

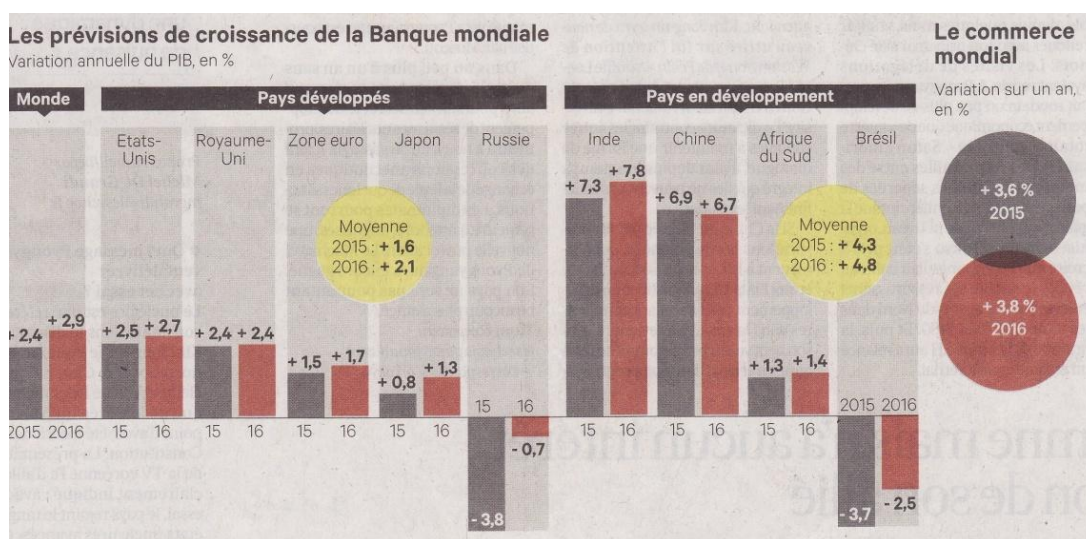
NOTES DE CONJONCTURE – MARS 2016

----0000----

ECONOMIE MONDIALE : une reprise fragile et incertaine

FMI, OCDE, Banque mondiale..., tous ces organismes tablent sur un taux de croissance de l'économie mondiale en 2016 au mieux de 3%, en légère progression sur 2015 (2,4%), mais en retrait par rapport aux prévisions antérieures. Ces médiocres perspectives touchent aussi bien l'ensemble des pays « riches » (2,1% en 2016 contre 1,6% en 2015) que les pays en développement (4,8% en 2016 contre 4,3% en 2015), l'Inde étant le principal pays significatif échappant à cette tendance. Le commerce mondial ne se montre guère plus dynamique, en progression de 3,8% en 2016 après 3,6% en 2015 – **Tableau A**.

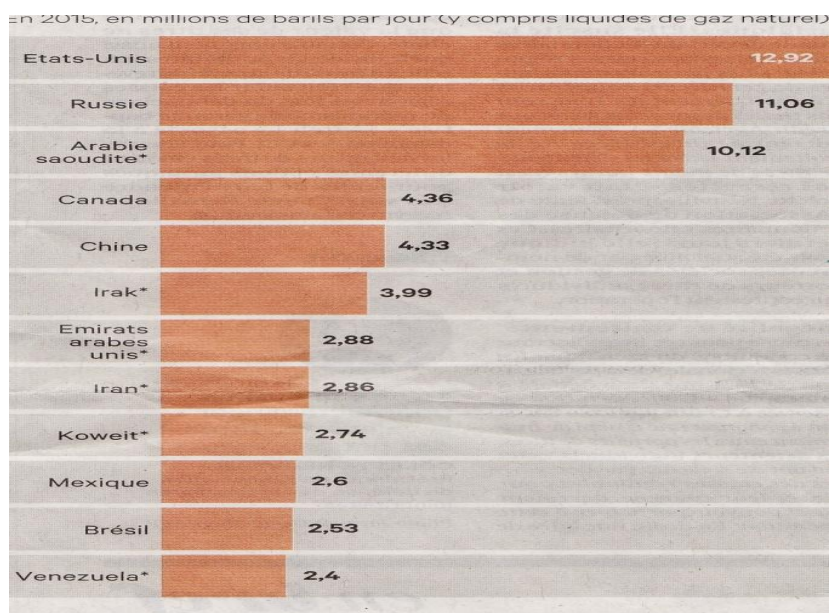
Tableau A : Prévisions de croissance (Les Echos/Banque mondiale)



