

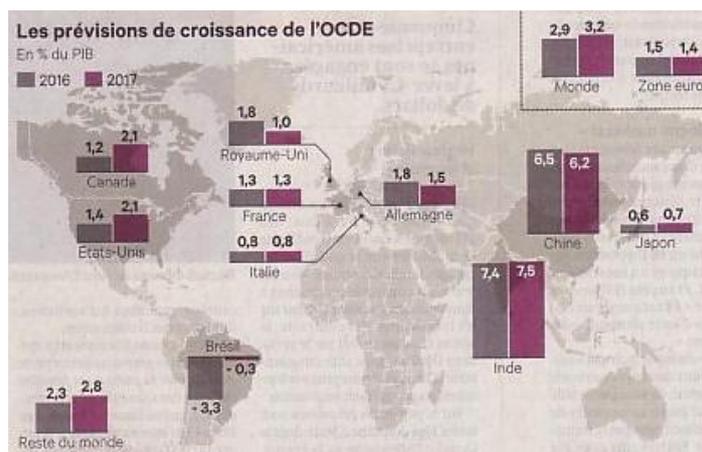
**NOTES DE CONJONCTURE – SEPTEMBRE 2016**

----0000----

**ECONOMIE MONDIALE : croissance molle et expectative**

Les perspectives de l'économie mondiale présentées précédemment n'ont guère évolué sinon plutôt à la baisse.. La croissance mondiale devrait se maintenir au mieux autour de 3% par an, entre 1,5 et 2% pour les pays développés pris dans leur ensemble, 1,5% pour la zone euro, l'économie chinoise se stabilisant avec un taux de l'ordre de 6,5% par an – **Tableau A** – tandis que l'on constate un net ralentissement des échanges mondiaux.

**Tableau A : prévisions de l'OCDE (OCDE/Les Echos)**



Globalement, c'est donc la morosité qui domine. Selon la directrice du FMI, « la croissance est depuis trop longtemps trop lente et pour trop peu », ce qui donne indirectement du poids aux tenants de la stagnation séculaire tandis que les tendances “populistes “ appellent à la prise de mesures protectionnistes et au repli sur soi. On sait que les politiques économiques et financières des principaux pays ne sont pas coordonnées, que l'insuffisance de la croissance et les déséquilibres entre pays : commerce extérieur, endettement, réformes structurelles, .... ne portent pas à la coopération, que les taux d'intérêt bas présentent des risques financiers...

Quelques points particuliers retiennent attention .C'est tout d'abord la situation de la Chine du fait de son poids, d'une part dans la contribution à la croissance mondiale - pour environ 1/3 selon le FMI - , d'autre part dans le commerce international dans lequel ce pays tient la première place et représente autour de 14% des exportations mondiales devant les USA (9%) et l'Allemagne (8%) – **tableau B** -

**Tableau B : principaux pays exportateurs en 2015 (OMC/Les Echos)**



Or ceci risque à terme de poser de sérieux problèmes car les réorientations en cours de l'économie chinoise auront des répercussions sur l'économie mondiale, sur l'ensemble des marchés, notamment de matières premières comme on vient de le constater, sur les produits industriels avec la montée en gamme des industries chinoises et donc sur l'activité et l'emploi des pays industriels alors que le statut d'économie de marché de la Chine est contesté.

Corrélativement le développement du numérique, de l'intelligence artificielle, plus généralement toutes les formes d'innovation pourraient permettre aux pays développés de conserver leur avance et leur compétitivité mais à condition d'avoir engagé préalablement les efforts de formation, d'adaptation du marché du travail, de souplesse sans maintenir les rentes de toutes natures : rentes de capital, de situation, de statut...pour permettre leur mise en œuvre : vaste programme qui nécessite des réformes profondes, "structurelles" de longue haleine qui ne porteront effet qu'à moyen ou long terme. Or de nombreux pays: USA, Italie, France, Allemagne... après le référendum britannique du printemps dernier se trouvent en période électorale : le temps et les arguments du politique ne sont pas ceux de l'économie alors qu'il faudrait redonner de la confiance et de l'espoir pour redynamiser l'économie et investir.

