

NOTES DE CONJONCTURE – DECEMBRE 2015

-----0000-----

ECONOMIE MONDIALE : une croissance modeste

Aucune nouvelle prévision n'est venue modifier sensiblement les projections précédentes sur l'économie mondiale qui tablaient en moyenne sur une croissance modeste plutôt inférieure à 3%. La bonne tenue de l'économie américaine, la reprise modérée en Europe sont contrebalancées par le ralentissement de la Chine et de nombreux pays émergents. La baisse du cours du pétrole et de nombreuses matières premières n'apporte pas l'effet de relance espéré par certains ; la progression des investissements productifs se fait attendre ; l'action des banques centrales trouve ses limites.

A rappeler également l'importance de l'endettement public mondial qui, selon certaines estimations, dépasserait environ les 200 000 milliards de dollars, soit de 2,5 à 3 fois le PIB mondial : à un moment où on évoque une remontée progressive des taux, c'est là un facteur d'inquiétude sur la capacité de nombreux pays d'y faire face alors que de nombreux besoins de financement apparaissent, ne serait-ce, par exemple, qu'à travers les nécessités de la lutte contre le réchauffement climatique exprimées lors de la COP 21.

Celle-ci a été un succès avant tout diplomatique en faisant apparaître un consensus politique unanime. Mais, en fait, il s'agit plus d'une déclaration d'intention, d'un accord-cadre que d'un engagement qui n'est pas juridiquement contraignant et qui suppose de plus son adoption préalable par tous les Etats, ce qui n'est pas acquis (cf. notamment la position du Congrès américain) pour une mise en œuvre en 2020 (limitation du réchauffement à 2°C et révision à partir de 2025). Par ailleurs, aucun prix n'a été fixé pour les émissions de carbone : ceci limite singulièrement la portée pratique de cet accord tandis que les besoins de financement avancés pour aider les pays en développement (au moins 100 milliards \$ par an) restent à réunir. D'autre part, la mise en œuvre de cet accord nécessiterait de lourds investissements et des innovations techniques importantes (à titre d'exemple, la Chine émet autant de CO² que les USA et l'UE réunis avec une production d'énergie qui proviendrait aux 2/3 du charbon (aux 3/4 pour l'électricité). S'il faut se féliciter de cette première avancée, la concrétisation reste à réaliser.

Sans énumérer ici les nombreux conflits géopolitiques actuels lourds de conséquences et en restant dans le domaine économique, de nombreux problèmes vont se poser en 2016 et notamment, la hausse prévisible des taux particulièrement pénalisante pour les pays endettés, les conséquences de l'évolution du cours des matières premières et du pétrole, les risques d'éclatement de l'Europe, les crises migratoires....

FRANCE : une croissance en amélioration mais insuffisante

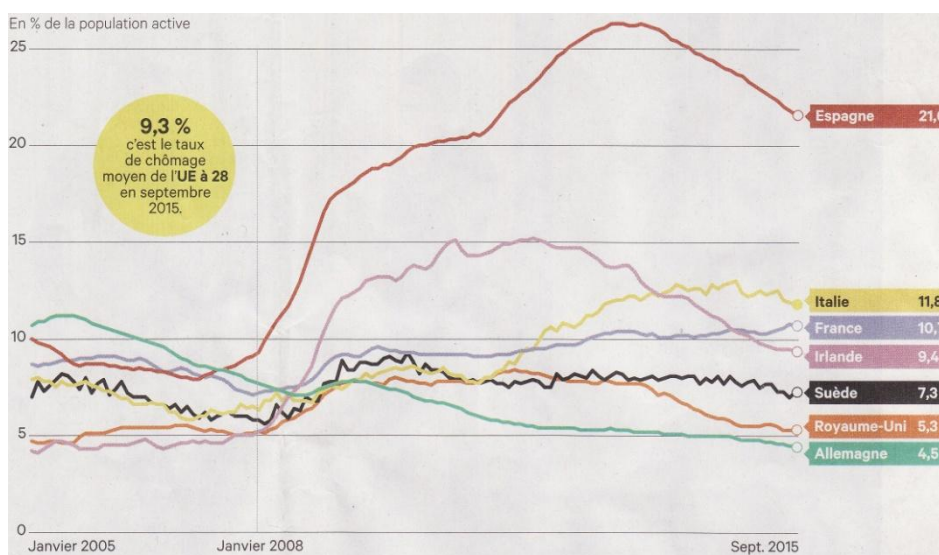
Après avoir enregistré une croissance estimée à 1,1% en 2015, l'économie française devrait enfin accélérer légèrement en 2016 pour atteindre 1,4/1,5% (selon les instituts de prévision), niveau comparable à celui de l'Allemagne. Comme le souligne l'INSEE, « la reprise est lente graduelle, progressive... fragile et sans vigueur au regard du passé ».

