

CONTRAT SOCIAL

NOTES DE CONJONCTURE – JUIN 2015

----000----

Note liminaire

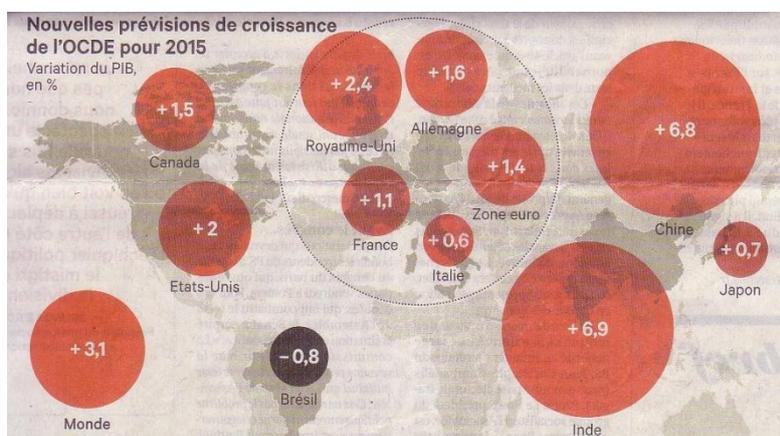
La diffusion de ces notes a été retardée dans l'attente d'une issue au feuilleton tragi-comique de la crise grecque qui ne voit pas le jour au-delà des faux semblants, synthèses et autres promesses ou compromis...qui permettent aux différentes parties de ne pas apparaître comme responsables d'un Grexit dont les conséquences pourraient être lourdes surtout sur le plan géopolitique. Et ceci, d'autant plus que les membres de l'euro-groupe voudraient ne pas afficher leurs différences voire leurs divergences face au premier ministre de la Grèce dont on connaît les convictions idéologiques peu compatibles avec une Europe « libérale » à laquelle il prétend vouloir attacher son pays pour des raisons évidentes et non désintéressées.

Après avoir remporté une majorité à un référendum défavorable aux mesures souhaitées par Bruxelles, le premier ministre grec a fait des propositions de réformes contraires au vote du référendum en contrepartie d'un nouveau et substantiel programme d'aide sans lequel son pays se trouverait dans une impasse immédiate. Après les péripéties des précédentes négociations, tout ceci suscite un grand scepticisme chez de nombreux membres de l'euro-zone quant à la sincérité de ces propositions et surtout à leur effective mise en œuvre : la crise de confiance est patente. In fine, une décision claire et nette prônée par certains ne serait-elle pas préférable à un nouveau compromis dilatoire et illusoire vers lequel, pour des raisons politiques et géopolitiques, d'autres voudraient aller?

ECONOMIE MONDIALE : une incertitude générale

Les prévisions économiques à court terme fluctuent au gré des circonstances : croissance modérée à l'automne 2014, stabilité relative au début de 2015, reprise décevante à la fin du 1^o semestre 2015 largement influencée par les médiocres performances du début de l'année aux USA. Le **Tableau A** ci-dessous présente les dernières tendances de l'OCDE (comparables à celles des autres organismes) pour 2015, en recul par rapport à celles de mars : + 3,1% pour la croissance mondiale, + 1,4% pour la zone Euro, + 2% pour les USA, + 6,8% pour la Chine, + 0,7% pour le Japon...

Tableau A : Prévisions de croissance pour 2015 (OCDE/Les Echos)



Ce sont toujours les mêmes raisons qui sont mises en avant pour expliquer ces perspectives peu satisfaisantes : faible productivité, inégalités, chômage, faibles investissements...sans toujours distinguer causes, conséquences et rétroactions. « Si l'investissement est là, la croissance viendra » déclarait récemment le Secrétaire général de l'OCDE mais, à l'inverse, ne pourrait-on dire aussi que si la croissance est là, l'investissement viendra ? En fait, face à la montée des risques de toute nature, l'incertitude est générale et un climat de méfiance règne. Quoi qu'il en soit, l'économie poursuit sa route cahin-caha.

A trop mettre l'accent sur le court terme, on oublie la vision de long terme tandis que des éléments conjoncturels prennent une importance excessive. Ainsi, l'alignement des astres mis en avant au début de 2015 semble maintenant moins propice – **Tableau B** – même si la situation reste encore avantageuse pour certains pays.

