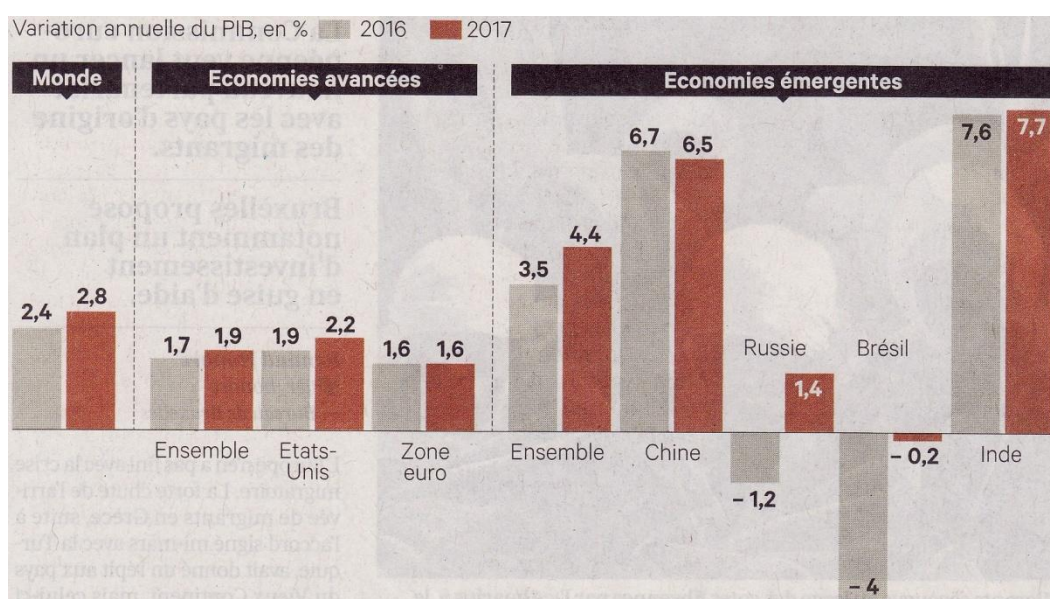


NOTES DE CONJONCTURE – JUIN 2016

----0000----

ECONOMIE MONDIALE : croissance en baisse, risques en hausse

Les derniers indicateurs de la situation économique mondiale avaient été revus à la baisse, avant même le brexit. Les prévisions de la Banque mondiale ci-dessous – **Tableau A** – (plutôt plus pessimistes que celles du FMI ou de l'OCDE) montrent une croissance en 2016 et en 2017 respectivement de 2,4% et 2,8% pour l'économie mondiale, de 1,7% et 1,9% pour les économies avancées et de 3,5% et 4,4% pour les économies émergentes.

Tableau A : prévisions de croissance (Banque Mondiale/Les Echos)

De manière objective, l'économie mondiale prise dans son ensemble semble certes échapper à la récession et continuer à croître lentement mais se trouve néanmoins dans une situation quelque peu problématique.

On notera, tout d'abord, des différences sensibles entre pays. Ainsi, les Etats-Unis et le Royaume Uni (avant le brexit) présentaient les meilleurs taux de croissance ; à l'inverse, la Russie, le Brésil étaient en récession ; la France, l'Italie, le Japon restaient à la traine. Si l'économie mondiale paraissait sortie de la grave crise des années 2008/2009, on constate, d'année en année, que les prévisions sont en retrait. Les politiques économiques et financières mises en œuvre ne sont pas coordonnées et souvent non coopératives, les conséquences de facteurs favorables mis en avant (pétrole, taux...) ont été décevantes, les niveaux de croissance sont insuffisants pour éviter les déséquilibres, permettre un développement harmonieux entre pays notamment avancés et émergents et éviter un risque de grave récession en cas de problèmes provenant d'une crise comme c'est le cas actuellement avec la sortie du Royaume Uni de l'Union européenne.

Corrélativement, cette situation économique a entraîné une baisse du prix des matières premières, qui aurait atteint en moyenne de l'ordre de 38% en 2015 pour les principales ressources naturelles selon le dernier rapport Cyclope, après, il est vrai, un cycle haussier accentué entre la crise de 2008 et 2014: ceci a mis en difficulté de nombreux pays producteurs, souvent émergents.