L'investissement des ménages devrait se stabiliser permettant une amélioration du secteur du bâtiment tandis que les entreprises reprendraient peu à peu leurs investissements. Quant au commerce extérieur, on ne prévoit aucune amélioration du déficit commercial (maintien de la consommation des ménages d'un côté, légère baisse de la

demande extérieure de l'autre). Pour les autres indicateurs tels que taux de prélèvements (45% du PIB), dépenses publiques (58%), endettement public (97%)... aucune amélioration n'est en vue.

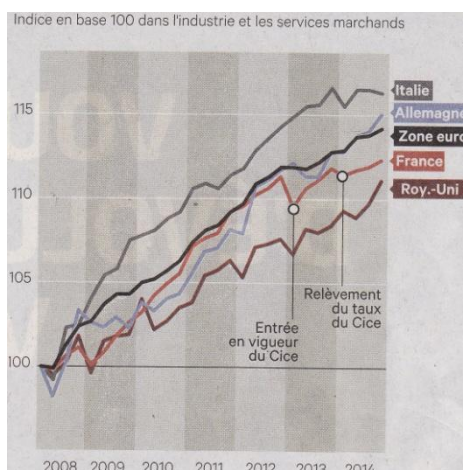
Le chômage reste le point noir particulièrement préoccupant à tous points de vue, notamment sur le plan social. Les nouveaux et coûteux emplois publics en 2015 (plus de 40 000) n'ont pas compensé les destructions du secteur privé (plus de 70 000). La croissance sera trop faible en 2016 pour créer suffisamment d'emplois : dans ces conditions, le taux de chômage devrait se maintenir à plus de 10% pour l'ensemble de la population active et de 25% pour les moins de 25 ans. (A noter que le taux d'emploi de ces derniers est de 28% en France contre 32% dans l'UE, 46% en Allemagne, 48% au Royaume Uni). Comme on le voit dans le **Graphique A** ci-dessous, la France reste à la traîne. L'Allemagne et le Royaume Uni se situent à des niveaux de plein-emploi, certes à des conditions parfois peu satisfaisantes, l'Italie et l'Espagne ont des taux plus élevés mais grâce aux mesures et aux réformes entreprises, la situation paraît en voie d'amélioration tandis que la France, au contraire, se dégrade légèrement.

Graphique A : taux de chômage comparés (Les Echos/Eurostat)



De multiples études, rapports... ont analysé cette situation. On a dénoncé la complexité caricaturale du code du travail, le conservatisme des partenaires sociaux, les lacunes de la formation, les emplois aidés ne facilitant pas la réinsertion, l'insuffisance du temps de travail moyen par emploi dont l'augmentation suscite de graves réticences, une offre trop faible et peu dynamique du fait d'une absence de confiance dans l'avenir... Certes le coût du travail progresse désormais moins vite en France qu'en Allemagne – **Graphique B** - mais il reste plus élevé en France pour des emplois en moyenne moins qualifiés (l'Allemagne qui a su depuis longtemps favoriser la formation professionnelle, ayant externalisé une partie de ceux-ci en Europe de l'Est...).

Graphique B : progression comparée du coût du travail (Les Echos/Eurostat)



Par ailleurs, autre particularité qui n'est pas sans conséquences sur le coût du travail, les français sont, au sein de l'OCDE, ceux qui passent en moyenne le plus long temps à la retraite (23 ans pour les hommes et 27 pour les femmes contre respectivement 17,5 et 22 pour l'OCDE), ce qui pose le difficile problème du financement du système de retraite (problème qui échappe « optiquement » au secteur public). En fait, derrière ces constatations, certains n'hésitent pas à mettre en cause l'ensemble de la société française qui aurait fait le choix implicite de travailler moins quitte à gagner moins pour plus de loisirs, rendant la mise en œuvre de vraies réformes politiquement difficiles voire impossibles.

Par rapport à nos principaux partenaires, la France reste à la traîne et ne parvient pas à redresser sa situation.

