

NOTES DE CONJONCTURE – SEPTEMBRE 2015

----000----

ECONOMIE MONDIALE : sans boussole

L'OCDE a revu à la baisse sa prévision de croissance de l'économie mondiale ramenée de 3,1% à 3% - **Tableau A.**

Tableau A - Prévisions de croissance (variation annuelle en % du PIB) - (OCDE/Les Echos)



Plus que les chiffres eux-mêmes, c'est la tendance qualifiée par l'OCDE d'inférieure à la normale et accompagnée d'une stagnation des échanges et des marchés de capitaux, qui mérite commentaires. Cette tendance est imputable essentiellement au ralentissement de l'économie chinoise qui pèse sur l'ensemble du monde et affaiblit, notamment, la plupart des pays asiatiques : Japon, Corée du Sud... ainsi que de nombreux pays émergents. Depuis bien longtemps, on savait pourtant que le développement de la Chine ne pouvait se poursuivre durablement sur un tel rythme : les craquements financiers, le krach boursier récent...en ont été des révélateurs. D'un autre côté, les USA semblent faire preuve d'une relative bonne santé mais sans perspective de forte croissance. Quant à l'Europe, son économie ne se redresse que de manière lente et modeste.

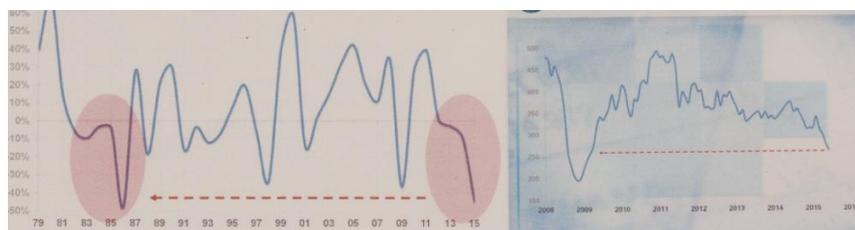
On ne saurait toutefois imputer à la seule économie chinoise la responsabilité de cette situation. Ainsi, les politiques monétaires des banques centrales et leurs injections massives de liquidités paraissent produire à terme des effets pervers : allocation non optimale des capitaux et bulles spéculatives, faible incitation à la rigueur budgétaire de nombreux états peu enclins à réduire leur déficit public, prévalence de « l'économie financière » sur « l'économie réelle »,

Tout ceci s'est répercuté, en particulier, sur les cours des matières premières qui subissent d'amples fluctuations perturbant le fonctionnement de nombreux secteurs industriels et agricoles et pesant sur l'économie des pays émergents et même développés (Canada, Australie). Certains prix agricoles ont chuté, de plus de 15% en un an, compensant parfois de fortes hausses antérieures ; il en est de même pour les matières premières industrielles – **Graphiques B.**

Graphiques B (Xerfi/La Synthèse on line)

Cours du pétrole (Brent)

Cours des métaux industriels



A plus long terme, des changements profonds pour ne pas dire des ruptures s'annoncent. On citera plus particulièrement, à titre d'exemple :

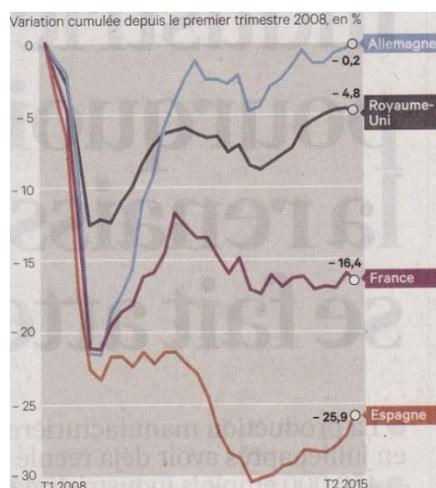
- La numérisation qui va entraîner non pas une simple évolution mais une transformation significative de nos modes de vie, de travail, de production : « disruption, uberisation, connections multiples ... »
- L'évolution des populations dans le monde avec des migrations accentuées par les conflits, la répartition des richesses : déclin de l'ensemble Europe + Amérique du Nord qui ne représenterait plus vers 2030 que 12% de la population mondiale largement dominée à environ 60% par l'Asie, croissance de l'Afrique subsaharienne atteignant 16% à cette époque (contre 5% en 1900)... ;
- Les frontières traditionnelles largement dessinées par le monde occidental qui sont en train d'être remises en question, notamment au Moyen-Orient.
-

Tout ceci engendre de larges incertitudes rappelées par l'OCDE incitant plus à la prudence et à la réserve qu'à un développement optimiste et dynamique.

