

## NOTES DE CONJONCTURE - MARS 2014

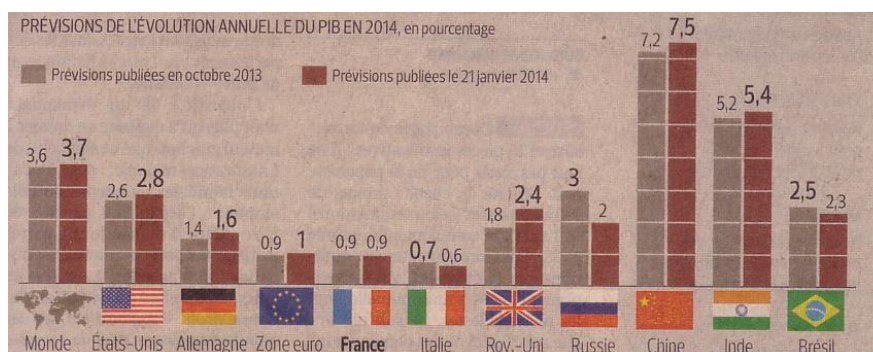
----000----

**ECONOMIE MONDIALE : sans changement notable sauf crises graves**

Les dernières prévisions pour 2014 et 2015 confirment les tendances précédentes, à savoir une croissance du PIB respectivement à 3,7% et 3,9% pour l'économie mondiale, à 2% et 2,3 % pour les économies avancées, plus de 5% pour les économies émergentes, c'est-à-dire une croissance de l'activité essentiellement imputable à quelques pays comme la Chine autour de 7,5%, à la reprise globale aux USA : 2,8 à 3 %, mais avec des pays émergents incertains tandis que, dans son ensemble, l'Europe reste atone dépassant à peine 1% en 2015 - **Tableau A.**

**A – Prévisions d'évolution du PIB en 2014**

Le Figaro/FMI



Ces prévisions revues régulièrement sont-elles fiables compte tenu des multiples incertitudes de toute nature tant économiques que politiques ? Si les craintes immédiates dues à la révision des politiques monétaires accommodantes et à la déflation sont moins sensibles, les risques concernant l'endettement excessif de nombreux pays, les dérapages budgétaires, l'insuffisance des progrès de productivité, les problèmes sociaux liés au chômage et aux inégalités grandissantes...demeurent. A ceci s'ajoutent les conséquences potentielles de la multiplication des conflits : Ukraine, Moyen-Orient, Mer de Chine, Afrique...dont les répercussions imprévisibles peuvent être lourdes de conséquences en raison même de l'interconnexion entre zones économiques et de l'utilisation possible des sanctions économiques.

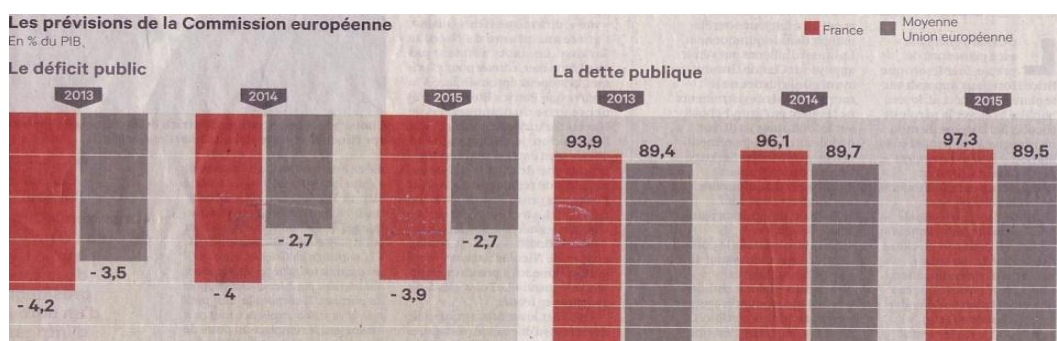
Les ajustements souvent non significatifs de tendance à court terme sont parfois exagérément commentés alors que les projections à moyen terme sont peu analysées et discutées. Le directeur du département économique de l'OCDE reconnaissait récemment les erreurs de prévision à répétition communes à de nombreux organismes (OCDE, FMI, Commission européenne...) et soulignait en même temps le conformisme des prévisionnistes souvent trop optimistes peut-être par crainte du caractère auto-réalisateur de certaines prévisions défavorables. Les modèles sont souvent peu adaptés aux changements intervenus dans le monde et bien incapables d'anticiper des ruptures ou des événements graves à faible probabilité mais aux conséquences difficiles à évaluer alors qu'il est plus facile d'extrapoler une tendance. Si les prévisions sont nécessaires, la modestie reste de mise.