Une concertation mondiale permettant une relance de l'économie, des échanges et des investissements, assortie d'une régulation du système financier et d'une coordination monétaire, par exemple au sein du G 20 et de l'OMC, apparaît actuellement utopique. Bien au contraire, les craintes, les difficultés, les déséquilibres notamment commerciaux poussent à des réactions protectionnistes s'appuyant sur le développement des tendances populistes et des replis identitaires. Dans ces conditions, on voit mal, par exemple, la conclusion d'un accord commercial transatlantique alors que certains réclament une politique plus protectionniste en Europe dont les marchés sont ouverts face aux pratiques de leurs partenaires commerciaux (Chine, USA...). Avec la multiplication des tensions géopolitiques, la croissance des flux migratoires, les divergences au sein de l'Europe, on risque d'aller vers une désolidarisation, une régression du mouvement européen voire une dislocation de l'Europe et, au total, peut-être une forme de « dé-mondialisation » ?

A l'opposé de cette tendance, des études récentes qui resteraient à confirmer et à préciser affirment qu'un ensemble d'environ 150 firmes multinationales notamment financières plus ou moins reliées entre elles et « interconnectées » constitueraient une véritable galaxie complexe avec leurs satellites représentant de l'ordre de 60% du chiffre d'affaires mondial et exerçant une domination de l'économie mondiale sans disposer toutefois de pouvoirs régaliens : ceci resterait à vérifier.

Ainsi, dans le secteur du numérique, quatre entreprises américaines, les GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazon) détiendraient une véritable hégémonie dans le domaine du numérique et des données : elles chercheraient à étendre leur pouvoir en se diversifiant vers de nouveaux domaines : intelligence artificielle (Facebook), énergie solaire (Google)...voire les services publics et échapperaient aux régulations étatiques : fiscalité, droit...(bitcoin et autres monnaies parallèles, réseaux divers, contrôle et stockage généralisé des données et des informations privées...). Mais les évolutions rapides qui ont permis l'émergence de ces entreprises « high tech » ne risquent-elles pas de les atteindre elles-mêmes, ce qui expliquerait leurs tentatives de diversification ?

Au total, une dé-mondialisation ou une autre forme de mondialisation sont-elles en cours? Les changements sont d'une telle nature que, peut-on penser, seuls ceux qui sauront surmonter les blocages et les crispations nostalgiques pour créer ou accompagner ces changements échapperont à un déclin inévitable.

FRANCE : une éclaircie

Au vu des indicateurs du 1^{er} trimestre 2016, la situation économique de la France paraissait en légère amélioration. Mais ceci doit s'apprécier par rapport aux autres pays notamment européens et ne pas masquer les faiblesses structurelles du pays.

En effet, la France va - un peu - mieux. Selon le chiffre de la croissance du 1^{er} trimestre : + 0,6% du PIB soit 2,6% en variation annualisée, on devrait pouvoir tableer sur une croissance annuelle de l'ordre de 1,6 à 1,7% en 2016. Au cours des trois premiers mois de l'année, la consommation des ménages a progressé de 1%, les investissements des entreprises de 2,4%, les créations d'emplois ont dépassé 40 000 à 50 000 laissant espérer à terme une légère baisse du chômage de catégorie A (sans aucune activité) à moins de 10% de la population active (France métropolitaine) même si les derniers chiffres sont moins favorables : il s'agit bien là de facteurs internes dont on pourrait même espérer la poursuite qui risque d'être perturbée par le brexit.

S'il faut effectivement saluer ces bons indicateurs, en revanche, sans jouer les rabat-joie, on ne peut oublier qu'ils ne portent pour l'instant que sur un trimestre et qu'ils doivent être relativisés. Ainsi,

- Le chômage recule mais moins vite qu'ailleurs et reste à un niveau élevé comparé notamment à l'Allemagne et au Royaume Uni. Par ailleurs, le chômage de longue durée ne se réduit pas (1,2 million de personnes) – **Tableau B** – ce qui conduit pratiquement à une exclusion du marché du travail pour les chômeurs de longue durée avec les conséquences sociales qui en résultent.

