays exportateurs de pétrole, notamment les pays du Golfe, sont touchés. Parmi les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), trois d'entre eux : Brésil, Afrique du Sud et Russie sont en difficulté.

Certes, la **Chine** conserve un taux de croissance encore élevé, de l'ordre de 7 à 7,5% par an, mais avec une tendance à l'essoufflement : certains prédisent même à terme une décroissance progressive vers un taux de 5% par an. D'ailleurs peut-on soutenir durablement une croissance élevée sans profonds changements structurels que le pouvoir politique s'efforce de maîtriser en cherchant à augmenter la consommation privée pour donner satisfaction à sa population, en tentant de contrôler un système financier parallèle de plus en plus présent et en régulant l'important secteur immobilier.

La situation de la **Russie,** s'avère délicate avec un risque de récession en 2015 après une décroissance continue, comme le montre le **Graphique E** ci-dessous.

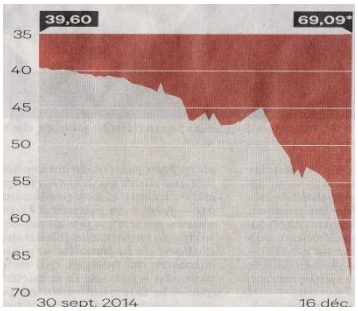
Graphique E

La croissance russe (Bloomberg/Les Echos)

Graphique F

Cours dollar /rouble (Bloomberg/Les Echos)

(Echelle inversée)



Cette situation est aggravée par la chute du rouble qui a baissé de l'ordre de 50% depuis juin 2014 – **Graphique F** en dépit de taux d'intérêt élevé et avec une inflation frôlant les 10%.

Certes, la baisse du cours du pétrole et du gaz a eu de graves conséquences aggravées par les sanctions faisant suite à la crise ukrainienne : fuite des capitaux (125 milliards $ en 2014, 90 milliards $ prévus en 2015) difficultés de financement et d'accès aux marchés financiers, boycott des produits agricoles étrangers entrainant une forte augmentation des prix… Mais ce sont aussi les structures vieillissantes de l'économie russe et sa trop forte dépendance à la rente pétrolière qui sont en cause. Quoi qu'il en soit, la stabilité politique ne semble pas compromise dans l'immédiat grâce à un sentiment nationaliste partagé par la population.

L'**Inde** dont la croissance se situe autour de 5% attend la mise en œuvre des réformes indispensables. Quant au **Brésil**, son PIB ne devrait croître que de 0,3% en 2014 pénalisé par le ralentissement de ses exportations et une consommation en panne avec des perspectives modestes.

Ni le Japon ni les pays émergents ne permettent actuellement d'espérer une dynamique d'entrainement de l'économie mondiale.

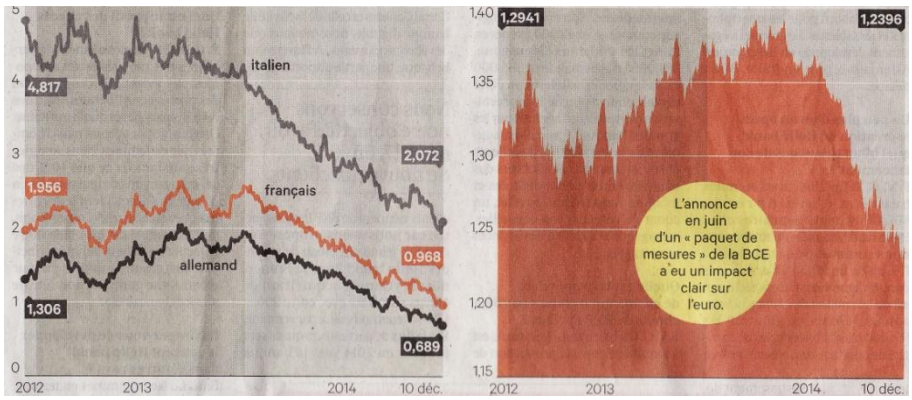
MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : des espoirs

Au cours de l'année 2014, les **marchés** ont, dans leur ensemble, assez bien traduit l'évolution de la situation économique. Ainsi, pour les marchés actions, Wall Street a montré son optimisme avec une progression de plus de 13% en un an contre 4,5% pour l'indice Stoxx Europe 600 en raison des perspectives médiocres de la zone Euro. De son côté, le CAC 40 terminait dans le rouge à – 0,54% (hors dividendes) sur un an. Londres a fini en baisse alors que Shanghaï a fortement rebondi en fin d'année.

Les marchés obligataires ont profité des taux particulièrement bas (les obligations françaises d'Etat à 10 ans ont augmenté de plus de 15% sur un an). Comme on le voit ci-dessous **(Graphique G)**, les taux ont poursuivi leur chute : à fin décembre 2014, la France empruntait à 0,8% à 10 ans avec un spread de plus en plus faible par rapport au taux allemand (inférieur à 0,5%) anticipant les craintes de déflation et les mesures envisagées par la BCE.

Graphique G (Bloomberg/Les Echos)

Taux des dettes souveraines à 10 ans **Cours Euro/dollar**



En ce qui concerne les devises, on soulignera plus particulièrement la baisse régulière de l'Euro par rapport au dollar (autour de 1,20$) ainsi que la chute spectaculaire du rouble.

Au total, l'année 2014 a été marquée, surtout au cours du second trimestre, par les craintes sur la croissance mondiale, les doutes sur Europe y compris sur le moteur allemand, la nouvelle politique monétaire de la FED,… ce qui a entrainé, notamment en fin d'année, un retour de la volatilité. En dépit d'une situation économique morose mais avec des facteurs favorables (pétrole, Euro, taux), certains prévisionnistes font néanmoins preuve d'optimisme et anticipent une meilleure performance annuelle pour le CAC 40 avec un marché américain en faible augmentation ou en stabilisation après la forte hausse de 2014, des taux d'intérêt en progression aux Etats Unis dans le courant de l'année mais sans grand bouleversement en Europe (sauf accident majeur notamment au sein de la zone Euro).

Du côté des **banques**, les tests de résistance ont rassuré sur l'état de santé de la grande majorité des banques européennes qui se trouvent maintenant engagées dans l'Union bancaire : il reste à mettre en place le mécanisme de résolution unique destiné à établir les conditions de renflouement des établissements en difficulté selon des modalités qui n'ont pas encore fait l'objet d'un consensus. Signalons également que les compagnies d'assurances ont été soumises elles aussi à des tests de résistance de manière satisfaisante dans l'ensemble avant la mise en vigueur au 1° janvier 2016 de Solvabilité II qui va renforcer les exigences en fonds propres.

---oooo---

Au cours de l'année 2015, l'économie mondiale devra donc faire face à de nombreux risques. D'un autre côté, il existe quelques facteurs favorables au moins temporaires : niveau des taux, prix du pétrole, cours relatif des devises…à condition que cela ne soit pas là un prétexte pour retarder la mise en œuvre des réformes indispensables dans les pays où cela est nécessaire et pour réduire les investissements productifs ainsi que les efforts en faveur de l'innovation indispensables à la croissance.