



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES ECONOMIQUES INTERNATIONALES

« Que peu de temps suffit à changer toutes choses » Victor Hugo

S'il est une leçon à méditer de l'année 2016, c'est celle proposée par **Victor Hugo** en ouverture de cette note. Qui aurait pu penser que les marchés financiers absorberaient avec autant de facilité, ou d'inconscience, des chocs aussi majeurs que le Brexit, l'élection de Donald Trump et le non au référendum italien ? Aussi est-ce avec modestie qu'il convient d'aborder le rivage de l'année 2017.

Si, pour la première fois en deux ou trois ans, les prévisions de croissance pour l'économie mondiale ont fait l'objet d'une révision à la hausse, légère il est vrai, si l'OCDE anticipe 3.3% en 2017, dont 2.3% aux Etats-Unis, 1.6% dans la zone Euro et 1% au Japon, quatre questions se posent néanmoins : pourquoi la croissance est-elle faible ? Qu'est-ce qui explique la stagnation du commerce mondial ? Comment maîtriser la dette ? Que penser des politiques monétaires ?

- **Pourquoi la croissance est-elle faible ?** La croissance mondiale en 2017 devrait être supérieure à celle de 2016 mais, même si elle est vraisemblablement sous-estimée, elle demeure modique. Elle est modérée car les gains de productivité fléchissent, les populations vieillissent, les technologies créent moins d'emplois et on pourrait allonger la liste des causes. La faible croissance mondiale et le contexte de mondialisation aggravent les inégalités, ce qui peut appeler des politiques correctives de redistribution, voire des mesures fiscales favorisant, dans les entreprises, le travail au détriment du capital. Sans céder aux sirènes trompeuses du protectionnisme, les avocats de la globalisation, à l'instar **d'Angus Deaton** récent prix Nobel d'économie, reconnaissent que des mesures d'aides, reconversion, éducation, assistance, doivent être adoptées.

- **Qu'est-ce qui explique la stagnation du commerce mondial ?** La stagnation en volume du commerce international et sa baisse en valeur a deux causes principales, l'augmentation du poids du tertiaire dans l'économie mondiale et de moindres délocalisations, voire des relocalisations qui seront favorisées par les progrès de la robotisation. Cette stagnation pourrait devenir recul si des mesures protectionnistes sont décidées mais gageons qu'elles resteront l'exception et, dans l'intervalle, si la mondialisation économique marque le pas, la mondialisation financière se poursuit. A ce jour, rien d'inquiétant, sauf pour certains pays émergents qui ont perdu en attractivité et en compétitivité salariale.

- **Comment maîtriser la dette ?** Depuis 2007, la dette globale mondiale a crû en volume de plus de \$60 000 milliards et en valeur de l'équivalent de 80% du PIB mondial. A \$152 000 milliards, selon le FMI, la dette de la planète représente 2.25x le PIB mondial. Cette dette est plus élevée, dans les pays développés, 2.8x le PIB, avec un pic à 4x au Japon, plus faible dans les pays émergents, avec une exception, la Chine à près de 2.6x. La dette a deux composantes, publique, privée et la seule dette publique équivaut, en moyenne, à 1x le PIB dans les pays développés et, un peu moins de 50% du PIB dans les pays émergents. Hormis de

rare exemples, la Suisse, l'Allemagne, la dette ne se résorbe pas, la faiblesse des taux n'incite guère à la discipline et les discours incantatoires en faveur d'une stimulation budgétaire risquent d'accroître le fardeau transmis aux générations futures.

- **Que penser des politiques monétaires ?** Les politiques monétaires ont permis la croissance de la richesse financière, l'appréciation des marchés boursiers, mais n'ont pas dynamisé l'investissement productif et le crédit. Les politiques monétaires ont permis d'éviter la déflation sans stimuler la croissance.

Les Etats-Unis : « Il n'y a point de mal dont il ne naisse un bien » Leibniz

Parvenir à comprendre les raisons de l'appréciation de la Bourse américaine après l'élection de Donald Trump, c'est raisonner un peu comme *Leibniz dans le Théodicée* quand il évoque le viol de Lucrece Borgia. Beaucoup n'ont voulu retenir dans le programme de Trump que les éventuelles baisses d'impôts, occultant, à tort ou à raison, la menace protectionniste et l'accélération de l'inflation qui pourrait en résulter, la perspective d'une remontée plus rapide des taux d'intérêt, l'incidence de l'appréciation du \$, l'absence d'expérience de l'équipe constituée et les risques de heurts diplomatiques. Gageons qu'après le 20 janvier et au premier faux pas, la sanction des marchés tombera et donc, préférons-nous adopter une position neutre sur ce marché.

- **Le programme de Donald Trump et ses incidences :** le probable, l'inquiétant, l'improbable.

Donald Trump n'est pas Ronald Reagan. Il envisage une politique de la demande quand son prédécesseur se focalisait sur une politique de l'offre. Le contexte diffère également, puisque l'Amérique connaît le plein emploi alors qu'elle était en pleine crise lors de l'investiture de Reagan. Dans le programme de Donald Trump, les contradictions abondent, entre posture libérale et propos protectionnistes, entre proposition keynésienne et stigmatisation de l'Obama care et entre un grand écart tentant de concilier hausse des revenus pour les défavorisés et diminution d'impôts pour les plus aisés.

- Le probable : sous l'angle budgétaire, tout d'abord, un plan de \$1000 milliards pour les infrastructures, sans précision sur le calendrier d'exécution. L'effet positif, à en attendre en 2017, sera modéré, autour de 0.2 point de croissance supplémentaire. Au chapitre fiscal, on retiendra l'intention affichée d'abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés de 35% à 15% et de faciliter le rapatriement des \$1000 à \$2000 milliards de liquidités détenues à l'étranger par les multinationales américaines, l'intention de réduire le taux maximum de l'impôt sur le revenu de 39.5% à 35% et de diminuer, de sept à trois le nombre de tranches, 12/25/35%. Sur le rapatriement, on se contera de rappeler que Bush avait voulu faire de même en 2004 en imposant une taxe de 5% (Trump évoque un taux de 10%) mais seuls \$300 milliards étaient revenus et l'incidence sur l'emploi avait été négligeable. Au sujet de la défense, l'annonce d'une augmentation de 15% du budget, aujourd'hui de 3.3% du PIB, soit un ajout de \$80 milliards. Enfin, des propositions pour renforcer l'indépendance énergétique, c'est-à-dire stimuler la production du charbon et celle du pétrole.