A plus long terme, les évolutions démographiques ne seront pas non plus sans conséquences. D'ici à 2050, la population de l'Inde augmenterait de 400 millions dépassant celle de la Chine qui diminuerait du fait de sa politique de natalité. Globalement, la population de l'Afrique (2,4 milliards d'habitants en 2050, soit le quart de la population mondiale) progresserait de 1,3 milliard dont 130 millions pour l'Afrique du Nord face à une Europe continentale en léger recul (autour de 730 millions d'habitants). La pression migratoire sur le vieux continent accentuée par la différence des niveaux de vie risque d'être irrépressible avec toutes les conséquences que les faits récents laissent imaginer dans tous les domaines : faut-il y anticiper la fin d'un (vieux) monde ?

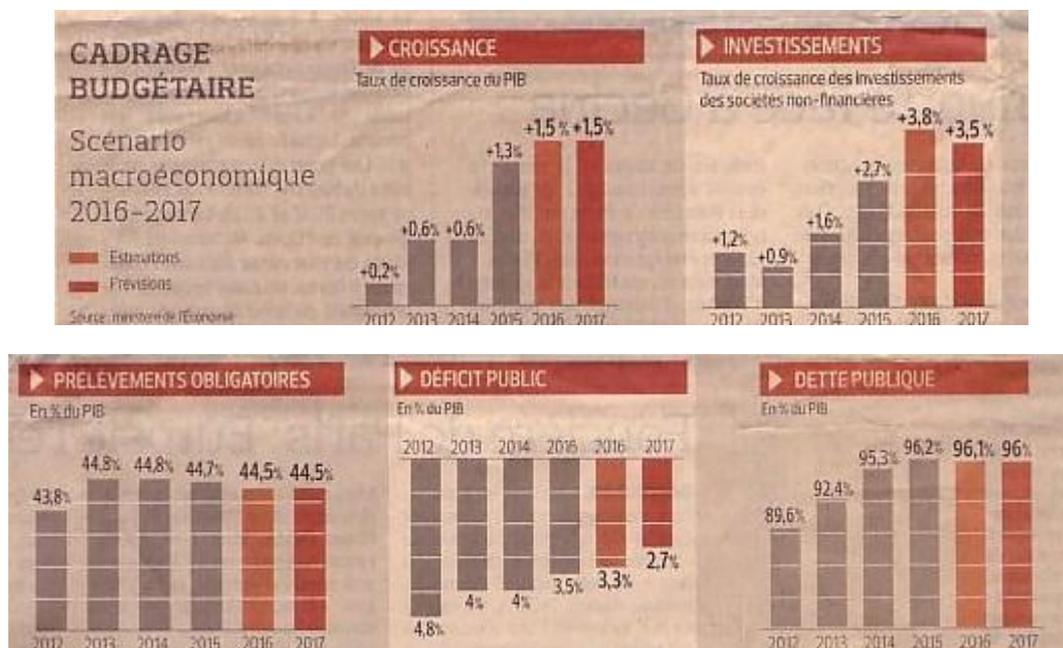
Des changements profonds sont en cours mais s'y prépare-t-on ?

## **FRANCE : ça va mieux ?**

Le récent cadrage budgétaire et les échéances électorales ont été l'occasion de présenter la situation économique de la France. Au-delà des données statistiques et comptables dont on sait les imperfections et les biais, peut-on dire que cela va mieux en France, affirmer même que cela va bien notamment par comparaison avec d'autres pays et en tirer des projections ?

Est-ce que cela va mieux ? Le **Tableau C** ci-dessous présente les données gouvernementales du cadrage budgétaire.

**Tableau C : données du cadrage budgétaire** (Ministère de l'Economie/Le Figaro)



Jusqu'en 2016, le taux de croissance s'est redressé mais à un niveau faible : 1,3% en 2016; les investissements ont repris ; les prélèvements obligatoires n'ont pas diminué tandis que la dépense publique représente près de 56% du PIB en continuant de croître en valeur absolue et que le déficit public incluant une part de déficit structurel s'est maintenu à plus de 3% du PIB en dépit de certains artifices; la dette publique n'est pas réduite.