Tableau B : chômage de longue durée (INSEE/Les Echos)

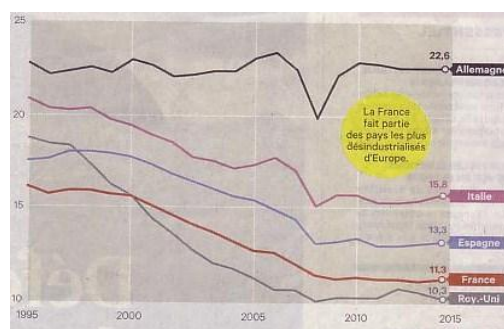


Comme le soulignait le FMI, ce chômage élevé serait pour une bonne part structurel et non conjoncturel résultant en particulier de l'insuffisance de qualification mettant en cause le système éducatif. De plus, la complexité et les contraintes du code du travail, le climat social...pèsent sur l'emploi, sur la compétitivité des entreprises françaises comparée à celle des voisins et donc sur la croissance. On notera enfin que les Français travaillent moins que leurs voisins : en moyenne 1646h par an à temps plein contre 1776h en Italie, 1845h en Allemagne, 1874h en Grande Bretagne. La productivité mise parfois en avant ne saurait combler ces écarts (jours de congés, absences diverses....).

- Le déficit extérieur a pesé négativement à hauteur de 0,7% sur le taux de croissance. Ainsi qu'on l'avait déjà souligné précédemment, depuis près de dix ans, le commerce extérieur reste déficitaire et son retour à l'équilibre hors énergie ne paraît pas immédiat traduisant les faiblesses de l'économie comparée à nos partenaires en termes de coût, d'innovation, de positionnement des produits...Selon l'assureur Euler-Hermès, le déficit devrait même s'accroître légèrement en 2016.
- Si « l'alignement des astres » (énergie, taux, devise) a contribué pour environ 0,6% à l'amélioration de nos performances, en revanche, l'INSEE a chiffré de l'ordre de 0,4% du PIB l'effet négatif des hausse des prélèvements. En dépit de ces ponctions élevées, le déficit public ne se résorbe qu'insuffisamment et reste supérieur à la moyenne européenne alors que des dépenses nouvelles en cette période électorale vont peser sur les finances entraînant une surcharge évaluée au début de juin 2016 à au moins 4 milliards € alors que de nouvelles dépenses exceptionnelles se profilent à l'horizon pour 2017. Le poids important de la dette publique (plus de 97% du PIB, rappelons-le) est une lourde menace potentielle particulièrement en cas de relèvement des taux.
- La complexité administrative, l'instabilité dans tous les domaines notamment social... ne contribuent pas à l'attraction d'un pays dont l'industrie recule régulièrement en terme relatif – **Graphique C**.

Graphique C : industrie manufacturière

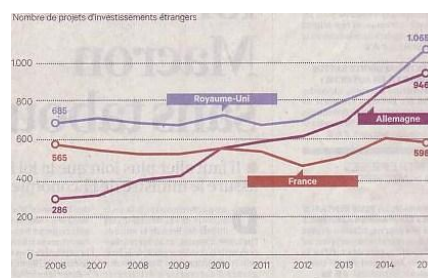
en % de la valeur ajoutée (Eurostat/Les Echos)



Graphique D : attractivité comparée

en nb de projets d'investissements étrangers

(EY/Les Echos)



Certes les gains de productivité, l'externalisation de certaines activités notamment de services...expliquent en partie cette évolution qui est due aussi aux délocalisations, à la perte de compétitivité....Par ailleurs l'attractivité se dégrade selon une étude (quelquefois discutée mais reposant

sur des faits objectifs) – **Graphique D** : des entreprises importantes se délocalisent tout au moins au niveau des sièges sociaux et de certains services à forte valeur ajoutée, des compétences de haut niveau quittent un pays qui a du mal à attirer des diplômés qualifiés étrangers.

L'éclaircie récente ne doit pas masquer les problèmes fondamentaux de la France qui ne pourront être résolus que par des réformes et des efforts admis et consentis par la majorité du pays. Celui-ci va, pour l'instant, un peu mieux mais il est loin d'aller bien et la situation va se compliquer avec les problèmes de l'Union européenne.

EUROPE : quel devenir ?