- L'inquiétant : L'inquiétude porte sur le financement puisqu'un accroissement des dépenses publiques de près de trois points de PIB, soit \$500 milliards/an, conjugué à la baisse des impôts, c'est potentiellement, \$9500 milliards de recettes fiscales en moins à l'horizon de dix ans.
- L'improbable : Même si le pays est peu ouvert sur l'extérieur, Donald Trump trouble quand il agite les idées d'une sortie de l'Organisation mondiale du commerce, d'une rupture du récent partenariat Transpacifique avec onze Etats régionaux, d'un retour au protectionnisme, de taxes très élevées, 45%, contre l'importation de produits chinois, et 35% sur l'importation des produits mexicains, d'un remplacement de madame Yellen qui pourrait signifier une perte d'indépendance de la Fed, sans parler de la restriction de l'immigration qui créerait des tensions sur le marché de l'emploi et aggraverait l'inflation salariale puisqu'il veut reconduire 11 millions d'immigrants. Il irrite quand il dit vouloir confiner l'OTAN à la sécurité des Etats-Unis, quand il souhaite laisser le Japon et la Corée du Sud construire un arsenal nucléaire pour assurer leur défense, quand il veut louer une assistance américaine aux européens et quand il marque une préférence pour un Saddam Hussein ou d'autres autocrates. Espérons que sur ces différents sujets, l'intempérance cédera à la modération. Le thème le plus délicat restera le déficit commercial américain avec la Chine \$365 milliards, le débat autour des 2,7 millions d'emplois qui auraient été perdu mais on rappellera juste que la désindustrialisation des Etats-Unis et des autres pays développés ne date pas de l'entrée de la Chine à l'OMC.

- ***La déception économique :***

- La présidence Obama se termine bien avec une croissance de 3.2% au troisième trimestre. Il n'empêche, ces dernières années ont été décevantes au regard d'une croissance annuelle moyenne, récessions incluses, de 3.5%/an entre 1948 et 2007. Depuis 2010, en dépit de \$3000 milliards injectés par la Fed et de \$1000 empruntés par le Trésor, la croissance annuelle moyenne n'a été que de 2.1%. Calculée par habitant, la croissance du revenu réel était cinq fois plus élevée sous la présidence Clinton que sous la présidence Obama et ne parlons pas de la présidence Kennedy car alors, le ratio était dix fois supérieur.
- Certains, incorrigibles optimistes, objecteront que, depuis le creux du printemps 2009, le cycle n'a jamais été aussi long avec 88 mois d'expansion, de loin supérieur aux cycles moyens d'expansion de 58 mois enregistrés depuis 1945. D'autres, argueront que plus de 14 millions d'emplois ont été créés depuis 2010 pour atteindre 145 millions, que le taux de chômage, 4.6%, est proche d'une situation de plein emploi et que les salaires croissent de 2.8% sur douze mois.
- L'essentiel est ailleurs :

- D'une part un essoufflement des gains de productivité/heure travaillée, 2.8%/an entre 1994 et 2003, 1.3% ensuite jusqu'en 2010, 0.4%/an depuis 2011 et même un recul ces derniers trimestres.
- Ensuite une stagnation, +0.1%/an entre 1973 et 2015, du salaire horaire médian ajusté de l'inflation (Economic Policy institute) et une aggravation des inégalités préjudiciable à la consommation car si les 90% les plus pauvres ont un taux d'épargne de 0, les 5% les plus aisés affichent un taux proche de 50%. On savait, depuis **Keynes**, que la propension marginale à consommer diminue avec la croissance du revenu, on dispose avec **Emmanuel Saez** d'un chiffrage qui le confirme.
- Enfin, une faiblesse du taux de participation, 62.7% à comparer avec 66% en 2007. Les deux tiers des emplois créés ces dernières années ont été à temps partiel. 5.8 millions de salariés ne trouvent rien de mieux qu'un travail à temps partiel. Le taux de chômage réel est ainsi de 9.5%, proche du niveau européen et très au-dessus du creux de 7.9% en décembre 2006.
- On pourrait diagnostiquer dans la création d'emplois industriels, 122 000 en 2009, 310 000 en 2015 et plus encore en 2016, un renouveau industriel. Les personnes recrutées sont aujourd'hui plus qualifiées mais l'industrie manufacturière ne représente que 12% du PIB et l'emploi manufacturier 8.5% du total de l'emploi. On pourrait se réjouir des statistiques fournies par le Census bureau montrant une croissance du revenu médian de 5.7% en 2015 mais force est de rappeler qu'il reste inférieur de 2.5% à celui de 1999 et cela, malheureusement, est plus significatif. Jamais dans l'histoire, le pourcentage de 18-34 ans vivant chez leurs parents, un tiers, n'a été aussi élevé et cela est révélateur d'une faiblesse de revenus.

- ***Beaucoup d'investisseurs jugent le marché cher mais il faut nuancer :***

- La méfiance en six points : le niveau élevé des PER, supérieur à 17x, le recul des bénéfices en 2016, des rachats d'actions qui approchent \$600 milliards/an, une mauvaise qualité des résultats, masquée par ces rachats qui pénalisent l'investissement et la croissance à long terme, la dégradation des ratios d'endettement des entreprises et l'aggravation des taux de défaut pour les obligations spéculatives, 5.5% selon Moody's, un taux plus du double de celui constaté en Europe. Ajoutons la dette des étudiants, \$1260 milliards qui, depuis 2008, a plus que doublé et dont 11% est en défaut.
- Mais l'économie américaine n'est pas menacée par une récession prochaine :
 Sous un angle domestique, les ventes automobiles, 17.4 millions, sont élevées (pour mémoire, elles étaient tombées à 10.9 millions en 2009), les prix immobiliers retrouvent les points hauts observés en juillet 2006 mais n'augurent en rien d'un krach, d'autant qu'ajustés de l'inflation ils sont 15% inférieurs au pic. L'appréciation résulte d'une insuffisance de l'offre et non d'une forte demande. L'investissement dans l'immobilier ne représente même pas 4% du PIB contre 6% en 2006. Les

permis de construire, approximativement 1.1 million, ne sont qu'à la moitié de 2007. Les stocks à vendre sont au plus bas depuis l'an 2000 alors que les besoins de construction sont évalués à 1.4 million. Le pourcentage de propriétaires, 63.4%, est très inférieur au pic de l'année 2004, 69.2% et, en fait, il est au plus bas depuis cinquante ans. Les ventes de maisons neuves ne risquent pas de s'effondrer, comme entre le plus haut de juillet 2005, 1.40 million de transactions, et le plus bas de février 2011, 270 000. Les loyers augmentent de près de 4% sur un an, ce qui améliore les rendements pour les propriétaires. Seule menace, l'incidence de la remontée des taux hypothécaires à 30 ans, à 4.2% en décembre contre 3.5% avant l'élection.

La *dette des ménages*, \$12 200 milliards (dont \$9500 milliards dans l'immobilier), soit 110% du revenu brut disponible est très inférieure à celle de pays comme le Royaume Uni, 155%, ou même celle des Etats-Unis en 2007 à 134%. Grâce à l'appréciation des marchés boursiers et immobiliers, le patrimoine, cinq fois le PIB, est au plus haut depuis 1999. Grâce aux taux bas, le service de la dette des ménages, très inférieur aux 13% observés en 2011, n'équivaut plus qu'à 10% du revenu disponible. Grâce à la croissance des salaires, la demande devrait rester positive. Et, le taux d'épargne des ménages, 5.1%, est satisfaisant au regard des moyennes récentes.