FRANCE : aucune inversion de tendances

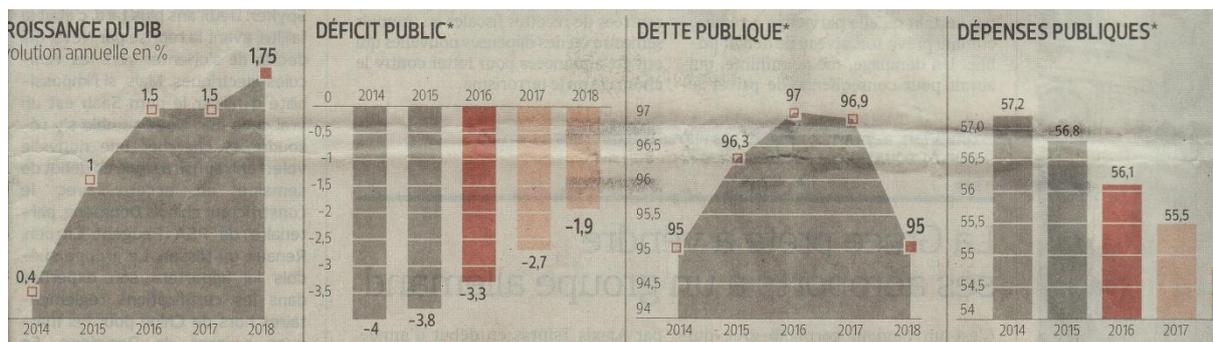
La situation de la France n'évolue pas et l'on ne peut que répéter les propos précédents. La croissance reste médiocre : 1% en 2015, 1,4% en 2016 surtout comparée à nos principaux voisins et, de plus, compte tenu des facteurs favorables actuels (énergie, dollar, taux). L'activité économique se tasse tandis que la production industrielle ne repart pas – **Graphique C** - et a même reculé au mois de juillet.

Graphique C – Variation comparée des productions industrielles (INSEE/Les Echos)



La dette publique augmente en profitant de taux temporairement bas, les dépenses publiques et les prélèvements obligatoires ne baissent que très lentement, les investissements tardent à repartir. – **Tableau D**.

Tableau D – Prévisions gouvernementales (Ministère de l'Economie/Le Figaro)



Certes, le taux de marge des entreprises se redresse mais l'absence de politique et de perspectives claires n'incitent ni à embaucher ni à investir dans un climat de complexité administrative paralysante (code du travail, normes...). Quant au chômage, il ne montre pas actuellement de signes d'amélioration. Au total, rien de nouveau ne permet de créer une dynamique de relance.

Au-delà des données rappelées ci-dessus, c'est le manque de confiance, l'absence d'une volonté marquée de procéder réellement aux réformes indispensables face aux multiples conservatismes et corporatismes, en un mot à l'immobilisme général, qui bloquent le pays. La France a su exiger de la Grèce des changements : retraite, budget, fonction publique, fiscalité...qu'elle se garde bien d'appliquer à elle-même. Il n'est pas étonnant que l'attractivité du pays soit faible, que le poids de la France s'amenuise à l'international, notamment comparé à l'Allemagne. Les prochaines échéances électorales ne permettent pas d'envisager de nouvelles orientations. La France, peu à peu, s'appauvrit et s'endette, jusqu'à quand ? Comment retrouver l'espoir ?

EUROPE : face à des problèmes existentiels

Peu de changements significatifs concernant la situation économique de la zone euro prise dans son ensemble avec une prévision de croissance de 1,6% en 2015 et 1,9% en 2016. Ces chiffres sont assez peu satisfaisants compte tenu des facteurs favorables qui auraient dû améliorer significativement la croissance. L'Allemagne qui va être amenée à s'interroger sur le problème Volkswagen, paraît actuellement en bonne santé avec une croissance de 1,5% en 2015 et de 2% en 2016; la reprise semble se confirmer en Italie, en Espagne qui bénéficient des mesures prises en leur temps ; la France quant à elle reste à la traîne, comme on l'a indiqué précédemment.