EUROPE : en grand danger

Avec une croissance de 1,5% en 2015 et 1,8% en 2016 plutôt en retrait sur les anciennes prévisions, la zone Euro entame une reprise encore faible et timide avec des situations assez contrastées. Ainsi la plupart des pays de la zone Euro maîtrisent leur déficit budgétaire en dessous de 3% du PIB à l'exception de la France (- 3,4%), de l'Espagne et de la Grèce (-3,6%) tandis que l'Allemagne prévoit un excédent (+ 0,5%) ; il en est de même pour la dette publique : 136% pour l'Italie, autour de 97% pour la France et l'Espagne alors que l'Allemagne et les Pays-Bas contiennent leur endettement (respectivement à 73% et 67%) ; quant à l'endettement grec, il reste un problème non encore résolu. Le commerce extérieur de la zone Euro demeure globalement largement excédentaire et devrait dépasser 230 milliards € en 2015 selon les estimations.

Dans ce contexte assez morose, le Royaume Uni affiche une croissance soutenue – autour de 2,3% en 2015 - un déficit public élevé – 3,7% - en voie de réduction grâce une rigueur budgétaire accompagnée de sévères coupes dans de nombreux secteurs : santé, éducation, retraites... (L'économie l'emporte sur le social), un endettement de près de 90% du PIB, un taux de chômage faible légèrement supérieur à 5% mais avec parfois des contrats de travail aux conditions médiocres ainsi qu'on l'a fait remarquer précédemment.

Mais, c'est surtout la difficulté voire l'incapacité de l'Europe à faire face aux multiples problèmes qu'elle rencontre qui la met en grand danger : crise financière de l'euro, crise des migrants, crise de la sécurité intérieure avec l'espace Schengen... Les failles de la construction européenne sont multiples : mise en place d'une monnaie unique sans contreparties, libre circulation sans contrôle des frontières, absence de vision commune sur l'accueil des étrangers... de même que les insuffisances sont aussi nombreuses : défense, politique étrangère... En fait, les Etats n'ont pas voulu se dessaisir de leurs prérogatives tandis que les institutions européennes donnent l'impression de se cantonner dans l'édition de normes tatillonnes sous-tendues parfois par certains principes dépassés comme celui du « marché pertinent européen » en matière de concurrence à l'heure de la mondialisation. La place est libre pour les appels au retour au nationalisme, à la sortie de l'Europe (mais comment sortir sans graves dommages de l'euro ?)... La mise en œuvre des réformes indispensables, souvent irréalisables quand elles exigent l'unanimité, le resserrement de l'union pour ne pas parler d'intégration ne semblent pas pour demain alors que l'année 2017 sera une année électorale dans plusieurs pays. De la montée des périls peut-on espérer un sursaut salutaire ?

ETATS-UNIS : un optimisme modéré

En relevant modestement d'un quart de point en décembre 2015 ses taux directeurs, la Réserve fédérale américaine a pris acte du retour de l'économie américaine vers une amélioration espérée stable. En effet, la croissance devrait se situer autour de 2,5/ 2,6% en 2015 comme en 2016, le chômage se stabiliser autour de 5% et l'inflation atteindre environ 1% en dépit du niveau bas des prix de l'énergie.

Si le signal largement anticipé, donné par la remontée des taux est clair, en revanche, aucune annonce n'a été faite par la FED en matière d'actifs. Certes les achats de titres ont été interrompus depuis l'an dernier mais aucune réduction du bilan de la banque centrale – 4 500 milliards \$ en décembre 2015, soit près de 25% du PIB (**Graphique C**) – n'est actuellement envisagée.

Graphique C : bilan comparé des banques centrales rapporté au PIB (en %)

(Les Echos/Standard Chartered)



Cette prudence s'explique largement par l'incertitude sur l'environnement économique. La hausse du dollar qui pourrait accompagner l'augmentation des taux si elle devait se poursuivre au cours de 2016 risquerait de pénaliser les exportations alors que le secteur manufacturier montre déjà des signes de faiblesse. Par ailleurs, il est difficile d'apprécier les conséquences pour l'instant faibles du signal donné par la FED sur les autres économies notamment émergentes, sur les marchés, sur le cours des matières premières... Notons qu'avec des taux directeurs autour de 0,25/0,50%, les taux d'intérêt sont loin d'atteindre un niveau « normal » que certains situeraient autour de 3 à 4%.

PAYS NON OCCIDENTAUX : le poids de la Chine

Rappelons que, sous cette rubrique, on a regroupé l'ensemble du monde à l'exception de l'Union Européenne et de l'Amérique du Nord (USA et Canada), c'est-à-dire des pays aux situations très diverses.

Pas de changements notables par rapport aux commentaires des précédentes notes. Néanmoins, l'économie chinoise mérite une attention particulière.

