

NOTES DE CONJONCTURE – MARS 2015

----000----

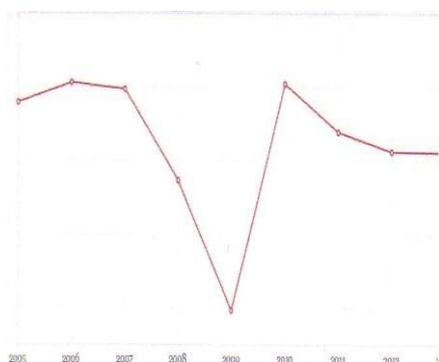
ECONOMIE MONDIALE : stabilité relative

Aucun événement n’est venu récemment modifier de manière significative les prévisions de croissance de l’économie mondiale – autour de 3,8% en rythme annuel pour 2015– avec toutefois une tendance plus optimiste imputable à quelques éléments largement commentés : prix de l’énergie, cours relatif des devises, évolution des taux....Quoi qu’il en soit, l’incertitude reste élevée, ce qui rend l’exercice des prévisionnistes toujours délicat, même en écartant les événements exceptionnels : crises graves, conflits majeurs, tensions politiques aiguës et autres « cygnes noirs » qui perturbent souvent plus ou moins durablement l’économie mondiale, comme on l’a vu en 2008 avec la crise financière - **graphique A**.

Graphique A

Croissance du PIB mondial de 2008 à 2013

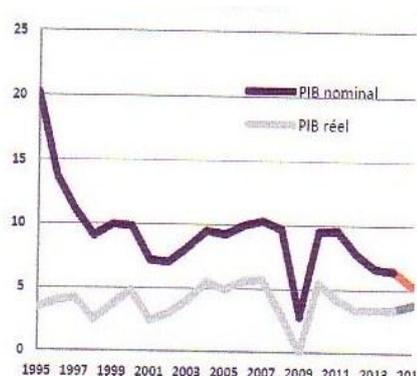
(Banque Mondiale)



Graphique B

Croissance du PIB mondial à long terme

(FMI)



Les tendances à long terme restent difficiles à déterminer – **Graphique B**. Si l’on peut à la rigueur remarquer un certain ralentissement au cours des dix dernières années, l’évolution structurelle de long terme est moins perceptible surtout en tenant compte de la fiabilité relative des statistiques mondiales. Pour certains économistes, on se trouverait face à une « stagnation séculaire » surtout imputable aux économies développées : baisse de la productivité globale des facteurs, absence d’innovations fondamentales, nouveau partage économique, rôle des inégalités... Mais les diverses conceptions de la croissance économique ne concordent pas et n’apportent pas de réponse évidente sur la durabilité de la croissance.

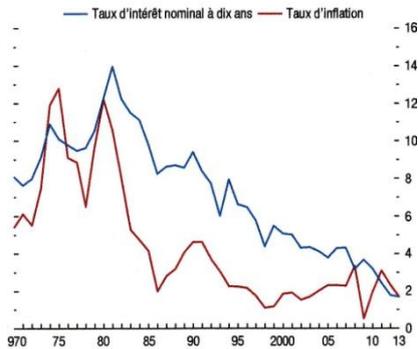
Sans entrer dans les multiples débats qui agitent les économistes, on notera que le niveau des taux et le risque de déflation suscitent actuellement de sérieuses interrogations.

Le niveau des taux

Depuis le début des années 80, on constate – **Graphique C** – une baisse des taux d’intérêts qui fait même apparaître des taux réels négatifs.