Tableau B : Evolution des taux, de l'euro et du pétrole (Bloomberg/Les Echos)



Les taux remontent progressivement : le taux français à 10 ans se situe actuellement autour de 1,25/1,30 % ; le cours du Brent, après être descendu autour de 45\$ le baril, fluctue entre 60 et 65\$ pour revenir actuellement à 56 \$; l'euro est remonté à plus de 1,10 \$. Dans ces conditions, les perspectives sont moins favorables, ce qui explique, en partie, les prévisions moins encourageantes.

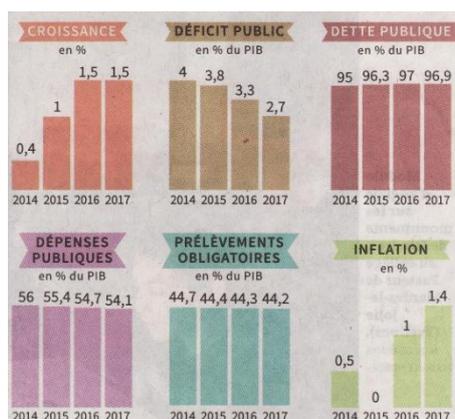
Quant aux politiques monétaires et notamment de quantitative easing (QE) des banques centrales, elles ont un effet sur les taux, l'inflation, les liquidités...mais certains s'interrogent sur leur impact durable sur l'économie réelle, sur la croissance...Il est, par ailleurs, bien difficile d'apprécier les conséquences de nombreux aspects sociaux et psychosociologiques qui freinent le développement économique : confiance dans l'avenir, blocages divers, conservatismes de toute nature...sans parler d'événements exceptionnels.

FRANCE : une reprise modérée mais « à la traîne »

L'activité économique en France montre des signes d'amélioration. La croissance du PIB est réelle et devrait se situer entre 1 et 1.2 % en 2015 pour atteindre 1.5 % en 2016. Mais sans faire preuve d'un pessimisme excessif, si cela va mieux, cela ne va pas encore bien.

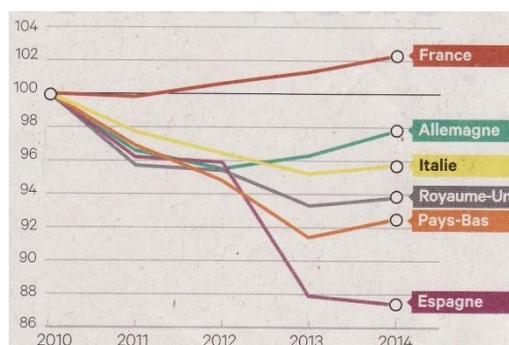
Tout d'abord, ainsi que cela a été indiqué précédemment, la France se situe au dessous de la moyenne de la zone euro (1.4 % en 2015) et en décalage par rapport à ses principaux voisins (1.6 % pour l'Allemagne, 2.4 % pour le Royaume Uni...) en dépit des facteurs externes favorables déjà rappelés.- **Tableau C**.

Tableau C : Hypothèses économiques du Gouvernement (Gouvernement/Le Monde)



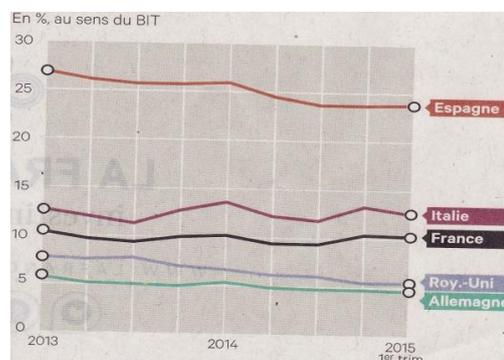
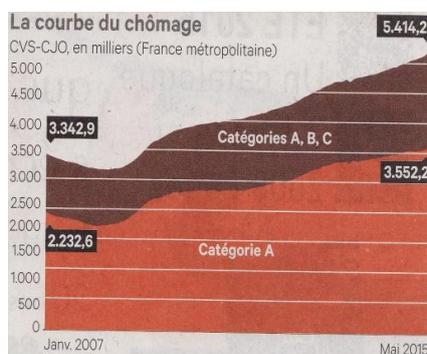
La consommation intérieure a tiré jusqu'ici la croissance mais l'investissement tarde à repartir. La réduction du déficit public à 3.8 % est loin d'être assurée en 2015 selon la Cour des comptes et encore moins en cas de remontée des taux. La dette publique continue à progresser et frôle les 97,5 % du PIB, les prélèvements obligatoires, 44.5 %. et les dépenses publiques dépassent 55 % alors qu'elles se réduisent peu à peu chez nos voisins européens – **Graphique D.**