Par ailleurs, le chômage ne commence à décroître que lentement au-dessous de 10% : la création d'emplois dans le secteur privé reste modeste; le déficit commercial ne baisse que légèrement en dépit du cours favorable de l'euro, du prix du pétrole et des matières premières en général. Au total, quelques points timides d'amélioration.

Est-ce que cela va bien et avec quelles perspectives ?

La croissance en France reste trop faible pour redonner un véritable dynamisme à l'économie et recréer suffisamment d'emplois. Dans une zone euro qui connaît une croissance molle, la France se situe au-dessous de la moyenne, en retrait par rapport à l'Allemagne, aux Pays-Bas, à l'Espagne sans parler des USA et du Royaume Uni avant brexit mais toutefois mieux que l'Italie. Avec un taux de croissance prévu au plus de 1,3% (1,5% selon le gouvernement), les perspectives pour 2016 et 2017 sont médiocres d'autant que la consommation des ménages, notamment en biens durables, et les investissements des entreprises tendent à ralentir.

Le taux de prélèvements obligatoires de l'ordre de 45% du PIB, un des plus élevés de l'Union européenne du fait d'une addiction fiscale continue, pèse lourdement sur l'activité et la consommation. Quant au déficit public, sa réduction au-dessous de 3% du PIB en période électorale suscite de sérieux doutes avec de simples "coups de rabot" en l'absence d'une politique résolue de diminution des dépenses publiques. Ceci joint à un endettement qui viendrait de dépasser 98% du PIB, difficilement supportable à terme en cas de remontée des taux, place le pays dans une position inconfortable pour engager de vraies réformes structurelles jusqu'ici toujours repoussées.

Le déficit commercial qui avait tendance à se réduire grâce à des facteurs conjoncturels favorables se creuserait à nouveau, comme le reconnaît le Secrétaire d'Etat au commerce extérieur face à un excédent allemand et même italien. Quant au chômage, son amélioration devrait à terme au mieux rester modeste dans le contexte économique actuel. Le cumul déficit public, prélèvements élevés, déséquilibre commercial durable, endettement public important, chômage élevé ...place la France dans une situation peu flatteuse au sein de la zone euro et difficile à gérer.

Au-delà de ces indicateurs, essentiellement comptables pour certains, bien d'autres sujets parfois plus qualitatifs seraient à prendre en compte : réformes structurelles notamment du marché du travail qui sont largement engagées dans les pays voisins, modernisation de l'appareil productif : numérisation, robotisation,..., fonctionnement du système d'éducation et de formation au bilan peu flatteur, simplification administrative et du "mille-feuilles", réduction des dépenses publiques...Et pourtant la France dispose d'atouts à valoriser : infrastructures, démographie, capacité innovatrice...si l'on veut éviter que les activités nouvelles et de start-up se développent aux USA, que les activités financières se transfèrent au Royaume Uni comme les activités industrielles en Allemagne et productrices dans les pays à coûts salariaux faibles... L'instabilité et le manque de confiance pèsent sur les acteurs économiques. Faut-il espérer un changement de cap après les élections présidentielles de 2017 ?

### **EUROPE : sans perspectives encourageantes**

Par comparaison avec les autres grandes zones économiques : Amérique du Nord, Asie...l'Europe apparaît comme une région déprimée qui s'interroge sur son devenir.