Graphique C
Taux à 10 ans et taux d'inflation en % annuel

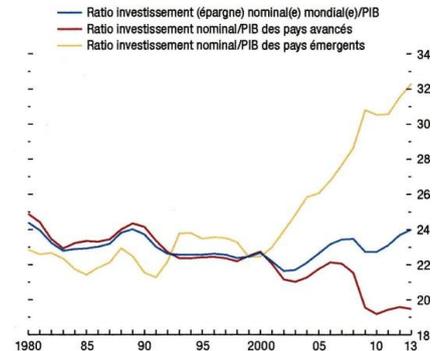
(Banque Mondiale)



Graphique D

Ratio en % investissement sur PIB

(OCDE – FMI)



Plusieurs raisons sont avancées pour expliquer cette situation :

- Le ralentissement économique, voire pour certains la crainte de la stagnation séculaire évoquée précédemment, provoquerait une faiblesse de la demande et un recul de l'investissement particulièrement dans les pays développés – **Graphique D**.
- Les politiques de « quantitative easing » de diverses banques centrales ont entraîné des achats massifs d'obligations d'Etat et augmenté sensiblement les liquidités.
- Dans un contexte d'incertitudes géopolitiques, de nombreux épargnants marquent une préférence pour des actifs financiers considérés comme peu risqués : ceux qui préfèrent conserver des placements « sûrs » (assurance-vie, produits de retraite...) vont se trouver pénalisés.
- Divers autres facteurs sont mis en avant : démographie, vieillissement de la population des pays développés...

Les principales conséquences seraient les suivantes :

- Les ménages risquent de transférer une large partie de leur épargne devenue peu rémunérée vers des actifs liquides : dépôts à vue...ce qui n'est pas favorable au financement de l'économie.
- Les investisseurs seront incités à s'engager dans des projets non rentables dans la mesure où les taux d'intérêt ne jouent plus un rôle efficace de sélection des projets en raison de l'écrasement des primes de risque.
- Certains investisseurs institutionnels : fonds de pension, assurances...engagés par des rendements garantis pourraient se trouver en difficulté.
- ...

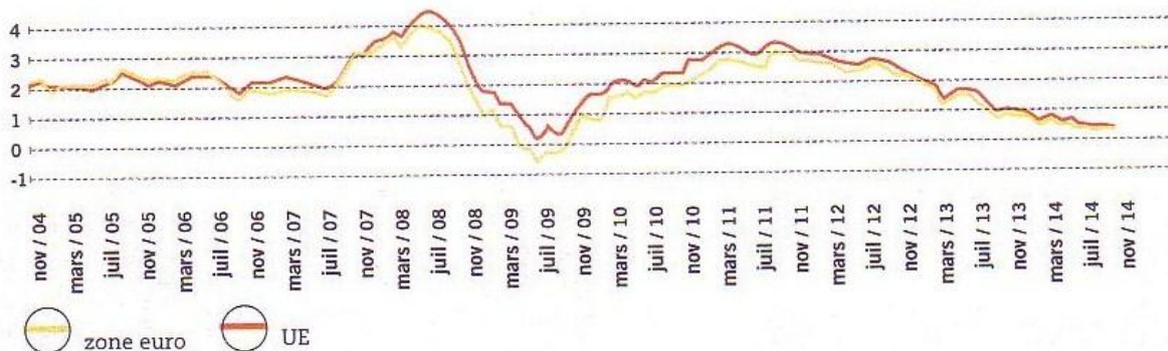
Les opinions divergent sur l'évolution de cette situation à moyen terme : persistance de la morosité économique, niveau d'endettement de nombreux pays, politique des grandes banques centrales notamment aux USA, risque de déflation...Néanmoins la majorité des observateurs s'accordent pour envisager une remontée progressive des taux dans le courant de 2015 sous l'effet de l'amélioration globale de la situation économique et de la politique de la FED mais pas en Europe continentale.

Le risque de déflation

Le risque de déflation est actuellement particulièrement sensible en Europe. Le taux d'inflation baisse régulièrement : il a atteint en rythme annuel 0,3% en zone Euro et 0,4% dans l'UE fin 2014 contre respectivement 0,9% et 1% un an auparavant – **Graphique E**.