De nombreux facteurs sont mis en avant, de manière parfois contradictoire, pour tenter d'expliquer cette situation : cours du pétrole, conjoncture chinoise et ralentissement des pays émergents, instabilité financière et endettement,...sans parler des nombreux risques géopolitiques : Moyen-Orient, crise de l'Europe, flux migratoires....L'alignement des planètes ne fait plus recette : ce qui était naguère favorable devient désormais néfaste. Les marchés financiers s'emparent de quelques indicateurs considérés comme des « pilotes » de l'économie : cours du brut, niveau des taux...pour expliquer leur grande instabilité.

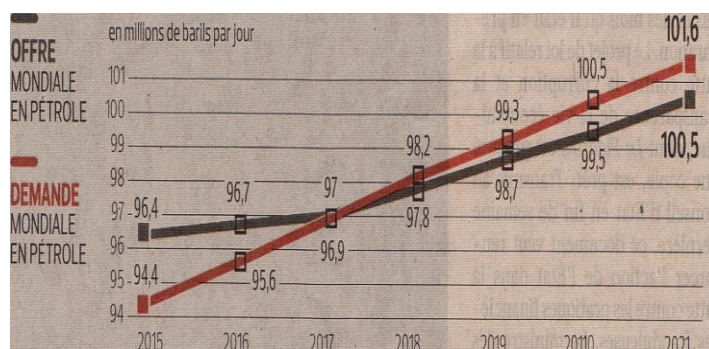
La baisse du cours du pétrole brut réduit le transfert de richesses vers les pays producteurs, ce qui est, en principe, favorable à la plupart des pays développés. Or son impact a eu un effet moins important que prévu sur la croissance mondiale. On sait que l'évolution du cours du pétrole ne résulte pas seulement de la loi de l'offre et de la demande mais aussi de considérations géopolitiques. Ainsi, l'Arabie saoudite exerce des pressions sur les autres producteurs, notamment « non conventionnels » (schistes, forages profonds...) aux coûts plus élevés, et sur les producteurs iraniens – **Tableau B** - pour conserver sa part de marché mais aussi pour des raisons politiques.

Tableau B : principaux producteurs de pétrole (Les Echos/Agence internationale de l'énergie)



Par ailleurs, en dépit du ralentissement chinois compensé certes en partie par l'Inde, de l'incidence des énergies renouvelables, ...la demande devrait continuer à progresser. Certains envisagent même après 2017 une tension en raison de la baisse sensible des investissements – **Graphique C**.

Graphique C : offre et demande de pétrole (Le Figaro/Agence internationale de l'énergie)



En attendant, l'effondrement des cours a eu de graves répercussions sur certains producteurs qui ont vu leurs ressources diminuer fortement : Russie, Amérique latine (Brésil, Venezuela, ...), Algérie... Un rebond des cours est néanmoins envisageable fin 2016/2017. Quoiqu'il en soit, si les fluctuations du brut répercutent en partie la situation économique, elles ne justifient pas à elles seules la forte volatilité des marchés financiers.

L'économie de la Chine dont on a du mal à mesurer l'ampleur du ralentissement en raison du manque de fiabilité des données statistiques et de certains risques potentiels difficiles à apprécier : endettement, cours du yuan... apparaît aussi comme responsable de la morosité actuelle. Ceci se ressent directement sur de nombreux pays émergents avec la baisse des cours des matières premières, qui avaient peut-être exagérément augmenté, et d'une manière plus générale, avec la réduction des échanges commerciaux. C'est donc tout une partie de l'économie mondiale qui est concernée.