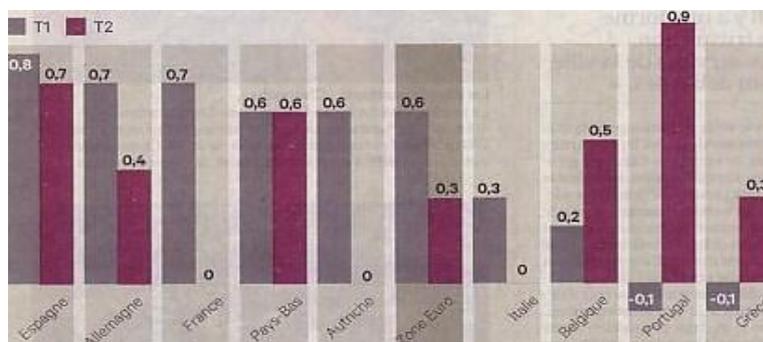
La sortie prochaine du Royaume Uni de l'Union européenne a aggravé le climat d'instabilité et d'incertitude. Certes, jusqu'ici, sur le plan économique, le brexit n'a pas encore fait sentir ses effets : en 2016, la croissance du PIB se situera encore autour de 1,8% (contre 2% précédemment) ayant bénéficié en particulier dans un premier temps de la baisse de la livre mais les conséquences récessives devraient être sensibles à partir de 2017 avec un taux de croissance de l'ordre de 1%. En fait, tout va dépendre des conditions dans lesquelles les négociations vont s'engager. Mais d'ores et déjà, les premiers effets commencent à se faire sentir sur les partenaires commerciaux de la Grande Bretagne et sur les investisseurs étrangers dont certains ont gelé leurs projets tandis

que d'autres étudient leur réimplantation sur le continent. Dans le domaine des services financiers, les nouvelles conditions à négocier, notamment concernant le passeport européen, risquent d'être déterminantes.

La zone euro connaît déjà une faible croissance : décélération générale de la consommation des ménages et des investissements, atténuation des effets positifs de la baisse de l'euro et du pétrole dont le prix pourrait repartir à la hausse .... Elle se situerait en moyenne autour de 1,5% en 2016/2017 avec des inégalités selon les pays –

**Tableau D -**

**Tableau D : croissance de la zone euro au 1<sup>o</sup> semestre 2016** (Eurostat/Les Echos)



Aucun rebond n'est attendu dans l'immédiat : incertitude sur le devenir même de la zone, conséquences du brexit, échéances électorales, crise migratoire... tout ceci contribue à une perte de confiance et alimente le débat sur l'avenir de la monnaie unique qui n'a pas réussi – mais était-ce possible avec les structures et les règles existantes – à assurer une convergence entre les économies des divers pays, d'où le souhait fortement exprimé par certains : populistes, économistes comme Joseph Stiglitz... de sortir d'un euro inadapté à des situations de plus en plus divergentes. Faut-il desserrer le carcan du déficit budgétaire ainsi que le souhaitent un certain nombre de pays du "club Med" qui ne parviennent pas à maîtriser leurs dépenses publiques (France, Espagne, Grèce...) et portent de plus un endettement élevé ou au contraire maintenir des politiques dites de rigueur conformément à la plupart des pays "vertueux" d'Europe du Nord prenant exemple sur les performances de l'Allemagne, première puissance économique de la zone : croissance élevée même si elle commence à faiblir d'autant que ce pays devrait être le premier touché par le brexit (1,8% en 2016, 1,5% en 2017), excédent public, surplus commercial important (+ 250 milliards € en 2015 contre un déficit de 45 milliards € pour la France), faible endettement (autour de 70% du PIB contre plus de 98% pour la France), situation de plein emploi...

L'avenir de l'Europe et tout particulièrement de la zone euro est en jeu.

### **ETATS-UNIS : attentisme**

Au cours du 2<sup>o</sup> trimestre de 2016, la croissance du PIB a été médiocre : + 0,3% par rapport au trimestre précédent, +1,2% sur un an. Au total, sur l'ensemble de 2016, l'OCDE prévoit un taux modeste de 1,4% qui devrait remonter à 2,1% en 2017. Faut-il y voir une confirmation du ralentissement évoqué précédemment expliquant ainsi l'attentisme de la FED qui a laissé ses taux inchangés ? Certes, l'inflation se rapproche de 2% et globalement la situation de l'emploi est redevenue satisfaisante mais, dans ce domaine, les statistiques ont été ponctuellement décevantes en août dernier dans un contexte international médiocre et dans une période électorale incertaine... ce qui pousse les entreprises à différer leurs projets d'investissement. Pour la plupart des observateurs, aucun changement d'attitude de la Réserve fédérale n'est à attendre avant, au mieux, la fin de l'année.