Egalement, si la *dette publique* atteint un nouveau record à la fin de 2016, \$19 150 milliards, soit 105% du PIB, une dérive de \$8300 milliards depuis le début de la présidence Obama, un pourcentage plus élevé qu'en France ou en Espagne, le service de la dette, comme ailleurs, est modéré, le déficit budgétaire, 3.2% escompté cette année, \$590 milliards, est comparable à celui de la France.

De même, la situation des entreprises ne présente pas de risques majeurs : les banques sont mieux capitalisées qu'en 2007 et le taux de défaut des entreprises sur les prêts est faible à 2.1%.

Enfin, sous un angle international, une récession en Chine impacterait moins les Etats-Unis que d'autres grands pays car les exportations à destination de la Chine, ne représentent que 1% du PIB, soit un pourcentage moitié moindre de celui de l'Allemagne et du Japon.

- Pour conforter l'optimisme, prenons une vision à plus long terme : Pourquoi le marché américain est-il le plus résistant quand les marchés décrochent ? Depuis 120 ans, les Etats-Unis sont la première économie mondiale avec près d'un quart de la production mondiale et l'économie demeure très ouverte à l'innovation. Même si la Chine affiche bientôt un PIB plus élevé que les Etats-Unis, cela restera peu significatif car le PIB/habitant restera le cinquième de celui des Etats-Unis et les Etats-Unis préservent de solides atouts : la démographie avec une population de 450 millions escomptée en 2050, contre 310 millions aujourd'hui et 40 millions en 1870, la recherche avec une part prééminente des brevets déposés et l'éducation avec la persistance de la domination des universités américaines sur la scène internationale.

Europe : « Toute puissance est faible à moins que d'être unie » notait La Fontaine dans Le vieillard et ses enfants ».

2 remarques liminaires :

- Le Brexit fut un choc, une méprise des anglais et une surprise pour beaucoup d'européens. Il s'agit d'en faire un électrochoc pour initier des réformes, approfondir l'union, renforcer le caractère démocratique en organisant l'élection au suffrage universel des membres de l'exécutif européen et en multipliant les politiques communes.

- Délaissons les chimères, les Etats-Unis d'Europe n'existeront pas car, comme le rappelle opportunément Monsieur Juncker, les Européens ont le goût de la diversité et du terroir. Il faut savoir donner du temps au temps comme aurait dit Mitterrand. Peu importe si l'Europe de Schengen n'est pas celle de la zone Euro, si demain d'autres cercles se constituent, l'essentiel est d'avancer vers l'intégration. La réalisation de l'union européenne ne peut se faire en un jour. L'Europe souffre plus souvent d'un défaut de consensus, aggravé par la règle de l'unanimité, que d'une insuffisance d'institutions. L'Europe hiérarchise parfois mal les priorités et devrait ainsi définir une politique étrangère commune avant de réfléchir à une politique de la défense commune.

- *Les attraits économiques de l'Europe* : 4 points doivent retenir l'attention

Depuis mi-2013, la reprise est manifeste, la croissance de la zone Euro, en termes réels, est de plus de 5.5% et le taux de chômage a baissé de 12.1% à 9.8%. L'Europe attire beaucoup plus les investisseurs étrangers que les Etats-Unis : \$245 milliards reçus en 2015 contre \$145 milliards pour les Etats-Unis. L'Europe même sans la Grande Bretagne, est plus peuplée que les Etats-Unis. Le Brexit n'est pas une tragédie puisque la Grande Bretagne n'était ni membre de la zone Euro, ni membre de l'espace Schengen. Bien au contraire, la Grande Bretagne a été un frein à des avancées de l'Europe. L'idée générale, c'est que le Brexit et l'élection de Trump sont des opportunités, ne serait-ce que pour avancer sur la voie d'une Europe de la Défense, bloquée par les anglais et imposée par l'attitude de Donald Trump.

- Tendances politiques : les migrations

- L'immigration : Que l'Europe attire les migrants n'est pas surprenant. 70 ans de paix, cela peut faire rêver et faire oublier la croissance économique atone. Qu'il existe un divorce sur l'accueil entre l'Ouest et l'Est de l'Europe, cela est incontestable et trouve sa racine dans la fermeture, 45 ans durant, de ces pays réfractaires à un modèle multiculturel. Que les pays de l'Est ne souhaitent pas être concernés et voient dans l'accueil des migrants une liquidation par l'Ouest d'une dette envers les pays hier colonisés, est leur interprétation. Mais qu'ils n'aient aucune gêne à recevoir de l'Union des aides qui représentent entre 1 et 5% de leur PIB, peut à cet aune choquer les pays de l'Ouest et créer une fracture.
- La bonne nouvelle, c'est le renforcement de la coopération au sein de Frontex, l'augmentation de son budget d'Euros 250 millions à 350 millions et l'accroissement du nombre de ses employés de 350 à 1000.
- Les migrations internes : A la différence des Etats-Unis, où des migrations, depuis les régions industrielles sinistrées des grands lacs vers le Texas et la Californie, sont fréquentes, en Europe la barrière de la langue est patente. Il n'empêche, au cours des sept dernières années, d'Europe du sud, 1 million de jeunes, souvent diplômés, sont partis souvent vers l'Allemagne.

- Tendances économiques conjoncturelles : des chiffres encourageants

La croissance du PIB de la zone Euro devrait atteindre 1.7% cette année malgré une faible variation du crédit, +1.2% en octobre, la croissance de l'emploi est de 1.5% sur un an, les indicateurs de confiance sont bien orientés.

- Allemagne :
Deux atouts insignes et deux faiblesses notoires peuvent être recensés. D'une part, le redressement des finances publiques et l'amélioration de la compétitivité, d'autre part, la fragilité du système bancaire qui signe l'échec du concept de banque-industrie et le vieillissement démographique. La baisse du ratio dette publique/PIB, de 81% du PIB en 2010 à 68% en 2016, favorisée par les taux négatifs et les excédents budgétaires, permet d'alléger les impôts de Euros 7 milliards l'année prochaine. Reste à majorer les salaires pour stimuler la consommation.
- Espagne :
Les perspectives de croissance sont révisées à la hausse à 3.2% en 2016, le déficit commercial est gommé, les coûts unitaires de production ont été abaissés, le taux de chômage a baissé de 27% au pic de la crise début 2013 à 18.9%, le salaire minimum vient d'être augmenté de 8% à Euros 825 et, bonne nouvelle, la restructuration du secteur bancaire semble avoir été un succès.
Mais le déficit budgétaire demeure élevé à 4.6% en 2016, la dette publique atteint 100% du PIB, soit Euros 1100 milliards, un montant très supérieur aux 40% constatés en 2008. Le redressement du secteur immobilier est contrasté avec une embellie à Barcelone, une stagnation à Madrid et

toujours une baisse dans beaucoup d'autres régions. Pire encore, la démographie, la faible natalité et l'exil des jeunes coûtent plusieurs points de PIB et tarissent la croissance à long terme.