## FRANCE : sous surveillance renforcée

En France, le début de l'année a été difficile et les principaux indicateurs économiques ne sont guère favorables. L'optimisme relatif du Gouvernement n'est pas partagé par la Commission européenne qui a placé la France sous surveillance renforcée – **Tableau B**

### **B – Déficit et dette publique**

*Les Echos/Commission européenne*



La consommation marque le pas : + 0,1% en 2013, + 0,6% prévu en 2014 tandis que l'investissement continue à reculer dans l'industrie : - 7% en 2013, - 2 % en 2014 en notant que les investisseurs étrangers semblent éviter le pays. Certes, le taux de chômage se serait stabilisé à la fin de 2013 selon l'INSEE mais à un niveau élevé et sans perspective d'amélioration sensible. La France peut-elle continuer à afficher durablement de mauvaises performances : déficit budgétaire, déficit des échanges extérieurs, chômage, faible compétitivité et taux de marge dégradé des entreprises... - **Graphique C**

### **C – Commerce extérieur français**

*Douanes françaises*



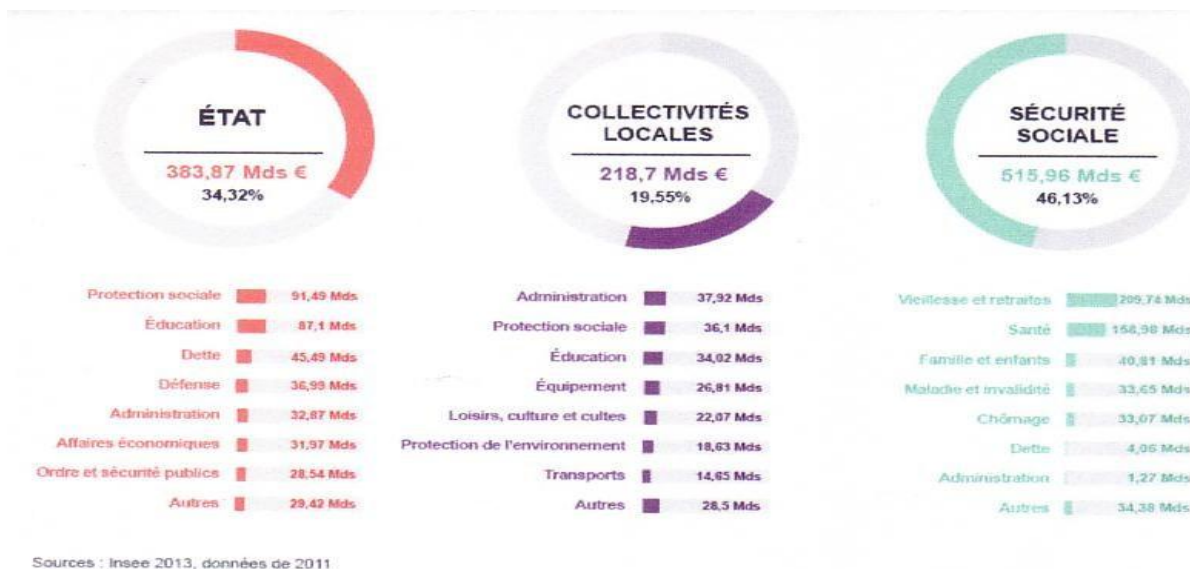
Il semble que le gouvernement soit conscient que cette situation ne peut perdurer. Des mesures fortes sont proclamées : pacte de responsabilité, réduction des dépenses publiques, amélioration de la compétitivité, allègement du coût du travail, simplification administrative.... Mais leur concrétisation certes délicate se fait encore attendre et leurs effets ne seront pas immédiats. Le doute s'installe tant dans le pays qui, selon les sondages, perd le moral que chez nos partenaires notamment européens, ce qui ne contribue pas au redressement.