Tableau D : Evolution comparée des dépenses publiques (Les Echos)



Le chômage baisse moins vite que dans la plupart des pays européens : il continue même à croître – **Tableau E** – en attendant une stabilisation espérée pour la fin de l'année – au mieux – tandis que les effectifs de la fonction publique progressent. Les gains de productivité ne compensent pas la diminution des heures travaillées. Le revenu par habitant en France (29 939 \$ en 2012) est désormais inférieur à la moyenne de l'OCDE (31 281 \$)

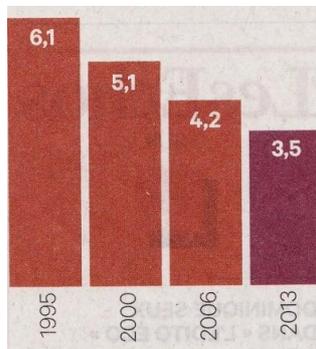
Tableau E : Evolution du chômage en France et en Europe (Eurostat/Les Echos)



Les blocages maintes fois dénoncés restent les mêmes comme la difficulté à mettre en œuvre les indispensables réformes des retraites complémentaires, du code du travail...alors que les conséquences des évolutions en cours : avènement du numérique... devraient inciter à engager les changements inéluctables.

La situation économique de la France dans ses relations avec l'étranger le montre à l'évidence. Ainsi, la part de marché dans les exportations mondiales – **Tableau F** – a reculé de 6.1 % en 1995 à 3.5 % en 2013.

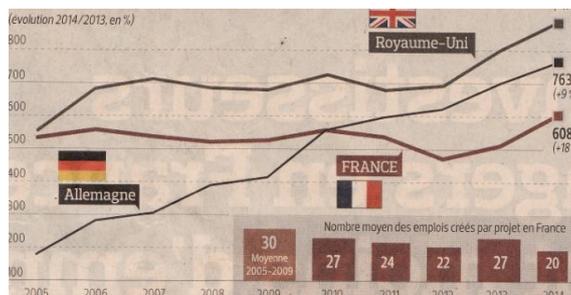
Tableau F : Part de marché de la France dans les exportations mondiales en % (OMC/Les Echos)



Ces exportations sont de plus en plus concentrées sur un petit nombre à la fois de secteurs : aéronautique, véhicules automobiles...et d'entreprises (les 100 premières entreprises réalisent près de 40 % des exportations). Certes, cette évolution est commune à l'ensemble des pays développés du fait de la montée des pays émergents mais elle a été particulièrement forte en France : recul de 42 % contre 21 % pour l'Allemagne marquant ainsi notre baisse de compétitivité-prix mais aussi hors prix. Les marges trop faibles n'ont pas permis aux entreprises d'investir et d'innover suffisamment face à la concurrence.

La baisse de l'attractivité de la France se ressent dans les investissements des entreprises étrangères. Certes, le nombre de projets a progressé - **Graphique G** – mais moins vite que chez nos voisins et peu créateurs d'emplois

Graphique G : Evolution comparée du nombre d'investissements étrangers (EY/Le Figaro)