La situation de l'ensemble de l'Europe est dominée par les conséquences du référendum britannique. Le vote pour la sortie de l'Union européenne a été acquis avec une nette majorité, quelles qu'en soient les conditions, et sa remise en cause paraît difficile à imaginer même si certains envisagent cette sortie aux calendes grecques. En attendant, sur le plan concret, c'est une longue période de transition et d'incertitude qui s'est ouverte. En effet, on ne connaît :

- ni l'agenda de ce divorce qui dépend de la demande de mise en œuvre de « l'article 50 » à l'initiative du Royaume Uni, ce que certains dirigeants politiques repoussent après 2016 ;
- ni le calendrier des négociations de sortie, de la durée de cette période de transition ;
- ni le contenu des accords ultérieurs qu'il sera indispensable de négocier pour assurer les relations UE/RU (en supposant que le Royaume Uni n'ait pas lui-même éclaté) avec des conséquences lourdes.

Dans l'immédiat, le Royaume Uni reste juridiquement membre à part entière de l'UE qu'il sera censée présider à la mi-2017, situation quelque peu paradoxale, alors qu'il annonce d'ores et déjà des mesures notamment fiscales destinées à défendre ses intérêts.

Un tel processus de sortie pourrait s'étaler sur de nombreuses années engendrant une période d'instabilité et de tensions d'autant plus grandes que les enjeux sont importants entre l'UE et le RU, au sein même du RU avec un risque d'éclatement, entre les membres de l'UE dont les politiques et les intérêts ne concordent pas, ce dont les Britanniques sauront jouer pour mieux faire valoir leurs propres intérêts. Sur le plan politique, cela aboutira-t-il à terme à une reconstruction indispensable de l'Union européenne et à une plus grande cohésion, à la constitution d'un noyau dur, à un éclatement avec la sortie de plusieurs membres....alors qu'actuellement aucune vision stratégique commune n'apparaît entre les dirigeants politiques des principaux pays affaiblis politiquement, en pré-période électorale face à un électorat divisé : rien de rassurant mais ce n'est pas le lieu ici d'en discuter.

Pour rester dans les domaines économique et financier, les réactions ont été parfois émotionnelles et extrêmes tandis que les marchés faisaient preuve d'une très grande nervosité.

Avant le brexit, ainsi qu'on l'avait indiqué dans les notes précédentes, les perspectives de l'économie, plutôt médiocres, semblaient se stabiliser pour l'Europe dans son ensemble et notamment pour la zone euro, avec une croissance du PIB autour de 1,6 à 1,7% en 2016 comme en 2017, inférieure à la moyenne des économies avancées et, en particulier, des Etats-Unis. Ces prévisions seront à revoir à la baisse mais il est trop tôt pour avancer des chiffres fiables.

C'est d'abord au Royaume Uni que les effets récessifs seront les plus importants en raison :

- de la période d'incertitude de toutes natures, du choc de confiance, de la durée de la période de transition....qui va peser sur la confiance des ménages, sur l'activité des entreprises et sur leurs investissements, sur les perspectives pour les investisseurs étrangers ;
- de la dépréciation de la livre vis-à-vis des autres devises étrangères accentuée par la dégradation de la dette, ce qui va enchérir le coût des importations, relever l'inflation et donc diminuer le revenu disponible des ménages. Certes, en contrepartie, les exportations britanniques devraient être stimulées mais ceci va dépendre des rapports qui vont s'établir entre partenaires commerciaux ;

- des conséquences sur la City quand on sait le poids direct et indirect de la finance dans l'économie britannique ;
-

Bien entendu, les effets ne seront pas immédiats tandis que les modalités et le caractère plus ou moins amiable de la sortie pèseront lourdement. D'ici là, le chiffrage des effets récessifs est incertain : alors que les prévisions tablaient sur une croissance du PIB du Royaume Uni de l'ordre de 2 % du PIB en 2016 et 2017, il semble raisonnable de baisser cette prévision autour de 0,8 à 1 point pour l'année 2016 et 2017 (les plus pessimistes ramenant même la croissance à 0,3/0,5% du PIB en 2016 et 2017).

Tout ceci se répercutera par de multiples canaux sur l'ensemble du continent européen et notamment sur la zone euro par le biais des échanges (à titre d'exemple, certains estiment à 0,4% la baisse des exportations françaises due à une dépréciation de 10% de la livre par rapport à l'euro) et du tourisme, par les flux d'investissements qui seront différés voire annulés, par l'incidence sur la sphère financière... Les effets mécaniques mais aussi le déficit de confiance entraîneront à la baisse le taux de croissance.