Graphique E

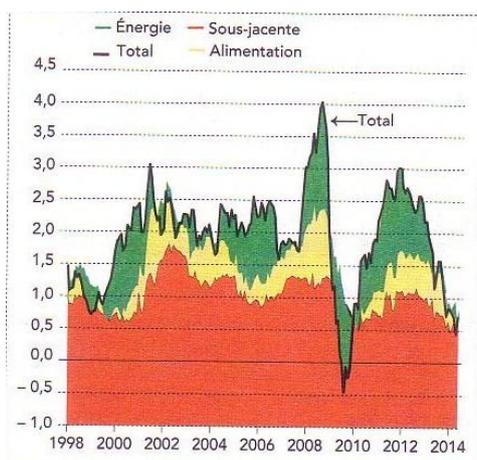
Taux d'inflation annuelle (%) dans la zone Euro et dans l'UE (Problèmes économiques)



On notera que, si l'inflation sous-jacente a tendance à diminuer, la baisse des prix des produits alimentaires et de l'énergie y a contribué fortement particulièrement à certaines périodes, comme c'est le cas actuellement – **Graphique F**.

Graphique F

Décomposition de l'inflation en % (Eurostat/Problèmes économiques)

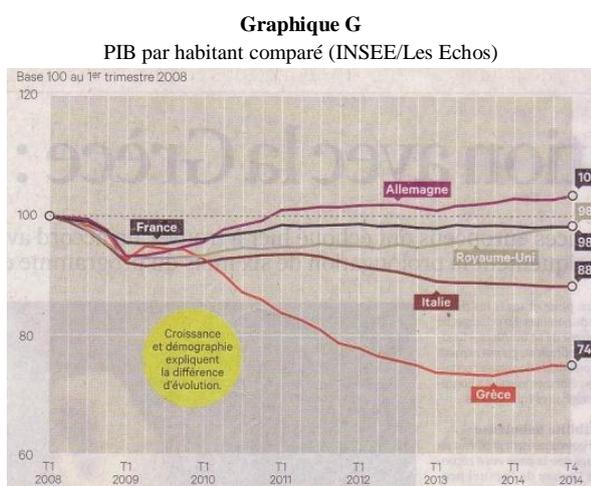


Quelles sont les conséquences de cette situation surtout sensible dans les pays développés et notamment en Europe? Si certains économistes voient, tout au moins dans un premier temps, des effets favorables arguant du fait que la déflation par l'augmentation du pouvoir d'achat des consommateurs relance la demande, en revanche, une baisse durable des prix peut entraîner des effets pervers nombreux : report des décisions d'achats et d'investissements, baisse de la demande et hausse consécutive du chômage, incidences sur le poids des dettes.... Ces effets sont aggravés par les rigidités de toute nature, notamment dues aux mécanismes de maintien ou de revalorisation automatique : cas du SMIC en France et des salaires en général, ce qui pèse sur la compétitivité des entreprises, la situation des organismes endettés, le redressement des comptes publics...Les positions contrastées sur les conséquences de la déflation proviennent en grande partie des divergences sur les capacités d'adaptation des économies.

FRANCE : rebond encore faible et insuffisant

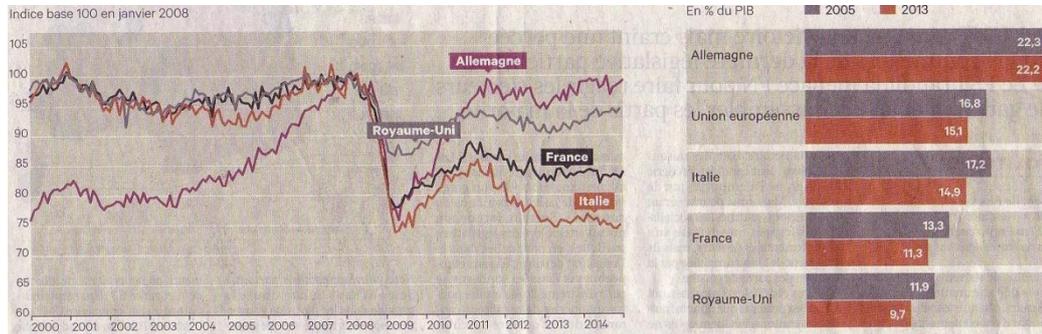
La France bénéficie d'un environnement plus favorable. Ainsi, les prévisions de croissance tablent en moyenne sur une variation de + 1,1% en 2015 et + 1,7% en 2016. S'il faut saluer cette amélioration de la situation, plusieurs remarques doivent tempérer cet optimisme.