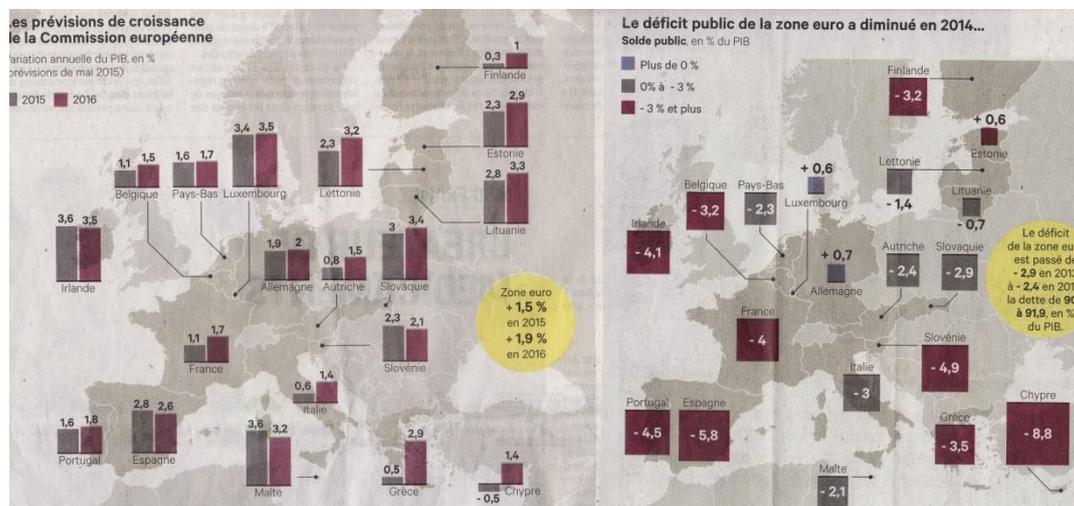
Enfin, comme le déplorait récemment le Ministre de l'Economie, les grands groupes « sont en train de partir car notre politique fiscale leur est devenue inadaptée ». Non seulement des fleurons passent sous pavillon étranger : après Pechiney, Arcelor, Schneider (délocalisé à Hong Kong), Rhodia, on a vu récemment Alstom (Energie), Alcatel, Lafarge, Club Med, Norbert Dentressangle...pour ne citer que les cas les plus emblématiques. Qui plus est, même si les « façades » restent, ce sont les centres de décisions, les grandes directions notamment financières ou de R & D, qui se délocalisent.

Et pourtant, la France ne manque pas d'atouts et pourrait inverser cette tendance. Mais il y faudrait un véritable changement d'attitude.

EUROPE : la crise grecque

Les performances revues à la hausse de l'économie européenne – **Tableau H** - sont réelles mais oubliées derrière la crise grecque. Les pays qui ont consenti en leur temps des efforts sont les mieux récompensés : Espagne, Irlande... Les déficits publics tendent à se résorber lentement mais inégalement selon les pays.

Tableau H : Prévisions de croissance et déficit public (Commission européenne/Les Echos)



De son côté, le Royaume Uni continue à afficher une croissance confortable 2.4 à 2.6 % en 2015 mais avec un déficit public qui a dépassé 5 % l'an dernier, niveau qui n'a été dépassé, parmi les 34 pays de l'OCDE, que par l'Espagne.

En fait, la situation de l'Europe et plus précisément de la zone euro est dominée actuellement par la question grecque. Parmi les nombreux commentaires, il est communément admis, en particulier, que la Grèce non seulement ne pourra pas rembourser sa dette mais qu'elle aurait encore besoin d'un important apport de capitaux pour seulement survivre, ce qui ne peut inciter ses créanciers à lui prêter encore plus alors que son économie (non souterraine) ne produit pas assez de richesses, que les structures de l'Etat sont indigentes, difficiles à réformer et notamment incapables de faire rentrer l'impôt, que le système bancaire en l'état ne peut survivre sans des apports de la BCE (Emergency liquidity assistance : ELA)... Par delà les aspects économiques certes très lourds pour la Grèce mais avec des risques majeurs incertains pour l'Europe en cas de sortie de la Grèce de l'euro, le problème est davantage politique, social et géopolitique pour ce pays au bord du chaos.

La crise grecque est de plus un révélateur de l'incapacité de l'organisation européenne au sens large dans sa configuration actuelle à résoudre ses propres problèmes : Grèce, migrants, fiscalité, protection sociale... : en tout, il manque une vision et une « affectio europeana » bien difficiles à trouver tant les positions et les objectifs sont divers voire opposés. Et pourtant, selon un récent sondage de Pew publié par The Economist, à l'exception de l'Allemagne, un climat favorable à l'Europe se dégagait, même au Royaume Uni, mais quel sens attribuer à un tel sondage quand un problème réel se pose ou qu'une crise apparaît? Le possible Grexit peut-il être un prélude pour un éventuel Brexit? Peut-on espérer de cette crise une réforme voire une reconstruction de l'Europe et de la zone euro?