La Grèce qui a été au centre de la crise au début de l'été, a bien du mal à sortir la tête de l'eau. Les strictes mesures d'austérité imposées à ce pays, le contrôle des capitaux...paralysent quelque peu l'ensemble de l'économie, entraînent de nombreuses délocalisations d'entreprises, un exode de personnes et notamment de diplômés tandis que le chômage ne reflue que lentement à plus de 25% (contre 11% en moyenne pour la zone euro). On voit mal, par ailleurs, comment le pays va pouvoir faire face à plus long terme à ses futures échéances.

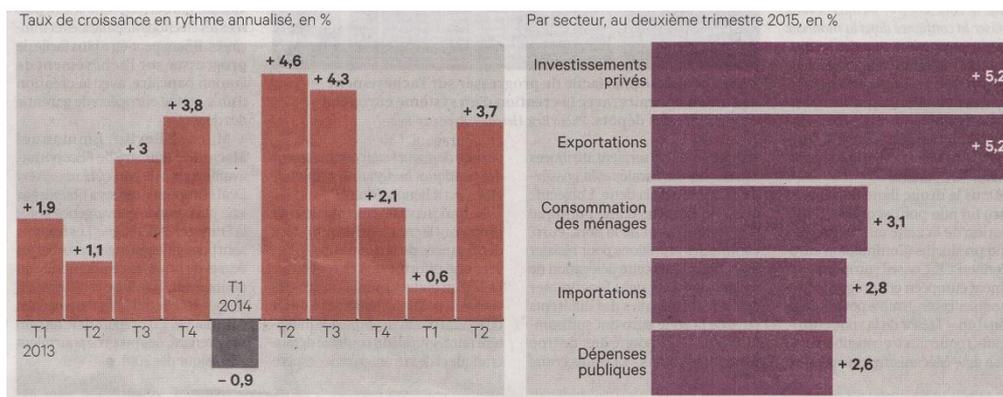
Au Royaume Uni, la croissance s'affermite avec des prévisions optimistes : 2,4% en 2015, autour de 2,3 à 2,5% en 2016. Ceci ne doit cependant pas masquer les autres difficultés : production industrielle en berne, déficit public élevé, problèmes sociaux latents...

Mais les difficultés de l'Europe sont aussi et peut-être même surtout existentielles. La crise grecque a révélé les désaccords internes à la zone euro sur la gestion de la monnaie unique. L'afflux des migrants fait ressortir les dissensions sur le traitement d'un difficile problème, les fractures internes à l'Europe, la prédominance des intérêts pour ne pas dire des égoïsmes nationaux, ce qui met à mal les accords de Schengen. Les principaux acquis de la construction européenne : monnaie unique, libre circulation...paraissent ainsi remis en cause. Avec l'élargissement inconsidéré de l'Europe à des pays qui ne remplissaient pas les conditions minimales de leur adhésion, n'a-t-on pas fait preuve de cécité et d'inconséquence et comment y remédier maintenant ? Faut-il repenser une Europe avec un noyau dur plus intégré pour ne pas dire plus fédéré tandis que des poussées régionalistes se développent?

ETATS-UNIS : retour à la confiance

Après les incertitudes du début de l'année, l'économie américaine fait preuve actuellement de solidité à tel point que l'OCDE a revu ses prévisions de croissance du PIB à 2,4% pour 2015 (2,1% pour la FED plus prudente) contre 2% précédemment et 2,6% en 2016. Les bonnes performances du 2^o trimestre contrastant avec celles du 1^o trimestre, fluctuations fréquentes dans les statistiques américaines (voir tableau ci-dessous), justifient cette évolution favorable qui repose sur un niveau élevé des investissements, en particulier des entreprises, sur une consommation soutenue et sur un marché immobilier dynamique. Quant au chômage à 5,1%, il est un des plus bas enregistré depuis de nombreuses années – **Tableau E**.

Tableau E - Croissance du PIB aux USA (Economic analysis/Les Echos)



Entre une économie américaine en bonne santé apparente mais indécise à terme compte tenu des incertitudes de sa production manufacturière et des craintes concernant l’environnement mondial, la décision du comité de politique monétaire de la FED paraît avoir été difficile à prendre. Au final, le statu quo l’a emporté, peut-être influencé par les craintes du FMI, en attendant une hausse inévitable des taux dans un proche avenir. Plus que les conséquences de la modeste remontée des taux initialement prévue, c’est le signal donné qui est révélateur d’une inquiétude sur la situation mondiale tant économique que géopolitique.