- France :

Les chiffres sont sans éclat. Le handicap de compétitivité par rapport à l'Allemagne s'est creusé entre 2000 et 2008 car le différentiel de coûts salariaux a cru de plus de quinze points par rapport à l'Allemagne. Aujourd'hui, l'Allemagne dénombre 350 000 entreprises exportatrices, la France, seulement 125 000, l'Allemagne exporte annuellement 47% de son PIB, la France 29%. Euros 1000 milliards d'exportations allemandes, c'est presque 2,5x le total de la France. Mais, la brutalité de ce chiffre doit être nuancée. Si l'Allemagne a toujours privilégié l'exportation, les entreprises françaises ont privilégié la croissance externe à l'étranger.

Ajoutons aux faiblesses de la France, les carences de la concurrence dans les services, l'insuffisance des dépenses de recherche, le déficit de taille de beaucoup d'entreprises et les lacunes du système d'éducation. Les dépenses publiques, plus de 55% du PIB (dont 13% pour la masse salariale de la fonction publique), sont plus élevées qu'ailleurs mais, à la différence de la Suisse, par exemple, les dépenses pour les retraites sont publiques et 80% des dépenses publiques sont en fait des transferts. La dette publique s'accroît, représente Euros 2170 milliards mais, grâce à la baisse des taux, les intérêts sur la dette, Euros 45 milliards, sont identiques à ceux d'il y a dix ans quand la dette était moitié moindre.

En négatif, on retiendra que la production industrielle est toujours inférieure de 8% à celle de 2008, le tourisme, 8% du PIB, a été pénalisé par le terrorisme, le taux de chômage reste très élevé, particulièrement pour les peu qualifiés, et encore un tiers des employés à temps partiel, c'est-à-dire 1,6 millions de salariés, voudraient travailler plus.

En positif, une hausse sensible de la profitabilité des entreprises, une croissance des investissements dans les nouvelles technologies, la baisse prochaine du taux d'impôts sur les sociétés de 33% à 28% et l'allongement du régime des impatriés jusqu'à 8 ans.

- Grèce :

Les prémisses de la crise datent de la période qui s'écoule de la création de l'Euro à l'année 2008. Les salaires des fonctionnaires avaient augmenté de près de 120%, ceux de l'Allemagne, de seulement 20%. L'ajustement devait s'imposer tôt ou tard et il fallait rétablir la compétitivité et les finances publiques.

Les effets de la crise : En sept ans, le pouvoir d'achat a régressé de quelque 30%, les salaires et les retraites de 20 à 40%. Les créanciers privés ont perdu plus de la moitié de leurs créances mais la situation reste chaotique avec une dette publique qui, malgré les allègements, est toujours de 1.8x le PIB. Certains reprochent aux plans d'aides d'avoir eu pour but de faciliter le nettoyage des bilans des banques et de n'avoir laissé que 5% pour le budget grec. Il y a du vrai et les recettes fiscales sont insuffisantes et des pénuries pénalisent le fonctionnement des hôpitaux et des transports

publics. Les réformes se poursuivent, notamment l'harmonisation des 930 régimes de retraites et la gestion du coût des retraites qui représente 11% du PIB.

La persistance de doutes : doute car si la croissance peut atteindre 2.5%, elle est restée faible à 0.1%. Doute car si le solde de la balance commerciale tend vers l'équilibre, alors que les exportations restent stables, c'est uniquement la conséquence d'une baisse conjoncturelle des importations. Donc il est à redouter qu'une reprise se traduise par une aggravation du déficit commercial. Doute car si le déficit budgétaire est en forte baisse, si l'excédent primaire, 1.1% du PIB, est supérieur à l'objectif de 0.75%, le financement de l'Etat providence est problématique comme l'atteste la difficulté de Monsieur Tsipras à faire avaliser par Bruxelles une hausse des retraites en faveur des plus pauvres. Doute car si les destructions d'emplois s'amenuisent, si le taux de chômage régresse un peu, de 26.1% à 24.6%, depuis le début de la crise, près de 430 000 jeunes ont quitté le pays (un chiffre qui équivaldrait à 3.5 millions en France).

Italie :

Tendances conjoncturelles contrastées : Le taux de chômage demeure élevé de 11.7%, très supérieur au point bas de 2007, 5.7% et peu inférieur au pic de 13% en 2013. La croissance économique est nulle mais le « Job act » instauré en mars 2015 et l'exonération de cotisations sociales pendant 3 ans pour chaque contrat à durée déterminée transformé en contrat à durée indéterminée ont permis la création de 585 000 nouveaux emplois pendant le gouvernement Renzi.

La fragilité du secteur bancaire : c'est un des problèmes non résolus par Monsieur Renzi car les créances à risque atteignent Euros 85 milliards. En 2014, 9 des 15 grandes banques italiennes n'avaient pas réussi le test de résistance de la BCE et depuis pas de progrès. Parmi les éventualités, une recapitalisation d'une quarantaine de milliards qui représenterait deux points de dette publique italienne ou, à terme, la création d'une « bad bank » européenne. Dans le même temps, les banques n'ont cessé d'accumuler des obligations souveraines italiennes. Elles détenaient 12% de l'encours en 2007, elles en ont désormais 21%, soit approximativement Euros 400 milliards.

Tendances à long terme : au nombre des facteurs d'inquiétude, la stagnation du PIB depuis l'an 2000 autour d'Euros 1760 milliards, le vieillissement du pays, le recul de la population, la captation de 70% des dépenses sociales par les retraites. Parmi les facteurs plus rassurants, l'emploi manufacturier, toujours à 20% du total, un pourcentage proche de l'Allemagne, la dette privée, faible et l'excédent primaire du budget, le déficit de 2.4% en 2016 estimé correspondant aux intérêts sur la dette.

Irlande : poursuite de l'amélioration.

La croissance du PIB demeure élevée, proche de 4% et elle est moins déséquilibrée qu'en 2007. Le secteur de la construction n'explique que 7 à 8% du PIB alors qu'à l'époque il en représentait 23%. Les perspectives sont favorables car l'afflux d'investissements étrangers nécessite une reprise de la construction.

Portugal : un tassement.

La reprise s'essouffle en dépit d'un certain laxisme budgétaire, l'excédent courant s'amenuise et les récentes tensions sur les taux renchérissent le service d'une dette publique élevée, à 1.3x le PIB et d'une dette privée à 1.8x.