La réduction des dépenses publiques est une première urgence : ces dépenses s'élevaient à plus de 1 100 milliards € en 2011 selon la répartition indiquée dans le **Tableau D** ci-après entraînant un déficit de l'ordre de 75 milliards € en notant la charge de la dette : 45 milliards € (4% des dépenses) malgré des taux d'emprunt peu élevés qui risquent de ne pas durer. On remarquera, par ailleurs, que les dépenses de personnel et de fonctionnement représentent près de 60% des dépenses de l'Etat et de 50% de celles des collectivités locales.

Toute réduction significative touchera inévitablement les postes importants : le personnel de l'Etat et des collectivités ainsi que les dépenses sociales, ce qui ne sera pas sans conséquences politiques et sociales.

## D – Dépenses publiques

Portail du Gouvernement

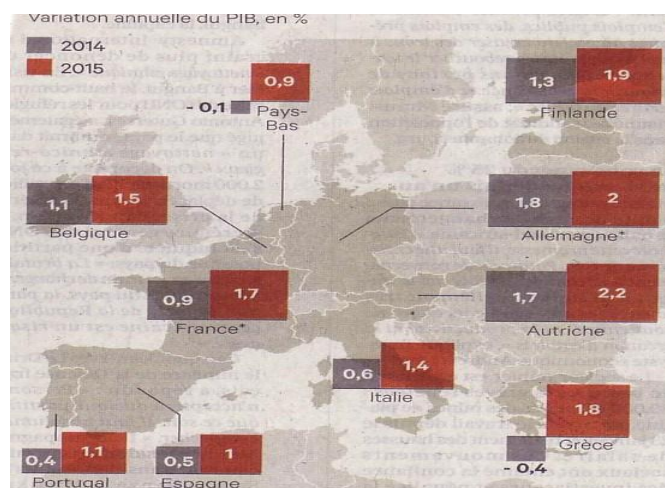


## EUROPE : une reprise atone dans la zone Euro

La zone Euro s'achemine globalement vers une reprise modérée de 1 à 1,2% en 2014, 1,5% en 2015 avec de sensibles écarts selon les pays – **Tableau E** -.

## E - Prévisions de croissance du PIB

Les Echos/OCDE



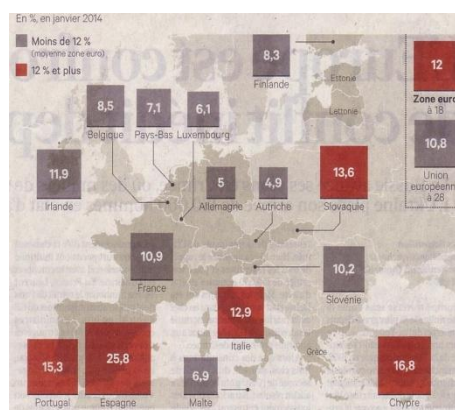
L'Allemagne en est le principal moteur grâce à une augmentation de sa consommation interne qui devrait s'accroître. Sans faire preuve de pessimisme excessif, ceci suppose que des événements extérieurs ne viennent pas perturber cette tendance. Or, la crise ukrainienne accompagnée de sanctions économiques notamment en matière d'énergie aurait une forte incidence particulièrement sur l'Allemagne. De même, un ralentissement net des économies émergentes pèserait sur les exportations : en effet, selon une étude de la banque Morgan Stanley, en moyenne 21% des exportations de l'Europe (chiffre probablement plus élevé pour l'Allemagne) sont destinées aux pays émergents.

La relative atonie de la croissance ne permet pas de résorber le chômage de manière significative. Même si un début d'amélioration apparaît, les taux de chômage restent élevés : 10,8% de la population active pour l'Union Européenne, 12% pour la zone Euro – **Tableaux F -**, principalement dans les pays du sud.

**F - Evolution du taux de chômage**  
Les Echos/Eurostat



**F - Chômage dans la zone Euro**  
Les Echos/Eurostat



De son côté, le Royaume Uni a relevé ses prévisions de croissance à 2,7% au moins en 2014 et prévoit une poursuite du développement de l'activité. Ceci s'accompagne d'une réduction du taux de chômage ramené autour de 7% et d'un redressement de la devise britannique. Néanmoins, comme le reconnaît le ministre des Finances britannique, le pays « emprunte trop, épargne insuffisamment, n'investit et n'exporte pas assez ». De plus, à terme, quelle position le Royaume Uni va-t-il adopter vis-à-vis de l'Europe ?