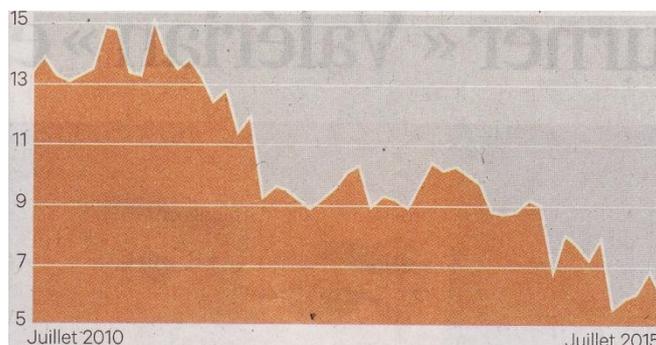
PAYS NON OCCIDENTAUX : affaiblissement général

Les craintes exprimées précédemment sur le ralentissement des pays émergents se confirment et ont été amplifiées par l’évolution de l’économie chinoise.

Le boom tant admiré de la **Chine** – comme, en son temps, on avait vanté le miracle japonais - ne pouvait perdurer. Ceci paraît maintenant d’autant plus inquiétant que le doute s’installe sur l’état réel de l’économie de ce pays et sur ses données statistiques. Certes, l’OCDE a abaissé sa prévision de croissance à 6,7% en 2015 et 6,5% en 2016 ce qui reste élevé, mais sans que l’on sache précisément ce que valent ces chiffres contestés, quelle est la réalité derrière les données officielles et ce que serait une prévision crédible.

Quoi qu’il en soit, les autorités du pays n’ont pas manqué de réagir, dans un premier temps en dévaluant la monnaie. Cette mesure est destinée, tout d’abord, à redonner de la compétitivité à la production industrielle qui ralentit – **Graphique F** - et à relancer les exportations tandis que les importations se sont fortement contractées en valeur (à tempérer du fait de la baisse des prix de l’énergie et des matières premières)

Graphique F - Evolution de la production industrielle chinoise en glissement annuel (Les Echos)

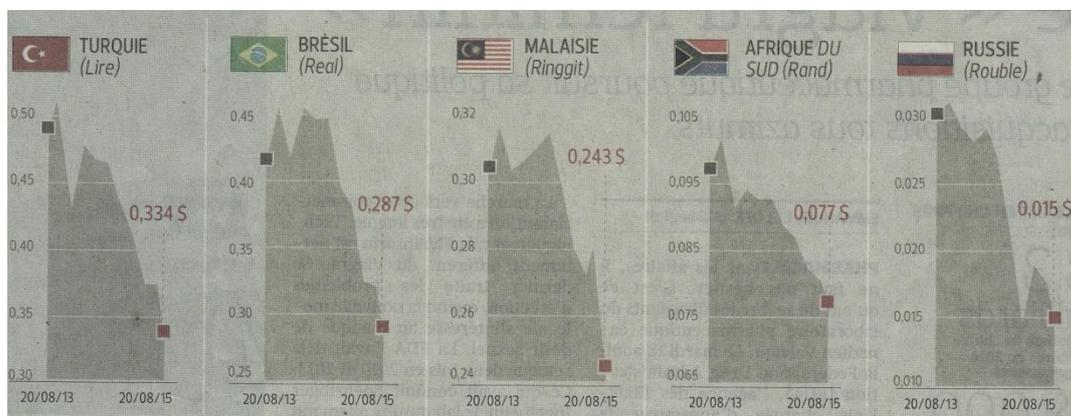


Corrélativement, c’est une évolution de l’économie moins dépendante des échanges extérieurs et plus tournée vers la consommation qui est visée : réforme des entreprises publiques, programme de privatisations...Ceci pourra-t-il se faire sans soubresauts sociaux, sans maîtriser une spéculation tant immobilière que boursière et sans réduire une corruption mettant parfois en cause les dirigeants du pays.

Après avoir vanté avec exagération le « modèle chinois », faut-il le qualifier désormais « à bout de souffle » et parler d'un pays dans l'impasse ? Jusqu'à présent, on constate un fort ralentissement dont il est malaisé d'anticiper les conséquences notamment politiques et sociales.