- **Les perspectives :**

- Un doublement du plan Juncker : faute de croissance, la faiblesse des débouchés est un frein à l'investissement privé, et faute de recettes fiscales, l'investissement public est contraint. Le plan Juncker, Euros 315 milliards, doublé prochainement, a permis, en un an, de débloquer Euros 115 milliards pour des investissements en infrastructures et pour le financement des PME et devrait contribuer à un redressement de l'investissement.
- Une éventuelle guerre économique avec les Etats-Unis : l'Europe aurait tout à gagner à jouer l'union. Au versant financier des amendes infligées par les autorités américaines à la Deutsche Bank et à d'autres, pourrait s'ajouter un versant commercial, avec une condamnation par l'OMC d'Airbus, accusé d'avoir reçu des subventions illégales.
- Une harmonisation de l'impôt sur les sociétés : actuellement de 12.5% en Irlande mais de 34.4% en France, de 19% en Pologne mais de 31% en Italie, de 22% en Suède mais de 30% en Allemagne, le taux d'impôt sur les sociétés diverge beaucoup d'un pays à l'autre et le souhait est de converger. Mais plus encore, il s'agit d'harmoniser la base de calcul, de calculer un bénéfice européen et enfin de redistribuer les recettes dans chacun des Etats européens où la société aura contribué à créer des richesses.
- Le renforcement de la zone Euro : Au regard de l'encours de dettes extérieures brutes, le risque de voir imploser la zone Euro est faible. Bien au contraire, l'union bancaire, l'action de la BCE et la détermination des Etats doivent consolider la zone.

Grande Bretagne : les choix de Theresa May.

- **Ligne politique** : Le solde net d'immigration, en 2015, a été de 333 000. Trop pour Theresa May qui semble privilégier la souveraineté et le contrôle de l'immigration à la préservation du marché unique. Aussi ne pourra-t-elle pas négocier un statut comparable à la Norvège car cette dernière accepte la libre circulation des personnes.
- **Ligne économique** : Theresa May rompt avec la pratique libérale des derniers gouvernements conservateurs. Si elle confirme le choix d'un taux d'impôt sur les sociétés à 17%, le plus bas du G20, elle affiche le souhait d'une plus grande intervention de l'Etat pour soutenir certaines industries, orienter la politique du logement, réglementer le travail précaire, initier la représentation des salariés dans les conseils d'administration et développer les infrastructures, quitte à laisser s'aggraver le déficit budgétaire, déjà de 4.5% en 2015. Un budget additionnel de £100 milliards sur

5 ans, soit 1% du PIB, a ainsi été décidé. Soucieuse d'éviter la délocalisation d'usines, elle est ouverte à des concessions et ceci explique le maintien de Nissan au Royaume Uni.

- **Que penser du marché de l'emploi ?** Flexibilité ou précarité, c'est selon l'angle d'approche. Flexibilité, pour parler des étudiants qui recherchent des petits boulots. Flexibilité, car les indemnités chômage ne s'élèvent qu'à Euros 400 durant 26 semaines, contre potentiellement Euros 6000 en France, jusqu'à 24 mois. Flexibilité, puisque la durée moyenne du chômage est de 28 semaines contre 68 semaines en France.

Précarité, pour définir la situation des personnes sans qualification qui ne trouvent que ce type d'emplois. Des contrats de travail « zéro heure » permettent à une entreprise d'employer un salarié sans aucune garantie d'heures travaillées et sans assurance maladie. Leur nombre, 0.9 million, soit presque 3% des personnes employées, peut apparaître modéré mais dans un pays où le taux de chômage est si bas, 4.9%, et où le taux d'emploi, 75% des personnes en âge de travailler, est particulièrement élevé, cela surprend.

- **Tendance conjoncturelle** : une dégradation attendue.

Suite au vote en faveur du Brexit, la dépréciation de la £ a atteint 18%, les pressions inflationnistes nées des importations commencent à être observées, les indicateurs d'emploi et d'intentions d'investissements se dégradent, les perspectives de croissance pour l'année 2017 sont revues à la baisse de 2.1% à 1.4% (chiffres du Ministre des finances), le déficit budgétaire, 4% en 2016, devrait demeurer élevé à 3.5% en 2017 et la dette publique sera toujours importante à 90% du PIB.

La Grande Bretagne devrait perdre la manne apportée par la BEI, Banque Européenne d'Investissement, soit 7,8 milliards en 2015. Le Japon, après les Etats-Unis, a mis en garde les autorités britanniques en envisageant des délocalisations d'actifs japonais actuellement en Grande Bretagne.

Japon :

- **Quels choix ?**
 - Indéniablement, le premier ministre, Shinzo Abe, a récemment enregistré un succès aux élections sénatoriales. Il y bénéficie d'une majorité des deux tiers mais que va-t-il faire ? Elu depuis 2012, il a beaucoup annoncé, souvent reculé, comme pour la TVA dont la deuxième hausse, de 8 à 10%, est reportée à 2019.
 - Que va-t-il faire ? Accroître l'effort militaire, sachant qu'il dispose déjà d'une marine de guerre supérieure à la Navy anglaise ? Engager les réformes structurelles, souvent évoquées, souvent repoussées ? User de la politique fiscale au-delà de la récente stimulation budgétaire de \$265 milliards, concrètement modeste, car les nouvelles dépenses étaient à peine supérieures au quart du montant affiché et encore elles sont étalées sur deux ans. \$93 milliards ont ainsi été alloués aux bas salaires, des budgets

entendent faciliter la garde d'enfants pour encourager la natalité, d'autres prévoient de financer le nouveau train qui doit relier à 500km/heures Tokyo à Nagoya.

- ***Les résultats économiques inquiètent :***

Le Japon réalisait 17% de la production industrielle mondiale en 1990 mais ce pourcentage est tombé à moins de 11%. La croissance du PIB n'a été que de 0.4% en 2015 à \$4600 milliards et ne sera pas plus élevée cette année. L'indice des prix à la consommation est négatif de 0.5% malgré tous les efforts de la Banque du Japon depuis 2012 pour parvenir à 2%. L'indice des prix à la production baisse de 3.6% sur un an. La production industrielle n'est pas plus élevée qu'en 2012. Les augmentations de salaires ont été décevantes et les ventes de détail régressent. La balance commerciale est redevenue positive mais les exportations ont reculé pour un huitième mois consécutif, preuve que c'est la demande interne qui manque. Le taux de chômage n'est qu'à 3% en juillet, au plus bas depuis 1995, mais la flexibilisation du marché du travail induit une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée, voire une baisse des salaires nominaux. Et, aujourd'hui, sur 41 pays membres de l'OCDE, le Japon est au 34ème rang des plus inégalitaires.