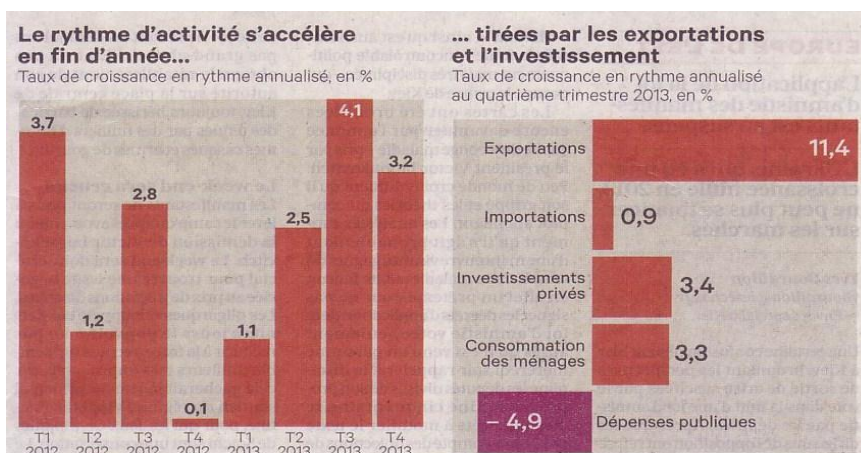
**ETATS-UNIS : une reprise qui se confirme**

Après une cure d'austérité, la reprise aux Etats-Unis semble se confirmer sur une base annuelle de 2,8% en 2014 – **Tableau G** – imputable :

- d'une part à la progression sensible des exportations et au niveau de la monnaie américaine ;
- d'autre part au rebond de la consommation des ménages - responsable d'environ les deux tiers de l'activité économique -, qui a été sensible dans le secteur automobile, alors que le patrimoine des américains aurait globalement progressé de 14% en 2013 sous l'effet des marchés boursiers et immobiliers.

**G – La reprise aux USA**

Les Echos/BEA



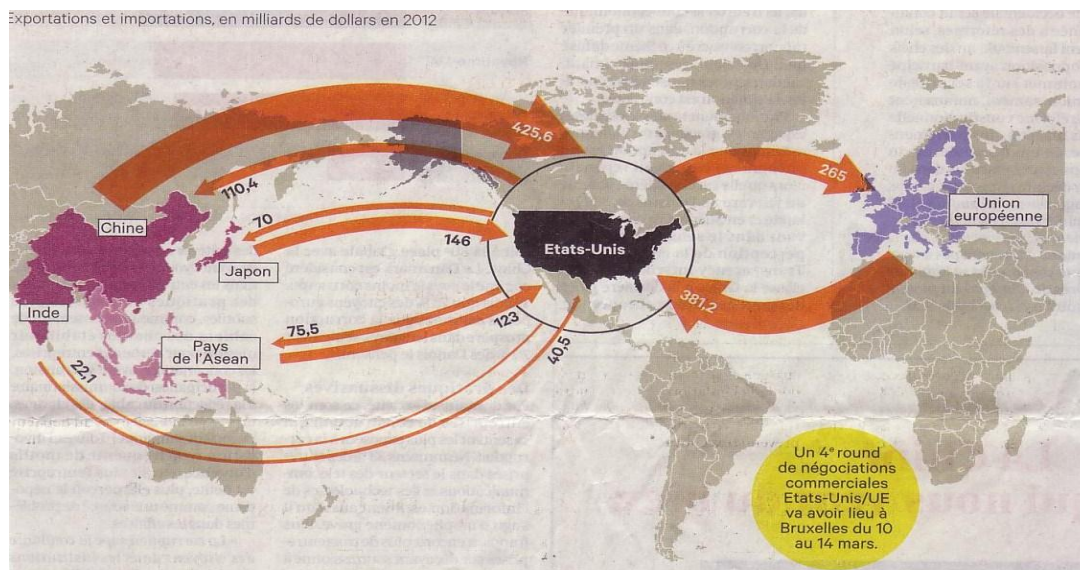
Ceci devrait favoriser dès cette année une relance des investissements d'autant qu'avec des taux actuellement faibles les conditions de financement sont attractives : les secteurs de l'énergie et du numérique devraient en être les principaux bénéficiaires. Ainsi, les Etats-Unis semblent s'engager dans un cercle vertueux même si l'emploi reste encore en retard avec un taux de chômage autour de 6,7% en espérant que les créations d'emploi continuent à progresser.