- Tout d'abord, il faut noter que la reprise est essentiellement imputable à des éléments circonstanciels extérieurs : pétrole, politique de la BCE (taux, cours Euro/dollar...) et non à des efforts particuliers de réforme du pays. Dans ces conditions, l'interrogation demeure sur l'évolution à moyen terme.
- Comparées à la moyenne de l'Europe et à nos principaux voisins, nos performances sont inférieures : la France reste à la traîne et profite donc moins que d'autres pays de ces éléments extérieurs.
- Le taux de croissance ne permettra ni une réduction significative du chômage même si quelques signes d'amélioration de la situation de l'emploi à terme sont perceptibles ni une réduction de la dette publique (2 040 milliards €, soit 95% du PIB fin 2014).
- La croissance n'a pas été jusqu'ici suffisante en France comme en Europe – **Graphique G** - pour permettre même un simple maintien de la production de richesse par habitant depuis 2008, sauf en Allemagne en raison plus du déclin démographique de ce pays que d'une croissance forte.



- Ces prévisions plutôt meilleures devraient néanmoins faciliter le respect des engagements de la France en terme de déficit public mais elles ne ramèneront pas au mieux avant 2017 ce déficit sous la barre des 3%, délai supplémentaire octroyé, une fois de plus non sans difficulté, tandis que le pays reste sous étroite surveillance et que des efforts supplémentaires sont exigés, notamment en terme de déficit structurel.
- Enfin, si la relance de l'activité industrielle et notamment de la production manufacturière commence à apparaître très progressivement, les effets du CICE ne se feront toutefois sentir que progressivement et à terme. Sauf en Allemagne, la production manufacturière a reculé depuis 2008 en Europe – **Graphique H** - et son poids dans le PIB reste faible spécialement en France. Certes, le coût du travail semble se stabiliser progressivement dans l'industrie, ce qui n'est pas le cas dans les services, mais la compétitivité ne s'est pas encore redressée : le taux de marge reste bas et la part de la France dans les exportations de la zone Euro continue à décliner à 12,3% en 2014, en baisse de plus de 3% depuis 2000. Un regain véritable ne pourra provenir que de la modernisation de l'appareil productif, ce qui suppose la mise en œuvre des innovations et des investissements nécessaires, de la transformation du marché du travail, du retour de la confiance nécessitant des réformes fiscales, législatives.....

Graphique H
Production manufacturière (Eurostat/Banque mondiale/Les Echos)
Evolution et comparaison **Poids dans le PIB**



Les leuurs d'espoir provoquées par la timide amélioration en cours présentent aussi un danger consistant à différer, une fois de plus, surtout dans le contexte politique actuel, les réformes difficiles : code du travail, dépenses publiques, protection sociale, enseignement et formation...qui devraient s'imposer et qui ont été mises en œuvre dans les pays voisins. A défaut, le risque d'un déclassement serait inéluctable au sein d'une Europe où les divergences s'aggraveraient.

EUROPE : optimisme mesuré

Globalement, les perspectives de l'Europe s'améliorent – **Graphique I** – sous l'effet des facteurs évoqués ci-dessus et notamment de la politique de la BCE. Cependant, cette croissance est inégalement répartie : la reprise s'accélère en Allemagne : 1,7% en 2015, 2,2% en 2016, en Espagne : 2% en 2015, 2,5% en 2016 tandis qu'elle reste médiocre en France comme on l'a vu précédemment ainsi qu'en Italie (0,6 et 1,3% respectivement en 2015 et 2016) selon l'OCDE qui prévoit une remontée de l'inflation à 1,3% en 2015.