Au sein de l'Asie, « moteur de l'économie mondiale » pour de nombreux observateurs, la **Chine** occupe en effet une place prépondérante. Comme on le sait, avec un PIB de près de 15% du total mondial, elle se situe au 2^o rang et même selon certains calculs au 1^o rang en parité de pouvoir d'achat –PPA- tandis que ses échanges commerciaux atteignent autour de 12% du commerce mondial. Sa croissance semble ralentir de manière sensible à 6,5% par an, probablement plutôt autour de 5% pour de nombreux observateurs.

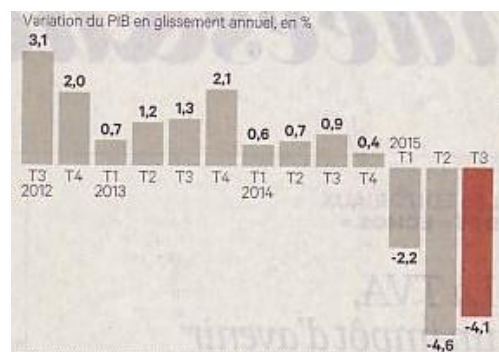
Pour faire face à ce ralentissement, des mesures de soutien ont été prises par les autorités du pays. Le 13^o plan quinquennal qui sera mis en œuvre à partir de 2016 confirme une réorientation vers la consommation interne et les services sous contrainte de la réduction des inégalités sociales, de la pollution et d'une modernisation des institutions et d'une économie qui repose actuellement sur une large collusion parfois problématique entre le monde politique et les dirigeants des grandes entreprises. Par ailleurs, le vieillissement de la population, conséquence de la politique de l'enfant unique, va entraîner à terme un alourdissement des charges sociales du fait de la prise en charge des seniors. Enfin, en voulant donner au renminbi un statut de monnaie internationale, les dirigeants chinois confirment leur intention d'orienter la Chine vers un modèle économique de pays développé au prix de nouvelles contraintes.

Tout ceci se répercute d'abord sur les voisins asiatiques mais aussi sur l'ensemble des pays émergents notamment du fait de la baisse des échanges commerciaux que ce soit de biens manufacturés (Corée du Sud, Taïwan...) ou de matières premières (Indonésie, Malaisie...). Les effets se font sentir également en Amérique latine : Brésil qui connaît une forte récession (baisse du PIB de 3% en 2015 et probablement de 1% en 2016), Venezuela... et en Afrique compte tenu de la dépendance de nombreux pays dans le commerce de matières premières avec la Chine. L'**Inde** paraît moins touchée et devrait croître à plus de 7% en 2015 comme en 2016.

Le **Japon** a une situation quelque peu contrastée. Le ralentissement a été net au cours des 2° et 3° trimestres de l'année 2015 (- 0,2% du PIB pour chacun de ces trimestres), ce qui devrait conduire à une croissance de seulement 0,6% pour 2015. Le taux de chômage est faible à 3,4% et le déficit commercial s'est réduit grâce au contre-choc pétrolier. Par ailleurs, la dévaluation du yen favorise non seulement les exportations mais aussi les revenus financiers des importants placements étrangers. Dans un pays dont la population vieillit et baisse (de 127,5 millions d'habitants en 2011 à 120,6 millions en 2030), la nécessité de favoriser l'épargne et de dégager des revenus est grande. En revanche, le déficit public est lourd, de l'ordre de 7% du PIB tandis que la dette publique, certes largement détenue par les résidents, dépasse 230% du PIB. Les perspectives pour 2016 paraissent un peu plus favorables.

La **Russie** connaît une récession spectaculaire (**Tableau D**) de l'ordre de - 4,0% du PIB en 2015 sous l'effet de la chute du cours des matières premières, particulièrement du pétrole et du gaz ainsi que des sanctions économiques.

Tableau D : La croissance russe (Les Echos)



Les conséquences sont lourdes pour la population : inflation élevée, réduction prévisible des dépenses sociales, augmentation des impôts... Les espoirs d'amélioration sont faibles pour 2016.

Dans l'ensemble, la situation des pays non occidentaux reste préoccupante dans le contexte actuel.