Tout n'est cependant pas parfait. Avec la crise, les inégalités se sont fortement creusées. Le taux de pauvreté dépasserait 15% de la population tandis que l'on estime que les 10% les plus riches capteraient autour de la moitié des revenus. Par ailleurs, les infrastructures, notamment dans les communications, seraient en mauvais état et nécessiteraient de lourds investissements.

C'est dans ce contexte que, sous l'impulsion du Président Obama, les Etats-Unis cherchent à développer des accords commerciaux avec leurs principaux partenaires : pays asiatiques et Union Européenne – **Carte H**. Si un accord tarifaire peut être envisageable, notamment avec l'Union Européenne, des divergences importantes font obstacle : normes en particulier alimentaires, protection intellectuelle, domaine culturel, accès aux marchés publics (défense, sécurité,...), environnement, règlement des litiges...En période électorale, les lobbies, la défense de l'emploi... vont lourdement peser tandis que l'Europe apparaît divisée sur de nombreux points par des intérêts contradictoires.

## H – Principaux partenaires commerciaux des USA

*Les Echos/Census Bureau*



### PAYS NON OCCIDENTAUX : changement de perspective

Après avoir vanté le dynamisme des **pays émergents**, l'humeur est désormais à l'inquiétude. Jusqu'ici, un flux de liquidités provenant principalement des USA avait favorisé un endettement excessif et parfois des surinvestissements. La crainte engendrée par le retour à une politique monétaire moins accommodante semble avoir entraîné un reflux des liquidités provoquant la baisse de certaines devises, une remontée des taux...Par ailleurs, un rythme élevé de croissance ne peut être soutenu sans que de multiples problèmes apparaissent : insuffisance des infrastructures, revendications sociales, problèmes internes spécifiques...Tout ceci a été particulièrement ressenti dans plusieurs pays : Brésil, Inde, Afrique du Sud...Quoi qu'il en soit, les prévisions globales de croissance des pays émergents restent fixées autour de 5 à 5,5% pour 2014 avec de grands écarts selon les pays : la Chine reste en tête avec 7,5% suivie par l'Inde et l'Indonésie : 5%...pour autant que certains comme l'Inde, l'Afrique du Sud ...ne fassent pas moins bien que prévu.

Comme on le voit, la **Chine** conserve une position éminente. Mais, ainsi que le titrait récemment The Economist, « elle perd son allure » et sa croissance ralentit – **Tableau I** - tout en restant à un niveau enviable alors que de

nombreux problèmes : tensions sociales, corruption, pollution... surgissent. Par ailleurs, la situation de son système financier opaque avec, de plus, un important et mystérieux « shadow banking » soulève de lourdes interrogations. Or, un accident majeur aurait de lourdes conséquences sur l'économie chinoise et se répercuterait au reste du monde.

## I - Croissance du PIB chinois

Les Echos/Bureau of statistics of China



Au **Japon**, la fin de l'année a été morose car la politique de relance ne semble pas réussir à faire repartir la croissance avec une prévision autour de 1% en 2014.

La situation économique de la **Russie** fortement ralentie depuis quelques années avec une croissance du PIB de 1,5 à 2%, a été remise en lumière par la crise ukrainienne. La mise en œuvre de sanctions économiques par les Occidentaux et les mesures de rétorsion notamment sur les livraisons de gaz (sans parler de certains produits stratégiques : métaux rares...) seraient surtout sensibles en Europe - **Tableaux J -**

### J - Partenaires commerciaux de la Russie

Le Figaro/Eurostat



### J - Pays acheteurs de gaz russe (Europe et Turquie)

Les Echos/OCDE



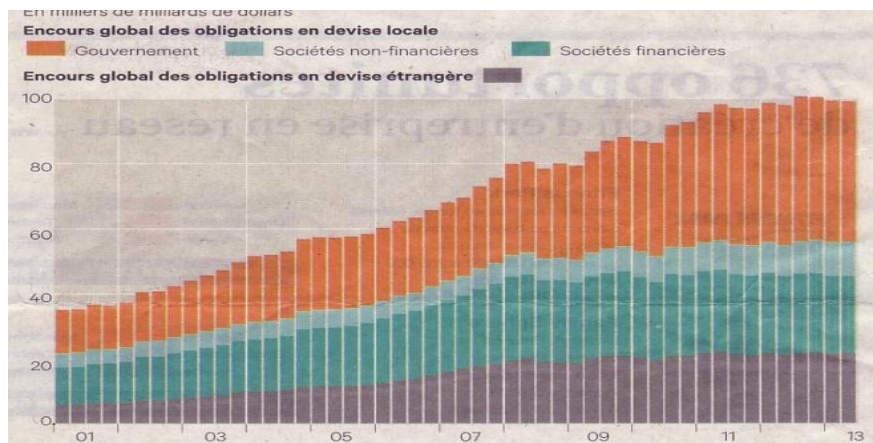
Dans ces conditions, il est malaisé de savoir si les menaces de sanctions seront réellement suivies d'effets. Rappelons d'une part que les ressources énergétiques alimentent plus de la moitié du budget fédéral russe et 70% de ses exportations, d'autre part qu'il serait difficile de substituer rapidement de nouvelles sources d'approvisionnement en gaz pour les importations européennes.