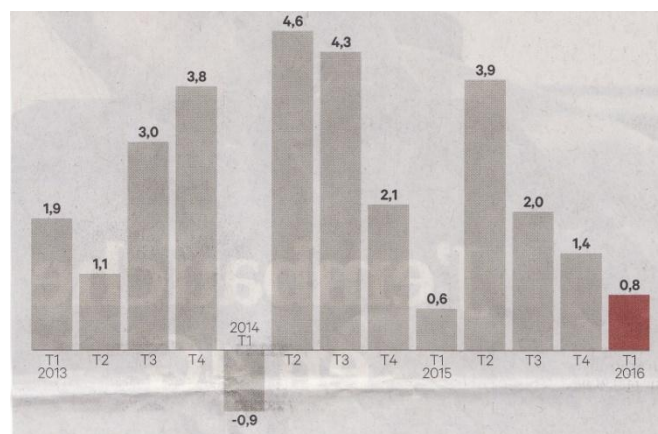
L'Europe qui doit défendre ses intérêts dans le cadre des négociations avec ses autres partenaires comme la Chine ou les USA est entrée dans une zone de turbulences qui risque de l'affaiblir par rapport au reste du monde.

ETATS-UNIS : ralentissement et incertitude

Il paraît bien malaisé de discerner l'évolution actuelle de l'économie américaine. Celle-ci n'a pas échappé au ralentissement général de l'économie mondiale signalé précédemment mais, avec un taux de croissance du PIB de l'ordre de 2% en 2016 et 2017 selon la plupart des prévisions, les USA font mieux que beaucoup de pays développés.

Néanmoins, la croissance du 1^{er} trimestre 2016 a été médiocre – autour de 0,8% - et s'inscrit dans une tendance de décroissance – **Tableau E**.

Tableau E : variation trimestrielle du PIB en % annualisé (Bloomberg/Les Echos)



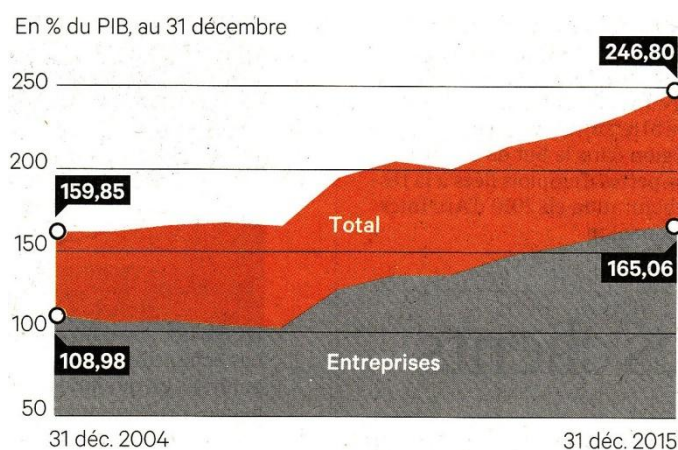
Certes les statistiques ponctuelles sont souvent révisées et peu significatives mais divers signes poussent à s'interroger : la consommation a été médiocre, le commerce extérieur, peu dynamique dans le contexte mondial défavorable, la productivité serait en baisse tout en notant que sa mesure est délicate avec l'essor des nouvelles technologies, les profits de nombreuses entreprises sont en baisse, les créations d'emplois décevantes. D'un autre côté, l'économie américaine semble plutôt bien résister, la stabilisation apparente de l'économie chinoise (voir ci-dessous), la tendance à la remontée récente du cours du pétrole... apportent certains apaisements. Au final, les Etats-Unis sont-ils en train d'aborder une phase de ralentissement ou ne s'agit-il que d'une faiblesse passagère ? On comprend les hésitations de la FED.

PAYS NON OCCIDENTAUX : une inquiétude généralisée

La situation des pays producteurs de matières premières, particulièrement les pays émergents, suscite de sérieuses inquiétudes chez tous les observateurs (FMI, OCDE, Banque mondiale) même si un début de stabilisation a pu être noté récemment, notamment pour le pétrole. La Banque mondiale souligne, de plus, le danger potentiel dû à l'accroissement de l'endettement privé afin de soutenir l'activité des entreprises du secteur des matières premières qui tiennent souvent une place essentielle dans l'économie de nombreux pays.