Bien entendu, les répercussions ont été sensibles surtout sur les pays voisins parfois florissants jusque là (Indonésie, Malaisie...) qui ont eu tendance, en réaction, à laisser filer leur monnaie comme de nombreux autres pays émergents – **Tableau G**.

Tableau G - Evolution sur un an de monnaies de pays émergents (Bloomberg/Les Echos)



Le **Japon** dont la Chine est un partenaire important est directement concerné et a ramené sa croissance à un modeste 0,6% en 2015 et 1,2% en 2016.

La **Russie** frappée par la chute des cours de l'énergie et des matières premières ainsi que par les sanctions économiques est entrée en récession avec une contraction de son économie de 3 à 4%.

Il en est de même pour le **Brsil** dont le PIB devrait reculer de 2,5 à 3% en 2015 et croître faiblement (+ 0,7%) en 2016 tandis qu'à contrario, l'**Inde** paraît tirer son épingle du jeu avec une croissance de 7,2% en 2015 et 2016.

Ce sont donc ces perspectives médiocres qui semblent avoir influencé la décision de la FED de maintenir ses taux pour ne pas accroître les sorties de capitaux des pays émergents.

MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : marchés sans direction et volatiles

Le climat incertain et peu encourageant de l'économie mondiale marqué récemment, rappelons-le, par le ralentissement de la Chine et des pays émergents ainsi que par les hésitations de la FED s'est répercuté sur les marchés financiers sans direction et d'une volatilité amplifiée par la mise en œuvre de programmes informatiques. Les opérateurs souvent incapables d'apprécier les conséquences fondamentales à terme de la situation actuelle sur-réagissent à la moindre information puis corrigent très rapidement en sens inverse.

Par ailleurs, des critiques commencent à être émises sur les politiques des banques centrales qui semblent avoir trouvé leurs limites et qui présenteraient même à terme, selon certains, des risques du fait des taux bas et des injections massives de capitaux qu'il faudra bien un jour résorber. On en arrive même à se demander si ce sont les banques centrales qui influencent les marchés ou si elles en sont dépendantes !

Les évolutions des marchés actions traduisent bien la situation – **Graphiques H**.

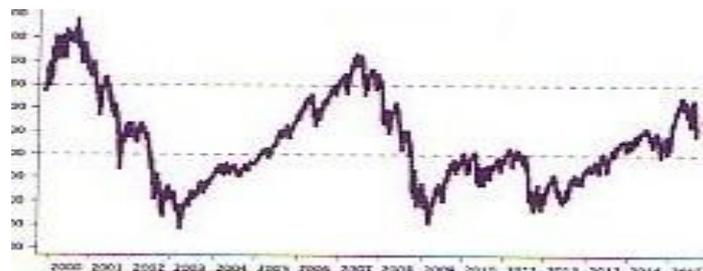
Graphiques H

S&P 500 (JP Morgan/Les Echos)



Les analystes s'interrogent sur les valeurs américaines élevées pour certains dans le contexte actuel alors que les entreprises ont revu à la baisse leurs profits : va-t-on vers un S&P 500 à 1700/1800 points ?

CAC 40 (V. Riches Flores/La Synthèse on line)



Il en est de même pour les actions françaises. Soit les marchés ont sur-réagi aux annonces récentes et on peut imaginer dans les prochains mois un CAC 40 autour de 5500 points, soit c'est l'ensemble de l'environnement qui est baissier et un CAC 40 vers 4000 serait à redouter. Les avis divergent et aucune tendance ne semble l'emporter.

Quant au marché obligataire, il subit les interrogations sur l'évolution des taux qui semblent se tendre aux USA mais non en Europe sous l'effet du statu quo de la FED et des inquiétudes sur l'activité économique.

Le bas niveau des taux a incité de nombreuses entreprises et notamment les plus grandes à délaissé quelque peu les financements bancaires au profit des financements de marché. Leur part dans le financement des entreprises se situerait actuellement autour de 40% en France. Néanmoins, les encours de crédit auraient progressé en France au cours du 2^o trimestre.

Au total, face aux changements de toute nature qui s'annoncent, c'est l'expectative qui domine, ce qui ne permet de donner à l'économie un élan pourtant nécessaire.

----0000----