La « sphère financière » a elle aussi, aux yeux de nombreux observateurs, une part de responsabilité. Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales : profusion de liquidités, taux bas... ne semblent plus avoir d'effets sensibles sur la consommation, l'investissement... et au total sur la relance de la croissance. Ces politiques ont-elles empêché le pire ou ont-elles eu des effets néfastes ? L'abondance des liquidités et l'importance de l'endettement ont-t-elles insuffisamment relancé l'économie réelle et l'investissement productif au profit du gonflement des actifs financiers ? Peut-on remonter les taux actuellement nuls voire négatifs, antiéconomiques, sans poser de difficiles problèmes aux débiteurs et entraîner des transferts de liquidités

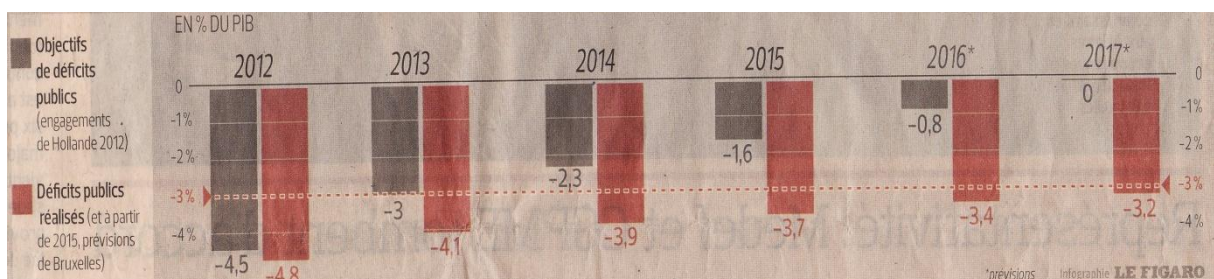
notamment aux dépens des pays émergents ? L'absence de coordination entre banques centrales ne contribue-t-elle pas à amoindrir les effets de leur politique qui doit aussi prendre en compte les conséquences sur le cours des devises avec un risque de guerre des changes et donc sur les exportations ? La polémique se répand entre les responsables des banques centrales dont les marges de manœuvre sont actuellement très étroites pour des résultats apparemment réduits et certains économistes très critiques (J. Stiglitz, F. Gordon, P. Artus...).

Toutes ces interrogations sans réponse évidente contribuent à créer un climat d'anxiété qui pèse sur les décideurs et les investisseurs d'autant plus que l'on est entré dans une ère de profonds changements : rôle du numérique... exigeant une meilleure formation des salariés, l'abandon des rigidités, un véritable dialogue social... A tout ceci s'ajoutent les conflits en cours à travers le monde, les prochaines échéances électorales dans plusieurs pays, le devenir de l'Europe, principale zone économique, dont il faudrait bien dessiner un nouvel avenir.

FRANCE : une situation insatisfaisante

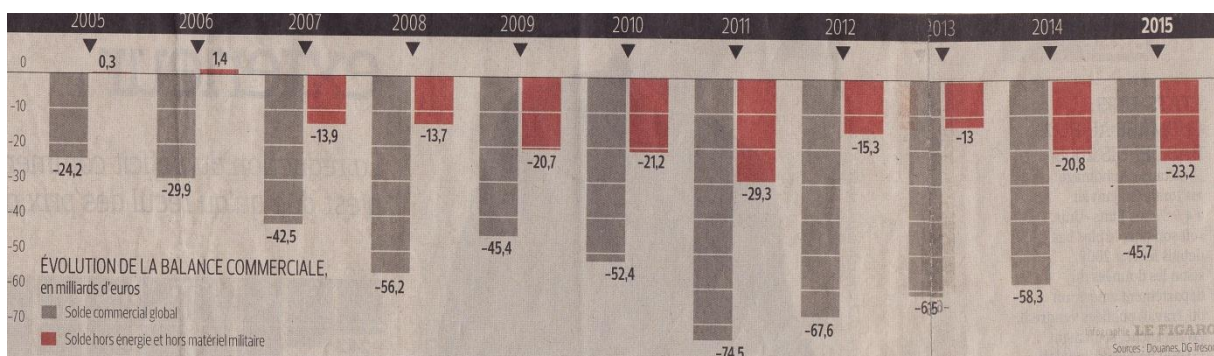
La prévision de croissance du PIB : 1,5% au plus en 2016 après 1,1% en 2015 est parfois mise en doute en raison même du ralentissement de l'économie mondiale accompagnée d'une menace de déflation touchant l'ensemble des prix (y compris les produits industriels, les services...). Ainsi l'inflation devrait se situer en France autour de 0,5/0,7% en 2016. Tout ceci ne va pas favoriser la réduction du déficit public, surtout en période électorale, alors que de nombreuses dépenses supplémentaires sont prévues : mesures de sécurité, opérations militaires extérieures, aides à l'emploi, à la formation, à l'agriculture... Après des années de dérapage des finances publiques (quelle qu'ait été par ailleurs la conjoncture), on voit mal comment la France va pouvoir respecter, une nouvelle fois, ses engagements de retour à l'équilibre budgétaire en 2017 – **Tableau D**. Rien ne semble avoir été fait pour redresser la situation : les dépenses sont certaines, souvent sous-évaluées, accentuées en période pré-électorale ; les recettes et économies espérées, surestimées et mal « documentées ». Ceci ne contribue pas à améliorer la position de la France dans les nombreuses négociations en cours.