Graphique I
Perspectives européennes (BCE/Les Echos)

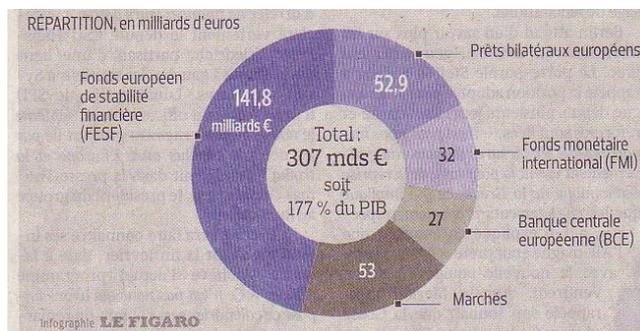


Simultanément, la Grèce dans une situation intenable place l'Europe devant des choix délicats. En l'absence d'une solution durable difficilement acceptable pour une partie des européens ou même d'un replâtrage provisoire, la perspective d'une faillite menant à un inévitable « Grexit » serait difficilement supportable pour la population grecque : dévaluation, inflation, pouvoir d'achat, déficit public, récession, chômage...et coûteux pour

les créanciers extérieurs qui détiennent la dette grecque pour un montant estimé à 307 milliards € - **Graphique J** - (dont 195 milliards € pour les gouvernements européens et 42 milliards € pour la France) avec toutes les conséquences sur les finances publiques... Pour certains, cette solution serait de plus un premier pas vers une désintégration – brutale ou négociée – de la zone Euro sauf à provoquer pour les plus optimistes un sursaut vers plus d'intégration. Une solution négociée amenant progressivement de fait aux mêmes conséquences financières mais étalées dans le temps paraît à beaucoup la plus vraisemblable.

Graphique J

La dette grecque (en milliards €)



De son côté, le Royaume Uni soulève bien des interrogations sur la solidité de son économie. Certes, largement tirée par les services, l'économie britannique a renoué avec une forte croissance (2,6% en 2014) et un taux de chômage en dessous de 6% (à relativiser par les nombreux contrats très partiels dits « zéro-heure »). En revanche, d'autres indicateurs sont beaucoup moins flatteurs : faible productivité, endettement élevé, investissement faible, déficit public important, grandes inégalités... Avant les prochaines élections, quelques mesures d'assouplissement ont été prises. Une autre incertitude demeure sur l'avenir du pays au sein de l'Union européenne. Entre une sortie et un maintien du statu quo, le Royaume Uni arrivera-t-il à trouver une solution médiane : la réponse est largement politique.

Comme on peut le voir, c'est non seulement l'Union monétaire mais aussi l'ensemble du modèle européen qui est en question dans toutes ses dimensions. Comment rapprocher des pays aux caractéristiques si différentes : économiques, sociales... qui semblent diverger de plus en plus et achever une construction stable et complète, condition de la survie de ce modèle européen ? Il y a urgence.

ETATS-UNIS : reprise incertaine

La croissance économique des Etats-Unis qui avait atteint 2,4% en 2014 devrait dépasser 3% en 2015. De nombreux indicateurs confirment cette tendance qui reste à confirmer : ainsi, en dépit de quelques fluctuations, la consommation des ménages se maintient ; les créations d'emplois se développent et le chômage recule (près de 5,5% fin 2014)... Il est significatif que l'industrie automobile qui avait connu une grave crise en 2008/2010 ait retrouvé un niveau de production et d'emplois d'avant crise montrant les capacités de rebond de l'industrie américaine au prix, il est vrai, d'efforts et de sacrifices importants mais nécessaires.

Par ailleurs, l'inflation reste faible – de l'ordre de 0,8% -, le déficit public se situe à environ 2,5 à 3%. Pour soutenir la croissance, le Président américain souhaiterait engager un programme de dépenses, notamment vers les infrastructures publiques souvent en mauvais état, financé par un alourdissement des impôts touchant les revenus du capital et les profits des grandes entreprises américaines maintenus à l'étranger.