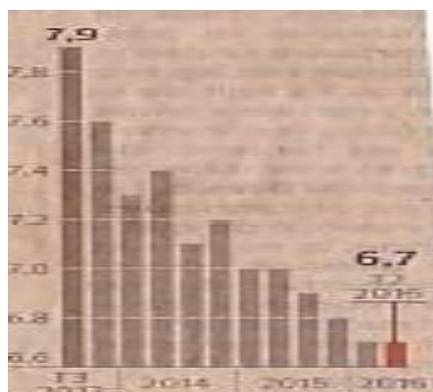
Remarquons, par ailleurs, que les relations des USA avec leurs partenaires économiques notamment européens ont tendance à s'assombrir alors que la balance commerciale du pays devient de plus en plus déficitaire (- 630 milliards \$ en 2015), d'où les tentations protectionnistes. Par ailleurs, le brexit, les difficultés du traité transatlantique..., les conflits avec quelques grandes multinationales américaines en Europe, notamment pour des raisons fiscales, les soupçons "d'indiscrétions" de la part de divers organismes, les risques consécutifs à l'utilisation du dollar dans certaines transactions commerciales (Iran), l'exterritorialité d'application des lois

américaines assortie en cas de procès de lourdes amendes (voire de risque d'incarcération pour certains dirigeants),...tout ceci contribue à établir un climat de défiance peu favorable au développement des affaires.

## **PAYS NON OCCIDENTAUX : le poids de la Chine**

En Chine, les derniers indicateurs confirment une stabilisation avec une croissance du PIB autour de 6,5 à 6,7% en rythme annuel au cours du 2° trimestre de 2016 – **Tableau E** -

**Tableau E : croissance du PIB de la Chine en %** (Bloomberg/Le Figaro)



Deux facteurs ont contribué principalement à cette tendance : d'une part, la progression de l'investissement due très largement à l'investissement public (+21,4%) sur les huit premiers mois de l'année alors qu'à l'inverse l'investissement privé stagne, d'autre part, la reprise de la consommation intérieure qui avait précédemment fait preuve de faiblesse. Néanmoins, il faut se garder d'un optimisme excessif. En effet, la restructuration de l'économie nécessitée par la réduction indispensable des surcapacités, l'envolée des dettes des entreprises notamment publiques, ...ne vont pas permettre le maintien d'un niveau élevé d'investissements : le ralentissement de l'industrie chinoise paraît inéluctable, ce qui se répercutera sur le reste de l'économie. Par ailleurs, l'évolution du commerce extérieur pourrait être moins favorable avec la baisse de la demande et les politiques anti-dumping. Certes, les autorités chinoises ont su jusqu'ici maîtriser la situation mais les perspectives à terme sont incertaines.

L'économie du Japon reste stagnante : le PIB n'a enregistré qu'une très faible croissance de 0,2% en rythme annuel au cours du 2° trimestre de 2016 et, selon l'OCDE, les prévisions tablent sur une progression au mieux de 0,6 à 0,7% en 2016 comme en 2017 avec une inflation faible, des taux d'intérêt négatifs, un commerce extérieur faiblissant, une population vieillissante. Au total, l'optimisme n'est pas en vue : c'est pourquoi le gouvernement japonais vient d'adopter un plan de soutien de 250 milliards € en espérant une relance de l'activité.

L'Inde a une économie dynamique et maintient son taux de croissance autour de 7,5% par an. Après une baisse de son PIB de - 3,3% en 2016, le Brésil avoisinerait un taux proche de zéro en 2017. Quant aux pays producteurs de matières premières et notamment de produits pétroliers, ils devraient enregistrer une amélioration progressive, ce qui serait favorable à de nombreux pays émergents dont profiterait également la Russie.