ETATS-UNIS : le chaud et le froid

Les prévisionnistes ont bien du mal à se faire une opinion stable sur les perspectives à court terme de l'économie américaine. Après le dynamisme affiché à la fin de 2014, les mauvais résultats du 1^{er} trimestre de l'année ont singulièrement tempéré l'optimisme pour 2015. Alors que l'on prévoyait un taux de croissance du PIB autour de 2,5 à 3% pour 2015, les projections macroéconomiques se situent actuellement dans l'ensemble autour de 2% avec un taux de chômage légèrement inférieur à 5,5%.

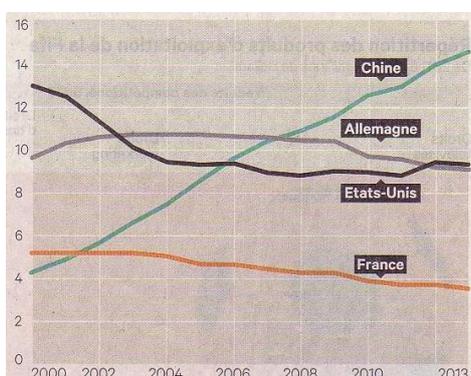
En dehors des explications purement circonstanciées imputables aux rigueurs climatiques de l'hiver largement invoquées, l'économie américaine paraît subir les conséquences d'éléments plus persistants : ralentissement global de l'économie mondiale, effets de la hausse du dollar sur les exportations (en baisse significative – de l'ordre de 7% - au cours des derniers mois) ...pour ne pas parler des incertitudes géopolitiques.

Sans partager le pessimisme de certains économistes, on peut comprendre l'expectative qui transparait à travers la position de la Présidente de la Federal Reserve qui ne prend plus seulement en compte le niveau du chômage mais aussi les autres données de l'économie : croissance, inflation...pour un relèvement des taux, toujours envisagé. Celui-ci aurait lieu au mieux à la fin de l'année et de manière très progressive, plutôt autour de 0,5%.

Par ailleurs, si l'industrie manufacturière américaine connaît un rebond depuis 2010 – **Graphique I** -, sa part de marché a décliné depuis 2000 comme dans la plupart des économies développées à l'inverse de la Chine qui connaît une forte progression. Le déficit commercial de biens manufacturés des USA continue à se creuser.

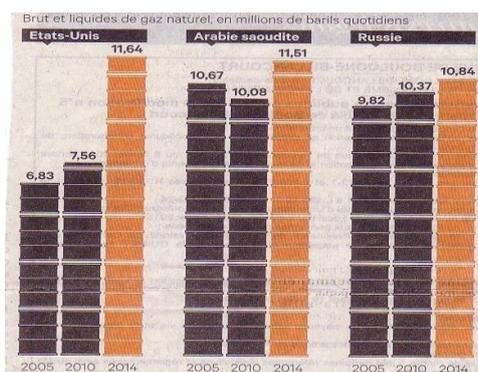
Graphique I : Evolution des parts de marché à l'export de biens manufacturés

(La Fabrique de l'industrie/Les Echos)



A noter enfin que les Etats-Unis seraient devenus depuis 2012 le 1° producteur mondial d'hydrocarbures (liquides et gaz) et même de pétrole depuis 2014, ce qui n'a pas été sans conséquences sur les cours de l'or noir – **Tableau J** -.

Tableau J : production de pétrole en M barils/jour (BP/Bloomberg/Les Echos)



Sans rejoindre certaines craintes peut-être excessives, les interrogations demeurent en dépit d'éléments favorables et du dynamisme du pays.

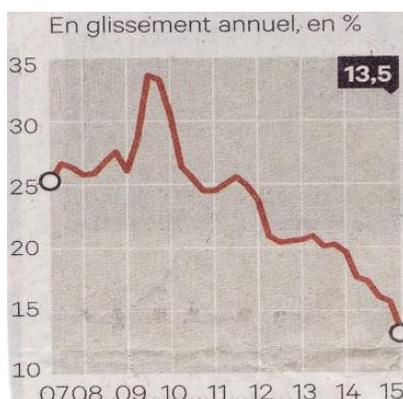
PAYS NON OCCIDENTAUX : une situation morose

La Banque mondiale a revu à la baisse les prévisions de croissance des pays émergents: autour de 4,4 % en 2015 contre 4,8 % précédemment. Si les raisons invoquées jusqu'ici restent toujours d'actualité : ralentissement de l'économie mondiale, baisse des cours du pétrole et des matières premières dont les pays émergents sont les

principaux fournisseurs,... il s'y ajoute l'effet possible d'une hausse des taux d'intérêt, notamment aux USA, entraînant un alourdissement des conditions de financement surtout pour les plus endettés ; toutefois, cette vision globale doit être nuancée selon les pays.