## MARCHES DE CAPITAUX ET BANQUES : Le poids de la dette

Comme on l'a souligné précédemment, l'accroissement de l'endettement mondial et les mouvements de capitaux qui y sont liés ne sont pas sans danger. Selon une récente estimation de la Banque des Règlements Internationaux, la dette mondiale (endettement public et privé hors ménages) aurait atteint, en 2013, 100 000 milliards \$ : elle aurait été multipliée par 2,5 depuis 2001 – **Graphique K** - dépassant largement le PIB mondial. Cette progression serait en grande partie imputable aux dettes souveraines (+ 80% en 6 ans) qui ont gonflé en raison de la crise : aggravation des déficits, mesures d'aide et de soutien...

## K - La dette mondiale

Les Echos/BRI

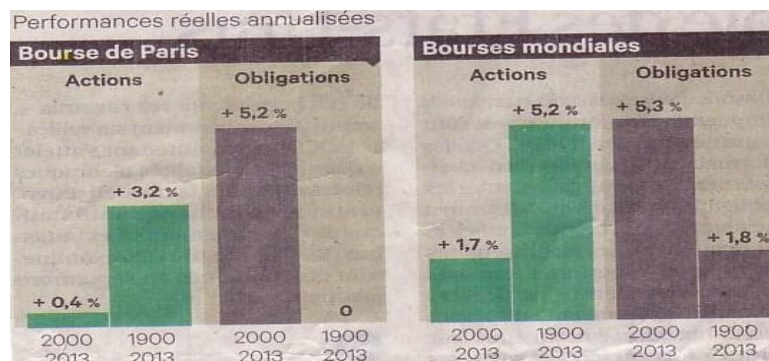


Dans ces conditions, le pilotage des banques centrales devient délicat si l'on veut éviter les effets d'une remontée des taux sur la croissance et en particulier sur les pays les plus endettés. Corrélativement, la faiblesse actuelle des taux n'incite pas certains Etats à prendre les mesures de redressement nécessaires du fait de l'absence de sanctions. Plus récemment encore, la fuite des capitaux des pays émergents notamment vers certains pays de la zone Euro a joué en ce sens. Mais peut-on indéfiniment extrapoler cette tendance et ne pas s'inquiéter d'une situation métastable qui peut basculer sous l'effet d'une simple inquiétude des marchés ?

La situation économique a contribué également à modifier la hiérarchie habituelle des rendements comme on le voit dans le **Graphique L** ci-dessous. Sur le long terme 1900-2013, le rendement des marchés actions a dépassé sans surprise celui des marchés obligations mais la situation a été inverse sur la période 2000-2013.

## L - Rendements comparés des marchés

Les Echos/Crédit Suisse



Pour ce qui est du système bancaire européen, l'Union Bancaire se met progressivement en place. Après la supervision unique et la gestion des faillites, un accord vient d'être conclu sur un fonds de résolution mutualisé de 55 milliards utilisable en dernier recours. Prochainement, la vaste « opération vérité » de passage en revue du portefeuille des banques via le MSU - Mécanisme de Supervision Unique- risque de poser de sérieux problèmes à plusieurs d'entre elles. Si les grandes banques françaises sont sereines, il n'en est pas de même dans certains autres pays comme la Grèce ou l'Italie : Unicredit, principale banque italienne vient ainsi d'extérioriser une perte de 14 milliards €.

---0000---

En conclusion, dans l'immédiat, peu de grands changements anticipés sous la réserve non négligeable, dans le contexte mondial actuel, de crises graves notamment géopolitiques mais aux conséquences malaisées à prévoir !