Tableau D : Objectifs et réalisations de déficit public (Le Figaro)



Corrélativement, la balance commerciale reste toujours déficitaire dépassant 45 milliards € en 2015 en dépit de l'allègement de la facture pétrolière. La compétitivité insuffisante et le mauvais positionnement concurrentiel de nombreux produits français ne sont toujours pas corrigés. – **Tableau E**.

Tableau E : Evolution de la balance commerciale française (Douanes/Le Figaro) - en milliards € -



Dans ces conditions, la dette publique va s'accroître progressivement, atteignant en 2016 au moins 96,5% du PIB, tandis que l'inversion de la courbe du chômage ne peut être espérée à courte échéance (au mieux une stabilisation, hors mesures exceptionnelles que certains qualifieront de statistiques et artificielles).

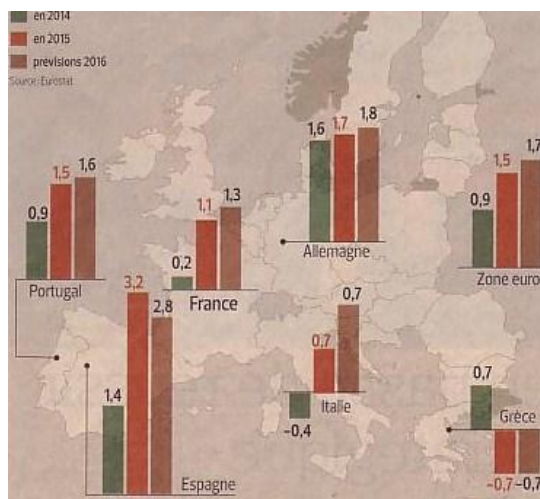
Quoi qu'il en soit, la légère amélioration de la conjoncture et les diverses mesures : CICE, pacte de responsabilité ...devraient inciter les industriels à accroître leurs investissements pour autant que cette relative embellie soit durable et que le moral s'y prête. Car comme on le répète à l'envi depuis des décennies, c'est dans tous les domaines que les réformes sont attendues : dépense publique, fiscalité, prestations sociales, droit du travail, mille feuilles administratif...tandis que de nouveaux problèmes que l'on n'a su ou pu prévenir se font jour : agriculture en difficulté*...Mais comment parvenir à faire aboutir ces réformes sans rencontrer l'opposition de tous les conservatismes pour ne pas parler d'archaïsmes ? L'abandon des privilèges accumulés au cours du temps est-il encore possible par les seules réformes ?

*voir la note jointe de Jean-Marc Boussard

EUROPE : un risque grandissant d'éclatement

Prise dans son ensemble, la croissance européenne s'améliore mais il se confirme que la reprise sera faible, fragile et inégale. Ceci est particulièrement vrai au sein de la zone Euro : + 1,7% pour le PIB en 2016, l'Allemagne et l'Italie affichant les meilleures performances – **Tableau F** – ainsi que la plupart des pays de l'ex-Europe de l'Est qui apparaissent attractifs.