- ***A l'échelle du monde, le Japon décline :***

- Un pays en étai entre endettement et vieillissement : Le pays est le plus endetté, globalement plus de 4x le PIB, un pourcentage inquiétant même si le coût ne dépasse pas 2% du PIB. La population diminue de 200 000/an depuis 2010 et devrait avoir régressé de près de vingt millions d'ici 2040. Le nombre d'enfants par femme reste désespérément insuffisant à 1.4x quand il en faudrait 2.1x pour seulement maintenir la population et, pour la première fois depuis le début de la collecte des statistiques, il y a plus d'un siècle, le nombre annuel de naissances est tombé en dessous de un million. 22% des plus de 65 ans, sont encore employés, contre 18% aux Etats-Unis mais cela ne suffit pas. Le pourcentage de personnes âgées pauvres ne cesse de s'aggraver ; il était de 20% en 2009, il est de 26%. Le pays refuse l'immigration, le nombre de travailleurs étrangers ne dépasse pas 900 000 et donc la productivité va encore baisser.
- La confiance des acteurs est faible : Tous ces mauvais chiffres expliquent que plus de la moitié des \$17 000 milliards d'épargne des japonais soit en liquidités et aident à comprendre pourquoi, depuis la crise des années 90, les banques n'ont jamais retrouvé la volonté d'assumer des risques et d'encourager les prêts.
- Le pays conserve des atouts : Néanmoins, pour ne pas terminer sur une note trop négative, rappelons la qualité du système éducatif japonais, le niveau d'avancement de la robotisation et la spécialisation haut de gamme de l'industrie. Ajoutons qu'il est vraisemblable que la croissance soit mal mesurée car la contribution des nouvelles technologies, leur influence sur la productivité sont vraisemblablement mal appréhendées. La Banque du Japon, après retraitements comptables, évalue la croissance, pour l'année 2014, à 2.4% et non à -0.9%. Une estimation assez cohérente avec le faible taux de

chômage et avec les profits des entreprises qui, en pourcentage du PIB, n'ont jamais été aussi élevés.

•

Chine : « Mieux vaut allumer une chandelle que de maudire l'obscurité » proverbe chinois.

La Chine, depuis quelques années, semble appliquer à la lettre ce proverbe chinois, multipliant les mesures de stimulation pour conjurer le risque et les implications d'un ralentissement. Mais c'est faire fi d'autres risques, surcapacités, pollutions, surendettement sur lesquels on s'efforcera d'apporter un éclairage.

• ***Un décollage exceptionnel :***

- Une superficie de la Chine proche de celle des Etats-Unis, une population plus de quatre fois supérieure, des mentalités affectées par près de trente années de maoïsme, une population rurale qui en 1978 représentait plus de 70% de la population totale, tel était le défi qui se présentait alors à Deng Xiao Ping.

- Le succès est incomparable : si la Grande Bretagne a doublé son PIB en 58 ans entre 1780 et 1838, la Chine a mis 27 ans à partir de 1978 pour multiplier le sien par 6. Mais la Chine n'est toujours qu'au 80ème rang mondial pour le PIB/habitant.

- Les transformations : En un peu plus de trois décennies, la Chine est passée de la catégorie de pays à revenus faibles à la catégorie de pays à revenus moyens, la Chine a délésté les campagnes de plus de 300 millions d'agriculteurs pour les employer principalement dans l'industrie, secondairement dans les services, sans troubles sociaux majeurs. La Chine, hier pays rural, aujourd'hui pays urbanisé à 55%, a su éviter une explosion des bidonvilles aux abords des villes malgré dix millions de migrants chaque année. Le gouvernement s'est récemment engagé à offrir à 100 millions de Hukou un permis et devrait venir en aide à une centaine de millions de ruraux. La Chine a su conjuguer une planification du parti avec l'émergence d'une classe d'entrepreneurs. La Chine, c'est plus de 20% de la production industrielle mondiale contre 7% en 2000 et 3.5% en 1990 mais récemment, c'est également beaucoup de délocalisations à l'intérieur du pays car les salaires y sont 30% inférieurs et également, beaucoup d'efforts pour monter en gamme.

Hier fermée, la Chine a réussi, en créant des zones économiques spéciales à proximité d'une quinzaine de villes côtières, à attirer d'abondants capitaux étrangers et à créer beaucoup d'emplois, 13 millions en 2015 avec un salaire minimum entre \$1.15/heure et \$2.50, très inférieur aux \$7.25 affichés aux Etats-Unis.

Les exportations chinoises ont cru de plus de 20%/an au début des années 2000 et même de plus de 25%/an en 2005 et 2006, ce qui a permis de porter la part de marché à l'export de moins de 5% en 2000 à près de 17% en 2012.

Le succès marque un contraste avec l'évolution de la Russie. A l'entrée brutale et mal préparée de la Russie dans le système capitaliste, la Chine a préféré des réformes progressives, a gardé un contrôle des mouvements de capitaux et a différé la convertibilité du Yuan.

- ***Un dérapage mal contrôlé ?***

- Le pouvoir personnel : La dyarchie observée ces dernières décennies entre le Président et le Premier ministre semble glisser en faveur d'un pouvoir fort du Président Xi Jinping, 64 ans, fils d'un héros de la révolution, qui s'impose face à un Premier ministre, Li Keqiang, pourtant intronisé par l'ancien président Hu Jintao. Xi devrait garder le pouvoir au-delà des dix années prévues et au mépris de la règle qui prévoit un départ avant l'âge de 67 ans.

- Les ambitions sur la scène internationale : La Chine est plus présente économiquement sur les marchés étrangers, mais plus difficile d'accès pour des capitaux de firmes occidentales. La Chine profite de l'abondance de ses réserves de change, de l'accumulation d'excédents commerciaux, \$600 milliards en 2015 par exemple, pour acquérir des sociétés étrangères. En 2015, les investissements à l'étranger des entreprises chinoises, \$145 milliards, ont excédé les investissements étrangers en Chine, \$135 milliards, et cette tendance devrait se poursuivre.

Puissance longtemps réputée pour son isolationnisme, la Chine, depuis quelques années, surprend par ses ambitions en mer de Chine, bravant même un récent arrêt international, n'hésitant pas à porter son budget militaire officiel à \$ 140 milliards, un niveau qui inquiète ses voisins, puisque c'est près de trois fois le budget japonais. Une raison possible de cet expansionnisme, l'importance de la mer de Chine pour le commerce, un quart du commerce mondial et l'essentiel du commerce chinois.

- Les inégalités : A un régime dont l'égalité était supposée la vertu cardinale a succédé, malgré un triplement des salaires en dix ans, qui a pénalisé la compétitivité des entreprises, une des sociétés les plus inégalitaires au monde. On compte près de 1 milliard de pauvres, une classe moyenne de 300 millions et quelques centaines de milliers de riches. Inégale, cette croissance l'est aussi selon les régions. Hier, les provinces côtières se développaient, le centre prenait du retard. Aujourd'hui, les relocalisations induites par les différentiels de coûts salariaux favorisent l'ouest, Tibet et Xinjiang, le centre, Henan, Hubei et Jiangxi et pénalisent les régions du nord spécialisées dans les mines et l'industrie lourde (Shanxi).