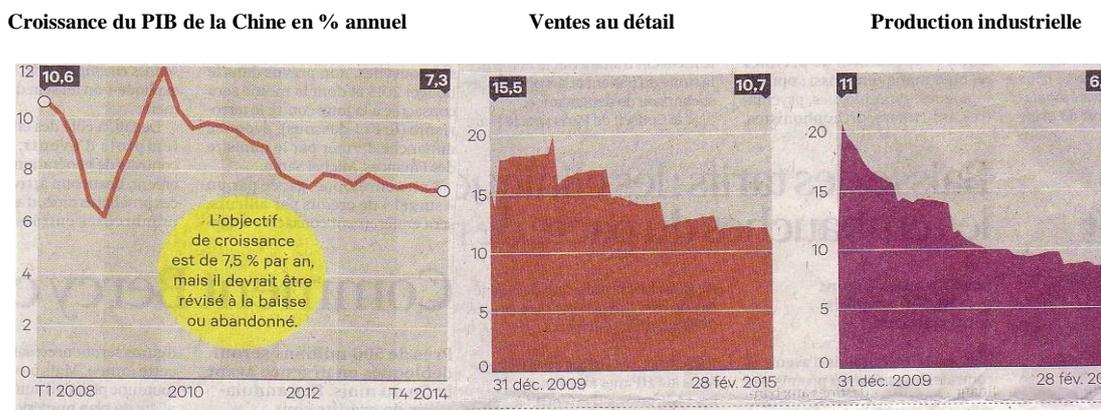
Derrière ce panorama favorable, des inquiétudes subsistent en raison de la conjoncture économique mondiale peu dynamique : Chine, Europe... et des politiques monétaires de nombreux pays qui pénalisent les exportations américaines avec la forte montée du cours du dollar par rapport à de nombreuses devises. Dans ce contexte, l'économie des Etats-Unis pourra-t-elle seule soutenir la croissance mondiale qui paraît s'affaiblir sans provoquer une baisse du cours du dollar ?

PAYS NON OCCIDENTAUX : ralentissement confirmé

En **Chine**, le ralentissement se confirme. Pour 2015, l'objectif de croissance du PIB d'environ 7% sera difficile à atteindre, selon les déclarations du Premier Ministre lui-même. Dans l'ensemble, les principaux indicateurs vont dans ce sens : production industrielle, investissements, infrastructures, ventes au détail - **Graphique K**. C'est ainsi que la consommation des ménages qui devait assurer le relais de la croissance n'est pas au rendez-vous mais les exportations se maintiennent encore à un niveau élevé. Par ailleurs, des doutes subsistent sur la solidité des institutions financières et sur le niveau réel d'endettement tant public que privé.

Graphique K

Chine (Bloomberg/Les Echos)

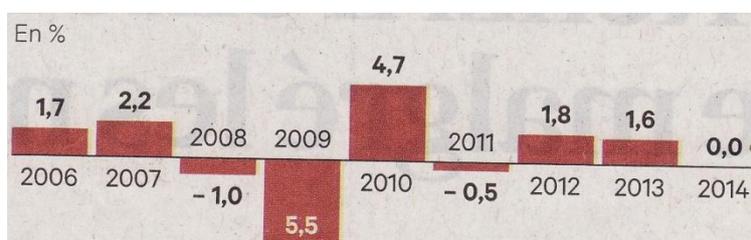


Selon certains observateurs, tout n'est cependant pas négatif. Il est clair que la Chine ne peut pas soutenir le niveau de croissance des années antérieures. Le ralentissement est inévitable et doit être maîtrisé pour éviter les effets pervers de la surchauffe : endettement, corruption, inégalités sociales, environnement, ... Les autorités chinoises semblent prêtes à s'engager dans des réformes : le pays réussira-t-il un atterrissage en douceur ?

Le **Japon** semble sortir de la récession et se diriger vers une croissance molle – autour de 0,5 à 1% en 2015 et de 1 à 1,5% en 2016 après une croissance voisine de zéro en 2014 – **Graphique L**. Grâce à la baisse des prix de l'énergie que le Japon importe en grandes quantités, le pouvoir d'achat des consommateurs devrait progresser, ce qui devrait ranimer la consommation et améliorer au moins temporairement l'économie.