Tableau F : évolution du PIB en % (Eurostat/Le Figaro)



La hausse du surplus commercial de la zone Euro (autour de 246 milliards € en 2016) imputable largement à l'Allemagne et à l'Italie pourrait rassurer alors qu'à l'inverse on note un ralentissement de la production industrielle, une insuffisance des investissements, une tendance à la déflation mais aussi une baisse de moral des industriels, même en Allemagne. Il n'apparaît pas certain que les récentes mesures de la BCE : maintien des taux à leur bas niveau et augmentation de 20 milliards € par mois des injections de liquidités suffisent à elles seules à relancer l'économie, comme l'admet son président.

De son côté, le Royaume Uni commence lui aussi à s'inquiéter. La croissance du PIB a été ramenée de 2,4 à 2% en 2016, le déficit public se résorbera moins vite qu'espéré (les prévisions à - 3% en 2016/2017 du gouvernement britannique paraissent très (trop ?) optimistes), l'endettement ne se réduira pas. La période pré-électorale et l'incertitude du référendum sur l'Europe ne portent pas à accroître les mesures de rigueur.

Dans ce contexte, les multiples appels à la relance tant économique que politique de l'Europe semblent bien vains tant les disparités économiques, sociales, politiques, culturelles...sont grandes. Celles-ci apparaissent dès qu'un problème délicat se pose surtout s'il nécessite l'unanimité des membres. Faut-il rappeler, à nouveau, les problèmes migratoires et la position de l'Europe face à la Turquie, l'Angleterre et le Brexit, les négociations

avec les USA sur le Traité Transatlantique, le statut d'économie de marché accordé à la Chine pour ne pas parler des nombreuses autres questions strictement économiques et financières déjà évoquées dans les notes précédentes. L'Europe parfois considérée comme un « ventre mou » paraît ainsi sans ligne directrice, sans volonté nette... De plus, avec la période préélectorale dans plusieurs pays, il paraît bien difficile d'espérer un sursaut et une politique commune à l'heure ou au contraire les nationalismes refont surface.

ETATS-UNIS : une prudente stabilité

La situation de l'économie américaine paraît actuellement stable mais avec une tendance à la baisse si l'on en croit les dernières prévisions de la FED : croissance en retrait inférieure à 2,5%, chômage à moins de 5%, inflation plutôt en hausse. Dans ces conditions, la Réserve Fédérale a renoncé à relever en mars ses taux directeurs renvoyant à plus tard l'éventualité d'une hausse. Ceci est justifié par la très grande fragilité de l'économie mondiale ainsi que par l'extrême nervosité et l'instabilité des marchés financiers. Par ailleurs, quelques inquiétudes se font jour notamment du côté des entreprises qui semblent actuellement dans l'expectative avec des investissements faibles. Toutefois certains observateurs se montrent plus optimistes pour 2016. Au total, en cette période pré-électorale, l'économie américaine est en attente et quelque peu incertaine dans le contexte international actuel.

PAYS NON OCCIDENTAUX : une morosité générale

Le Japon a enregistré un ralentissement accentué de son économie à la fin de 2015. Même en espérant un rebond de la consommation, la reprise devrait être plutôt modeste en 2016. La relance prévue par la mise en œuvre des « abenomics » n'est pas au rendez-vous. L'économie japonaise souffre, en particulier, des faiblesses de son environnement : les exportations ont ralenti tant vers les pays proches que vers le reste du monde. Une politique monétaire accommodante (injection de liquidités, taux négatifs...) sera-t-elle suffisante ?

Dans l'ensemble, les pays émergents éprouvent de nombreuses difficultés : ralentissement mondial, cours des matières premières, instabilité financière, poids de la dette...

La situation économique de la Chine avec une croissance officielle de son PIB autour de 6,5% par an, fait l'objet de multiples commentaires et même de doutes. On a déjà évoqué (voir notes de conjoncture de décembre 2015) les nombreuses évolutions, réformes... nécessitées par le contexte économique et social que le pouvoir doit mettre en œuvre pour réussir une transition sans mettre en cause la stabilité politique et la prééminence du parti.