- L'essoufflement de la croissance : le PIB/habitant ne figure encore qu'au 80ème rang mondial, un niveau comparable à celui du Brésilien ou du Turc, et la question porte sur la poursuite de ce rattrapage car la croissance s'affaiblit, la population vieillit rapidement. Dans les années 60, le nombre d'enfants/femme dépassait 6, depuis 1995, il est tombé à 1,5 et la population atteindra un maximum de 1420 millions vers 2030 avant de diminuer rapidement. En 2050, à âge de retraite constant, la population en âge de travailler, 865 millions en 2012, aura régressé de 250 millions. En 2009, la Chine avait lancé un plan de relance de \$600 milliards, l'incidence positive avait été immédiate, l'incidence décalée fut nocive : surcapacités, créances douteuses... Au début des années

2000, \$1 de relance impliquait \$1 de PIB, désormais il faut \$6 de stimulation pour \$1 de PIB. On mesure ainsi la perte d'efficacité des plans de stimulation. En 2007, l'excédent courant atteignait 10% du PIB, aujourd'hui, perte de compétitivité oblige, il est tombé à 3%.

- Les récents efforts de stimulation : En 2015 et 2016, dans le cadre du 13^{ème} plan quinquennal, les autorités chinoises se sont efforcées de contrer la tendance structurelle au ralentissement, ont accepté de porter le déficit budgétaire à 4% du PIB soit Euros 300 milliards, ont initié de nouveaux projets d'infrastructures (10 000 kms d'autoroutes ajoutés d'ici 2020 aux 20 000kms actuels, nouvelles voies ferrées) mais sans grands succès et avec les mêmes effets délétères qu'en 2009. Mc Kinsey rappelle opportunément que la Chine compte déjà 32 fois plus de routes /km² et 3 fois plus de voies ferrées que le Brésil.

- ***Une inquiétude pour le monde :***

- Inquiétude sur la croissance : La Chine a exercé, ces dernières années, un merveilleux effet d'entraînement sur la croissance mondiale. En 2016, le PIB chinois représente, selon le FMI, 17% du PIB mondial mesuré en parité de pouvoir d'achat et, même infléchi, la croissance chinoise contribuera pour approximativement 35/40% de la croissance mondiale. Le ralentissement international est à la fois une cause, partielle, et une conséquence, certaine, du ralentissement chinois. Aussi bien les importations, -19% en 2015, que les exportations de la Chine, -11%, diminuent. La croissance de la production industrielle n'est plus de 20% comme en 2010 mais de 6%, le taux d'utilisation des capacités a baissé, une stagnation de l'investissement privé (60% du total) est observée, le déficit budgétaire s'aggrave alors qu'avant 2007, un excédent était enregistré. Nonobstant ces éléments, des capacités de stimulation subsistent car le taux de base, 4.3%, est encore élevé, comme le taux de crédit aux entreprises, toujours à 6%.

Le pays le plus exposé à un ralentissement chinois, est Taïwan car les exportations à destination de la Chine représentent 18% du PIB. La Corée du sud est également sensible avec des exportations vers la Chine qui s'élèvent à 10% du PIB.

- Inquiétude sur les excédents de capacités dans de nombreux secteurs : l'inflation globale est faible, 1.3% en août, mais reflète des surcapacités, les prix à la production (indice PPI) ont diminué sans interruption de 2012 jusqu'au mois d'août de cette année (hausse de 3% en novembre), ce qui alourdit la charge de la dette pour les entreprises. Les secteurs les plus impactés par les surcapacités sont l'acier, le ciment, l'aluminium, les produits raffinés, le papier et le verre. S'agissant de l'acier, la production a été multipliée par douze entre 1990 et 2014 et la moitié des capacités fonctionne à perte. La Chine dispose d'une capacité de 1,2 milliard de tonnes, produit la moitié de l'acier mondial et comme le souligne la Chambre européenne de commerce à Pékin, produit plus de deux fois ce que font les Etats-Unis, le Japon, l'Inde et la Russie ! La décision a été prise de fusionner les principaux groupes et de fermer 100 à 150 millions de tonnes de capacités d'ici 2020 mais cela ne suffira pas.

S'agissant du ciment, en deux ans, 2011 et 2012, la Chine a produit plus de ciment que les Etats-Unis pendant tout le XXème, donc les surcapacités abondent mais heureusement la Chine manque de capacités portuaires pour l'export. Dans ces différents secteurs, entre 25% et 30% des entreprises publiques affichent des pertes et, si on se focalise sur les mines, il a été annoncé la suppression de 1,8 million d'emplois d'ici 2020 et la mise à disposition d'un fonds d'Euros 14 milliards, pour faciliter le reclassement des salariés. En fait, certaines estimations anticipent même 10 millions d'emplois supprimés sur quelque 100 millions d'emplois industriels en zone urbaine. Ceci effraie un peu les chinois et à l'échelon provincial, on observe des réticences à décider de fermetures, mais rappelons-nous que dans les années 90 environ 30 millions de fonctionnaires avaient été licenciés.

Ces différents sujets sont suivis de près par les sociétés occidentales de ces différents secteurs car elles subissent de plein fouet l'écoulement de ces productions. On peut ainsi penser à Arcelor qui a perdu \$7.9 milliards en 2015.

- Inquiétude sur la dette : la dette s'élève à près de \$28 000 milliards, soit 2.5x le PIB à comparer avec 1.5x en 2008. La dérive de la dette illustre une baisse marginale de l'efficacité du capital investi. Toujours plus de dettes pour moins de croissance. Officiellement limitée à 40% fin 2015, la dette publique a incité Moody's à mettre une perspective négative car on perçoit que l'Etat va devoir recapitaliser nombre d'entreprises, nombre de banques, voire de provinces.

La dette des entreprises, 1x le PIB en 2008, près de 1.6x aujourd'hui (0.9x pour les seules entreprises publiques qui ne représentent que 20% de la production) fragilise nombre de sociétés et commande des rapprochements d'entreprises.

Les mauvaises créances supportées par les banques sont évaluées à \$2250 milliards, soit près de 20% (15% selon le FMI) de l'encours des prêts commerciaux.

Néanmoins, si on veut tempérer ce pessimisme, on précisera que les deux tiers de la dette ont été contractés par des entreprises publiques et sont dus à des banques publiques. On peut conjecturer que les banques convertiront une partie des créances en actions. De même, les prêts ne représentent qu'une fraction des dépôts, 70% environ, et l'épargne brute atteint \$5200bn en 2015, un montant très supérieur aux \$3400 milliards constatés aux Etats-Unis, près de 50% du PIB. Enfin, le risque de contagion internationale est modéré car la Chine reste très créditrice du reste du monde (\$3050 milliards de réserves de change) et car les dettes des entreprises en devises ne représentent guère que 5%.

- Inquiétude sur la « finance de l'ombre » : elle est plus sensible que dans d'autres pays car elle est plus importante, 80% du PIB selon Moody's, et elle est plus opaque. Néanmoins, elle est très domestique et donc, il y a moins de risques de contagion.
- Inquiétude sur l'activité dans l'immobilier en 2017 : Les crédits hypothécaires ont été encouragés pour soutenir la croissance du pays et, sur un an, ils ont crû de plus de 70%, ce qui a poussé les prix immobiliers à la hausse de 10%.