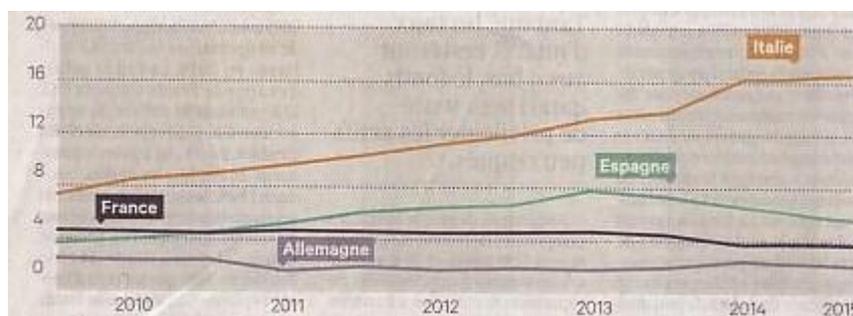
## **MARCHES DE CAPITAUX ET INSTITUTIONS FINANCIERES : risque de perturbations**

Après le brexit qui a conduit à accroître l'incertitude et la volatilité des marchés, de nombreux prévisionnistes avaient anticipé de fortes perturbations. Or, jusqu'ici, il n'en a rien été : le choc a été absorbé- le brexit n'ayant pas encore produit d'effets sensibles - et les places européennes ont rebondi. L'été a été calme dans l'ensemble, et la rentrée de septembre prédite comme troublée ne l'a pas été. Qu'en sera-t-il pas la suite ? Nul ne peut avoir de certitude. Les données restent les mêmes : conjoncture médiocre, politique monétaire de taux bas, attentisme

de la FED...Les élections (USA, Italie...) auront, bien entendu, un impact. Toutefois, ce calme apparent peut être bousculé par le moindre événement.

A ce propos, une crainte importante provient, en Europe, comme signalé précédemment, de la politique de taux bas pénalisante pour de nombreuses institutions financières : banques, assurances vie...Elle affaiblit en particulier le système bancaire qui doit se réorienter et chercher de nouvelles sources de revenus : ceci n'a pas été naguère sans conséquences. Dans plusieurs pays, la situation d'un certain nombre d'établissements est difficile : en Espagne, en Italie où les banques sont pénalisées par de lourdes créances douteuses - **Graphique F** -

**Graphique F : taux comparé de créances douteuses en % de l'encours** (Eurostat/Les Echos)



en Allemagne (Commerzbank et tout particulièrement Deutsche Bank aux prises avec un risque de lourdes pénalités)... Même certaines banques britanniques touchées par le ralentissement économique et la baisse des taux sont affaiblies. Tout ceci a contribué à la forte chute en bourse des valeurs bancaires d'autant que certains craignent que de graves difficultés d'une banque systémique comme la Deutsche Bank ait des conséquences sur l'ensemble du système bancaire et sur l'économie alors que l'intervention des Etats dans le sauvetage des banques est rendue difficile avec les nouvelles règles en vigueur au sein de l'Europe.

Avec la sortie du Royaume Uni de l'UE, la réorganisation des places financières européennes va être un nouvel enjeu lourd de conséquences surtout pour Londres. Selon certaines estimations, le secteur financier qui représenterait plus de 10% du PIB britannique pourrait fortement se contracter. En effet, l'accès au marché unique grâce au "passeport européen" et donc à toutes les transactions financières (notamment à la compensation) en zone euro, privilège exorbitant pour un pays qui ne fait pas partie de l'euro, pourrait être remis en cause par le brexit, entraînant le déménagement au moins partiel de certains établissements financiers (sans parler de l'Autorité Bancaire Européenne qui a son siège à Londres). Quelles seront les places continentales qui en profiteront tout en notant que Londres devrait conserver néanmoins sa première place mondiale ?

Bien des changements voire des perturbations sont à prévoir.

---000---

En conclusion, une situation économique au ralenti actuellement en attente.

\_\_\_\_\_