Graphique L

Croissance du PIB du Japon (Bureau of statistics/ Lee Echos)

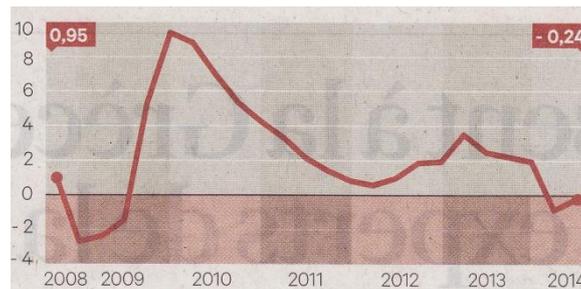


La situation économique de la **Russie** reste très difficile du fait de la baisse des cours du pétrole, du cours du rouble et des sanctions occidentales. Corrélativement, l'inflation a dépassé 11% en 2014 et l'investissement productif est en baisse. D'importantes mesures de soutien ont été prises en puisant dans les fonds de réserve.

L'**Amérique latine** est en panne de croissance. Ceci est particulièrement vrai pour le **Brsil**, pays en récession – **Graphique M** - qui connaît une grave crise sociale alimentée par les mesures d'austérité, une inflation élevée – près de 7,5% en 2014 – des taux d'intérêt élevés (12,75% pour le taux de directeur de la Banque centrale), des scandales de corruption.

Graphique M

Croissance du PIB du Brésil en % annuel (Bloomberg/Lee Echos)



Quant aux autres **pays émergents**, ils sont touchés par le ralentissement d'ensemble de l'économie mondiale, la baisse des cours du pétrole et des matières premières, ce qui aggrave les risques politiques dans de nombreux pays.

Dans l'ensemble, c'est donc un panorama assez peu encourageant qui se dessine.

MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : taux faibles et liquidités abondantes

Parmi les principaux éléments influençant les marchés, on retiendra plus particulièrement le niveau des taux et la mise en œuvre de la politique monétaire de la BCE. La politique de la FED va aussi jouer un rôle important. Si la perspective d'une remontée des **taux** semble acquise au cours du 2^o semestre 2015, sa date précise est inconnue de même que ses modalités : rythme, ampleur... : elle dépendra de l'évolution de la situation économique aux USA.

Les premiers effets de la politique monétaire de la BCE ont été ressentis au niveau des taux, du cours €/ \$ (moins de 1,1 \$/€ fin mars)... En revanche, l'influence sur l'économie réelle, considérée comme a priori favorable dans un premier temps, est plus difficile à apprécier car ce n'est pas le seul élément déterminant. Enfin, d'éventuelles réactions de la Fed pour contrôler le cours du dollar seraient à prendre en compte.

Les conséquences sont aussi apparues avec l'envol des **marchés actions** alors que le climat général de l'économie n'est pas particulièrement optimiste. La faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance des liquidités ont entraîné un délestage par de nombreux investisseurs de leurs obligations européennes peu rentables et un report sur les titres risqués mais plus rémunérateurs. Par ailleurs d'importants mouvements de capitaux ont été enregistrés, en particulier en dollar vers la zone Euro du fait du cours avantageux. Il resterait cependant à dresser une balance de ces mouvements, certains observateurs affirmant même que les sorties nettes de capitaux de la zone Euro étaient significatives, ce qui serait à confirmer sur longue période.

Enfin, on constate, dans plusieurs pays, une forte augmentation de prêts risqués : prêts étudiants, prêts à la consommation (prêts auto, cartes) aux USA, crédits immobiliers en Chine... Dans ces conditions, risque-t-on à nouveau à terme une crise des crédits comparable à celle des subprimes sans parler d'un éventuel krach boursier ou tout au moins d'une sérieuse correction?

Quant aux **banques**, elles semblent, dans leur ensemble, avoir réussi à faire face en 2014 à une conjoncture médiocre. Dans un contexte de taux faibles et d'activité économique morose, les réseaux bancaires souffrent tandis que l'abondance de liquidités n'assure pas de trouver des contreparties rémunératrices et peu risquées et que des efforts complémentaires en matière réglementaire vont être exigés.

La situation de l'économie fait apparaître des signes positifs mais reste encore incertaine et instable.

----0000----