En **Chine**, l'essoufflement relatif de la croissance se confirme avec 6,8 % en 2015, 6,3 % en 2016 selon le FMI qui porte un jugement critique sur la situation du pays : « un modèle de croissance non durable...des fragilités des entreprises, du secteur financier et du secteur public...qui risquent de s'aggraver... » tandis que le ralentissement des investissements sur longue période se confirme – **Graphique K** -.

Graphique K : Evolution de l'investissement en Chine (Natixis/Les Echos)



Les autorités chinoises envisagent des mesures de soutien à l'économie : refinancement non conventionnel des gouvernements locaux, nouvelle baisse des taux...en essayant de ne pas aggraver un endettement global (public et privé) qui aurait atteint plus de 280% du PIB selon une étude de McKinsey. Enfin, le krach récent des bourses chinoises a mis en lumière leur caractère très spéculatif et pourrait avoir de lourdes conséquences en raison de son ampleur.

L'**Amérique latine** est un autre sujet de préoccupations : globalement, son PIB ne devrait pas dépasser une croissance de l'ordre de 1% principalement pénalisé par le Brésil, l'Argentine et le Venezuela : insuffisance des infrastructures, faible productivité, corruption...expliquent en partie ces performances décevantes.

Le PIB de la **Russie** devrait chuter de 2,7 % en 2015 sous l'effet de la baisse du cours des hydrocarbures et des sanctions occidentales. A l'inverse, les prévisions pour l'**Inde** restent favorables : près de 7.0 % de croissance en 2015.

Face à des perspectives médiocres, le **Japon** envisagerait de laisser à nouveau glisser sa monnaie, ce qui ne serait pas sans inquiéter son voisin, la Corée du Sud.

Comme on le voit, l'interconnexion des économies est très sensible.

MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : une forte volatilité dans un contexte chaotique

L'instabilité des marchés de capitaux fait naître de réelles inquiétudes. De multiples raisons alimentent cette situation. Il y a tout d'abord des facteurs objectifs : crise grecque dont on apprécie mal les conséquences derrière des déclarations alarmistes, remontée des taux de la FED (ampleur, calendrier), évolution de l'économie chinoise, conflits dans plusieurs parties du monde...Par ailleurs, des facteurs techniques exacerbent cette instabilité : rôle du trading automatisé à haute fréquence, réduction de l'activité de teneur de marché des banques du fait des nouvelles réglementations.... Au total, comme le déclarait récemment le président de la BCE, il faut « s'habituer à des périodes de volatilité accrue..

C'est ainsi que pour diverses raisons, on a vu une brusque remontée des emprunts d'Etat provoquant une sorte de « mini-krach » obligataire avec un taux allemand à 10 ans dépassant 1 % pour s'établir actuellement au-dessus

de 0,6 % et l'OAT 10 ans respectivement 1,40 % et actuellement 1,1 %. De son côté, le CAC 40 enregistrait de fortes oscillations amplifiées par les incertitudes rappelées ci-dessus.

Dans ce contexte, que peut-on prévoir d'ici la fin de l'année ? Les marchés paraissent miser sur une remontée progressive des taux de la FED à l'automne prochain avec des conséquences limitées sur les taux européens compte tenu de la politique de la BCE. L'optimisme prévaut pour les marchés actions mais teinté de fortes incertitudes. Faut-il envisager à terme une crise de liquidités en raison des masses de capitaux émis par les banques centrales et qui se seraient investis dans des marchés peu liquides : certains tirent le signal d'alarme.

Du côté des banques, les derniers mois ont été favorables : reprise économique, effet des politiques monétaires...A signaler, les désaccords sur les projets de séparation bancaire auxquels s'opposent fermement les banques françaises.

Les multiples prévisions contradictoires montrent bien la confusion qui règne.

Au total, derrière une reprise globalement modeste mais réelle, c'est l'incertitude voire la méfiance qui dominent compte tenu des problèmes nombreux évoqués ci-dessus.

----0000----