Alors qu'un certain pessimisme paraît prévaloir aux yeux des observateurs, la situation de la Chine semble se stabiliser avec un taux de croissance de l'ordre de 6,5 du PIB : le risque d'un atterrissage brutal est actuellement écarté. Ceci résulte, à la fois, d'une politique monétaire accommodante et d'une politique de change préservant les positions commerciales du pays en maintenant la place du yuan comme monnaie internationale. Bien entendu, à plus long terme, les risques subsistent. En particulier, la dette chinoise – y compris privée – s'accroît régulièrement pour atteindre environ 250% du PIB dont plus de 160% pour la dette des entreprises – **Graphique F** : de nombreux prêts bancaires sont considérés à risque avec toutes les conséquences pour le système financier.

Graphique F : dette chinoise (Bloomberg/Les Echos)



Par ailleurs, la Chine qui souhaite obtenir le statut d'économie de marché, est de plus en plus obligée de recourir à des pratiques commerciales contestables pour maintenir un niveau minimum d'activité à ses industries lourdes : le cas de l'acier est caractéristique – **Tableau G**. Comme on peut le voir, la production chinoise représente près de 8 fois celle du Japon, 2^e producteur mondial, tandis que ses exportations dépassent 1,25 fois la production totale des USA : les enjeux et conflits sont latents.

Tableau G : l'acier chinois (World Steel Asso/Le Figaro)

TOP 10 DES PRODUCTEURS D'ACIER EN 2015			TOP 10 DES EXPORTATEURS D'ACIER EN 2015		
PAYS		EN MILLIONS DE TONNES	PAYS		EN MILLIONS DE TONNES
1	Chine	804	1	Chine	98
2	Japon	105	2	Japon	35
3	Inde	89	3	Inde	25
4	États-Unis	79	4	Ukraine	17
5	Russie	71	5	Brésil	10
6	Corée du Sud	70	6	Corée du Sud	9
7	Allemagne	43	7	Pays-Bas	4
8	Brésil	33	8	Taïwan	4
9	Turquie	31	9	Autriche	3
10	Ukraine	23	10	Belgique	3

De son côté, l'Inde maintient son activité à un niveau élevé entre 7,5 et 8% du PIB

En revanche, les prévisions concernant l'économie du Japon ne sont guère optimistes : croissance du PIB de 0,5% en 2016, proche de 0 en 2017 avec un déficit budgétaire de l'ordre de 7% du PIB, une dette publique de 230%. Les résultats décevants des « abenomics » dans un contexte mondial défavorable ne permettent pas d'envisager une sortie prochaine du marasme économique actuel.

La récession économique du Brésil devrait être moins profonde en 2017 qu'en 2016 (proche de 0 en 2017 contre - 4% du PIB en 2016) : la crise politique aggravée par les scandales de corruption ne contribue pas à l'amélioration de la situation.

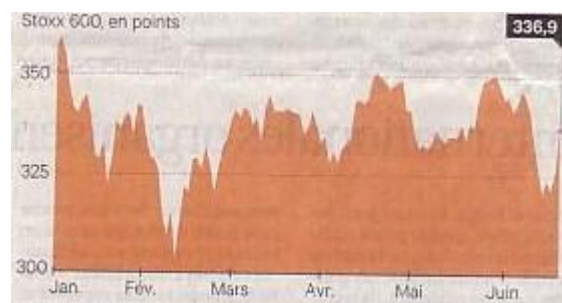
Enfin, la Russie enregistrerait une baisse de son PIB de -1,2% en 2016 mais pourrait espérer un retour à une modeste croissance en 2017 en fonction de l'évolution des cours du pétrole, de l'incidence des sanctions économiques.....

La situation des pays non occidentaux ne s'aggrave pas mais reste, elle aussi, bien incertaine.