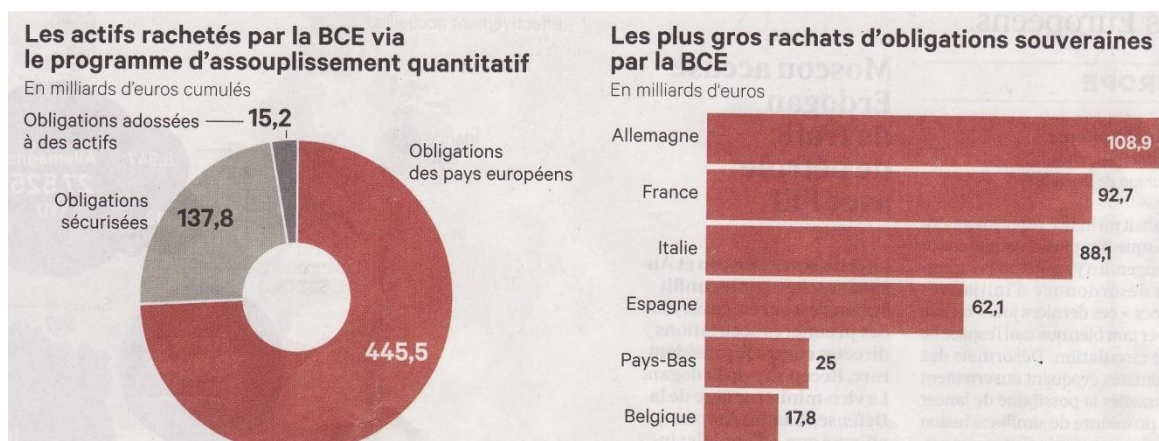
MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : une finance incertaine et instable

« Ce qui guide essentiellement les mouvements de marché aujourd'hui, ce sont les politiques monétaires... Cela a créé une situation de taux historiquement bas qui semble difficilement tenable sur le long terme....La nervosité est forte. Un accident de marché est possible à la suite d'une décision monétaire mal interprétée » : c'est ce que déclarait récemment le Président de l'Autorité des marchés financiers- AMF. Certains se demandent même si ce sont les banques centrales qui influencent les marchés ou si elles n'en sont pas quelque peu dépendantes par crainte de mouvements incontrôlables au grand profit de spéculateurs/traders. Faut-il dans ces conditions changer de politique monétaire mais est-ce possible et n'est-on pas entré dans un mécanisme dont il paraît difficile de se dégager ?

On a vu ainsi avec quelle prudence la FED avait commencé à remonter ses taux sans réduire son bilan. En revanche, la BCE poursuit sa politique de taux bas et d'assouplissement monétaire en espérant favoriser la reprise économique et finir par diminuer les pressions déflationnistes tout en constatant qu'aux USA comme en Europe l'inflation ne repart pas. Par ailleurs ces politiques monétaires divergentes ne risquent-elles pas, comme

certaines le craignent, d'accroître l'instabilité et la volatilité des marchés : écarts importants entre les taux « sans risque » américains et allemands, évolution de l'euro par rapport au dollar... Bien entendu, une politique de taux bas n'est pas une incitation à la rigueur budgétaire pour les pays les plus laxistes qui profitent des achats massifs des banques centrales – **Tableau E**.

Tableau E : actifs achetés par la BCE dans le cadre du QE (Les Echos/Bloomberg)



L'abondance des liquidités jointe à la volatilité pourrait entraîner des mouvements massifs sur les marchés en fonction des anticipations. Dans ces conditions, il devient périlleux de prévoir en 2016 l'évolution des marchés actions notamment en Europe où la reprise modeste, la crise de la gouvernance européenne, les poussées nationalistes, les menaces de sortie de l'UE...sont loin de porter à l'optimisme et incitent de nombreux observateurs à la prudence.

La politique monétaire a eu des conséquences sur la répartition financement de marché/crédit bancaire. Le financement de marché, profitant des taux bas, a jusqu'ici progressé régulièrement pour atteindre en France en septembre 2015 près de 40% des encours – **Tableau F**. Il n'est pas dit qu'avec la reprise des investissements notamment chez les PME, l'aplatissement de la courbe des taux,... cette tendance se poursuive.

Tableau F : répartition des encours en France (Les Echos/Banque de France)



Quant au projet d'Union bancaire qui concerne les 123 principales banques de la zone Euro, il tarde à voir le jour. Les deux premiers « piliers » à savoir le mécanisme de supervision unique pour veiller au respect des normes et le mécanisme de résolution unique en cas de défaillance semblent en bonne voie. En revanche, le troisième pilier : le mécanisme de garantie des dépôts qui créerait une mutualisation à travers un fonds de garantie européen rencontre l'opposition de l'Allemagne. La solidarité européenne n'est pas encore là.

Au total, un monde incertain, difficilement prévisible et sans pilote.