Plusieurs points particuliers attirent l'attention des observateurs. Tout d'abord, la politique de développement volontariste menée jusqu'ici s'est traduite par une profusion d'investissements dans tous les secteurs ayant entraîné de larges surcapacités très pénalisantes surtout dans l'industrie lourde. Ainsi les taux d'utilisation certes difficiles à évaluer seraient de l'ordre de 70% dans l'acier, 65 à 70% dans le raffinage... ce qui se traduit par des restructurations, des fermetures d'unités les plus obsolètes, des suppressions d'emplois, obligeant de nombreux secteurs à pratiquer une politique de dumping (voir notamment le cas de l'acier) pour maintenir les exportations. A noter que la situation particulière de la Chine au sein de l'OMC s'achevant fin 2016, la Chine réclame le bénéfice du statut d'économie de marché sur lequel on peut s'interroger : les européens sont divisés en fonction de leurs intérêts nationaux. Par ailleurs, le financement des investissements a nécessité un lourd endettement aggravé par le soutien à la consommation faisant craindre une augmentation des risques bancaires. La Chine ne sera-t-elle pas tentée de pratiquer une politique de change qui favorise ses exportations bien qu'elle s'en défende ?

L'Inde affiche toujours une croissance dynamique de l'ordre de 7 à 7,5% par an dont le gouvernement ne cache pas la fragilité. Comme pour la Chine, le pays pourra-t-il supporter durablement ce niveau de développement ?

Touché par le contexte mondial, la baisse du cours des matières premières, la corruption... le Brsil a du mal à sortir de la récession dans laquelle le pays plonge actuellement.

Dépendant à plus de 50% des produits énergétiques pour ses recettes budgétaires, s'efforçant de soutenir divers secteurs en difficulté comme l'automobile, maintenant ses dépenses de défense à un niveau élevé (environ 4% du PIB), la Russie peine à relancer son économie tout en bénéficiant pour l'instant d'une relative stabilité sociale s'appuyant sur le sentiment national.

Prises globalement, les perspectives des pays non occidentaux ne paraissent pas, elles non plus, actuellement très encourageantes.

MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : l'incertitude demeure

Les grandes tendances des marchés : instabilité, volatilité...restent identiques à celles décrites précédemment, aggravées par la persistance des craintes concernant l'économie mondiale et les risques géopolitiques. L'expectative des principales Banques centrales est manifeste tandis que la peur d'un krach, d'une panique financière déclenchée par un accident de marché – voire par « un battement d'ailes de papillon » - semble sous-jacente. En réalité, si la situation économique est médiocre - tout en notant qu'il n'y a pas actuellement de récession mais une reprise faible et fragile - c'est du côté de la sphère financière que le danger paraît le plus prégnant : taux anormalement bas, liquidités, banques centrales apparemment incapables de revenir à des situations plus normales face à un surendettement mondial difficile à résorber et pour ne pas perturber la reprise...ce qui fait douter de leur capacité d'intervention au cas où surviendrait une éventuelle crise.

Les récentes mesures prises d'une part par la FED de ne pas bouger ses taux, d'autre part par la BCE d'élargir son assouplissement monétaire (QE) de 20 milliards d'euros par mois le confirment bien. Au total, selon certaines estimations, environ 700 milliards € auront été injectés par la BCE et plus de 3 500 milliards \$ par la FED (pour ne pas parler de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre) apparemment surtout dans la sphère financière et non au profit de tous les consommateurs pour relancer l'économie, comme le réclameraient les tenants de l' « helicopter money » !

Dans ce contexte anormal, on ne peut s'étonner de l'instabilité des marchés actions et obligations. Ainsi le CAC 40 a perdu plus de 15% sur les six premières semaines de 2016 pour effacer ensuite courant mars la majeure partie de ses pertes. : l'indice de la peur (VIX) reste élevé ! On comprend qu'il soit bien malaisé de faire des pronostics raisonnables et fondés.

Les banques n'échappent pas à ce climat de crainte. C'est ainsi que l'on met en avant le faible niveau des taux défavorable à la marge sur les crédits, les risques de portefeuille sur certains secteurs (pétrole, énergie...), le durcissement de la réglementation en matière de fonds propres...pour ne pas parler des changements propres au métier : numérique, banque en ligne...Les valeurs bancaires ont largement plongé tandis que les investisseurs institutionnels ne peuvent que s'inquiéter eux aussi du niveau des taux.

Le monde de la finance n'est pas à la fête !

En cas de crise économique mondiale grave, quelles mesures et par qui?

----0000----