MARCHES DE CAPITAUX ET INSTITUTIONS FINANCIERES : en expectative

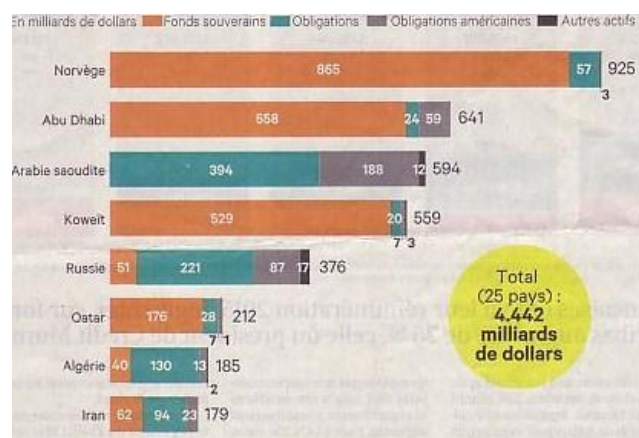
Les fluctuations des marchés ont été importantes depuis le début de l'année, comme le montre le **Graphique H** de l'indice des actions européennes. L'évolution du cours du pétrole, les craintes sur l'avenir de l'Union européenne...en ont été les principales explications. Tout a été prétexte pour accentuer la volatilité des marchés.

Graphique H : actions européennes en 2016 (Merryl Lynch/Les Echos)



Avant même les résultats du référendum au Royaume Uni, des capitaux avaient quitté la place de Londres à titre de précaution. D'une façon générale, les investisseurs cherchant des placements sûrs se sont tournés vers les emprunts d'états, largement américains mais aussi allemands et même japonais participant ainsi à la baisse des taux. On notera également que la chute du cours du pétrole a provoqué une diminution des réserves financières très largement arrimées au dollar des pays producteurs qui disposeraient encore, selon certaines informations, de plus de 4 400 milliards \$ - **Tableau I** - plus ou moins rapidement mobilisables pour répondre à leurs besoins.

Tableau I : réserves des principaux pays producteurs pétroliers (Deutsche Bank)



Tout ceci n'est guère favorable à la plupart des institutions financières qui craignent les effets des taux bas et d'un éventuel durcissement des règles de solvabilité. C'est particulièrement vrai pour les assureurs qui sont appelés à revoir leur modèle économique. Comme le rappelait récemment l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), « les taux bas agissent comme un poison dont les effets sont inéluctables même s'ils n'apparaissent que lentement ».

Bien entendu, le brexit a créé un choc violent sur la sphère financière. Une fois passées les réactions épidermiques (en une journée, la capitalisation boursière mondiale aurait perdu plus de 2000 milliards \$), quelles conséquences peut-on envisager ?

Tout d'abord, le climat d'incertitude et la durée probable de la période de transition vont encore accroître la volatilité des marchés au gré des péripéties des négociations qui ne manqueront pas de se produire. Ce sont les valeurs boursières les plus exposées aux relations UE/RU qui seront les plus concernées : secteur automobile...et bien entendu, secteur financier.

Ensuite, c'est l'avenir de la City qui est en jeu. Certes, Londres gardera une place prééminente que les Autorités britanniques vont vouloir conserver à tout prix. Tout dépendra des tractations qui vont s'engager, notamment sur le « passeport européen ». Celui-ci permet aux banques anglaises d'accéder sans restriction au marché continental et de traiter toutes les opérations financières en euro alors que la Grande-Bretagne ne fait pas partie de la zone euro (la Cour européenne de Justice avait donné tort, très curieusement, à la BCE qui s'y opposait pour des raisons compréhensibles de stabilité financière). Ceci pourrait entraîner le départ des chambres de compensation installées à Londres. On sait qu'elles assurent et garantissent la bonne exécution des contrats financiers en euro (selon certaines estimations, de l'ordre de 100 000 milliards € par an). Les conséquences seraient lourdes en termes d'emplois, de profits...pour la place de Londres.

C'est là un enjeu crucial de négociations qui ne pourra se régler en un instant mais en attendant, l'incertitude sera grande sur les activités financières installées à Londres : banques d'investissement, gestionnaires d'actifs et de patrimoine, assurances et même banques de détail... qui pourraient être tentées d'anticiper un environnement moins favorable et commencer à rapatrier progressivement une partie de leurs implantations vers la zone euro où la compétition sera ouverte pour les récupérer.

Les enjeux en cours sont considérables.

---0000---

Croissance en baisse, risques en hausse : le brexit ajoute une lourde incertitude notamment pour l'Europe.