Les provinces ont longtemps extrait beaucoup de recettes de la vente de terrains pour la promotion immobilière mais, surcapacités obligent, la manne se tarit et leurs dettes représentent l'équivalent de 40% du PIB.

En 2017, on peut redouter une contraction de quelque 20% des ventes immobilières car nombre de villes ont commencé à freiner le secteur pour contenir les surcapacités et abaisser le niveau des stocks. L'enjeu est d'importance car l'immobilier, c'est la moitié de la fortune des ménages, un tiers des revenus des collectivités locales et plus de la moitié des engagements bancaires, donc une variable clé pour la conjoncture. Les hypothèques, en pourcentage du PIB, ne représentaient en 2015 que 20%, très inférieures aux 100% constatés aux Etats-Unis.

Pays émergents :

Les pays émergents, en incluant la Chine, représentent 38% du PIB mondial en nominal mais 52% en PPA, et ils réalisent désormais plus de 50% de la croissance mondiale. Les pays émergents, au regard des pays développés, gardent des atouts, un potentiel de baisse des taux et un niveau d'endettement qui n'est pas encore problématique mais beaucoup d'entre eux ont épuisé l'effet rattrapage sur les pays développés et restent confrontés à des insuffisances de personnel qualifié, de productivité et d'infrastructures.

En outre, la situation est contrastée entre des pays qui à l'instar du Brésil et de l'Afrique du Sud dépendent des cours des matières premières ; des pays, très exportateurs, pénalisés par la faiblesse de la croissance des pays occidentaux et des pays asiatiques, du Vietnam à l'Inde, qui affichent toujours une croissance supérieure à 5%.

Inde :

- En 1900, l'Inde possédait le 4ème réseau ferroviaire au monde mais à la fin des années 40, les dirigeants indiens, comme les autorités chinoises choisirent un développement à l'abri des frontières, socialiste et démocratique en Inde, communiste et autoritaire en Chine. Gandhi, assassiné en janvier 48, fut un bref inspirateur, Mao, au pouvoir de 1949 à sa mort en 1976, un long organisateur. L'Inde garda un contact intellectuel avec le monde occidental, la Chine s'isola. Tous deux reculèrent sur la scène internationale.
- Les potentialités et les défis : 7ème économie mondiale en termes de PIB, derrière la Grande Bretagne, 6^{ème}, et la France, 5ème, l'Inde affiche un PIB/hab qui représente le 1/10 de celui des

Etats-Unis quand la Chine est au quart. L'Inde enregistre un taux de croissance, 7.1% au deuxième trimestre, plus élevé que celui de la Chine. L'Inde s'approche des Etats-Unis pour la consommation en pourcentage du PIB, 64% contre 70% aux Etats-Unis, à comparer avec 57% au Japon, 54% dans l'Union européenne et 38% en Chine.

La croissance démographique se poursuivant, le défi est immense et l'Inde va devoir créer 90 millions d'emplois d'ici 2025. Soit 10 millions d'emplois chaque année pour les jeunes qui arrivent, ce qui n'est pas simple dans un pays où le secteur manufacturier ne représente que 16% du PIB contre 34% en Chine. En 2030, la population indienne dépassera celle de la Chine et déjà la classe des 20-24 ans est supérieure à celle de la Chine, 116 millions contre 98 millions en 2013.

- Les handicaps : Monsieur Modi ne peut gouverner l'Inde, état fédéral, comme il régenta le Gujarat entre 2001 et 2014 qui ne comptait que 60 millions. Il dispose d'une faible marge de manoeuvre car la chambre haute lui est hostile. Il rencontre des difficultés pour réformer les impôts, l'acquisition des terres, le marché du travail, réduire les subventions improductives, restructurer les entreprises publiques et les privatiser.

Conjoncturellement, le pourcentage des créances douteuses est un frein au crédit d'autant plus sérieux que les banques publiques sont sous-capitalisées et donc peu enclines à prêter. Le potentiel de baisse des taux demeure important mais il est ralenti par un taux d'inflation encore de 5%.

Plus fondamentalement, l'Inde, pauvre en capital, avec un taux d'épargne de 32% contre 45% en Chine, doit créer les conditions pour attirer les investisseurs internationaux. En 2015, ce montant a représenté près de \$40 milliards mais c'est trop faible pour financer les besoins en infrastructures et, le déficit budgétaire, 3.5%, entrave une éventuelle stimulation. Parmi les autres freins au développement, on relèvera la faiblesse des infrastructures, l'insuffisance du personnel qualifié dans certains secteurs, la pénurie chronique d'électricité, le système sanitaire lamentable, les rigidités sociales avec toujours 16% d'« Intouchables » et les agressions contre les minorités religieuses, trop fréquentes.

La faible croissance de l'industrie est un frein au développement.

Le taux d'utilisation des capacités n'est que de 70% et même de 50% dans la production d'acier et le papier.

Après les Etats-Unis, l'Inde est le pays qui possède le plus d'hectares cultivés. Mais beaucoup de ces terres sont dans des zones semi arides qui manquent d'eau et où il est impossible de mettre des semences à haut rendement ou dans des zones fréquemment inondées. Si la population agricole est tombée à 24%, deux tiers de la population vivent dans des zones rurales et les services y représentent 50% de l'activité.

Brésil :

- Sous un angle politique, l'émiettement est une constante. On compte près de 25 partis et Lula gouvernait une coalition d'une vingtaine de formations politiques. Aujourd'hui la situation est pire puisque Monsieur Temer, conservateur, remplaçant de Dilma Rousseff n'a qu'une faible légitimité et rencontrera des difficultés pour imposer une retraite à 65 ans, pour amorcer une relance des privatisations dans les infrastructures (ports, aéroports, assainissement des eaux), attirer les capitaux étrangers ou geler durablement les dépenses publiques, même s'il a pris la décision de majorer de 12% les allocations (la Bolsa) pour 14 millions de défavorisés.
- Sous un angle économique, la Banque centrale, pour soutenir la conjoncture, vient, pour la première fois en quatre ans, d'abaisser les taux de 0.25% à 13.75%, mais le pays est en récession, -3.8% en 2015, -3.5% en 2016. Le PIB est tombé au niveau de l'année 2010 et le PIB/habitant est même en baisse de près de 10% depuis le début de la récession. Les ventes de détail sont en recul de 18% depuis le pic de 2012, le crédit à la consommation est faible, à seulement +1%, le taux de chômage est élevé, à 11.8% et l'inflation, à 8.4% en septembre, toujours excessive. Le Brésil enregistre un déficit primaire de 2.3% du PIB, ce qui aggrave la dette publique désormais à 70% du PIB contre 51% en 2012. Ajoutons la perte de compétitivité, imputable, ces dernières années, au cours élevé du Real et à la hausse des salaires et donc, l'excédent de la balance commerciale, \$47 milliards en 2016, n'est qu'un trompe l'œil résultant de la baisse des importations.
- Fondamentalement, le pays a toujours quelques carences. En premier lieu, l'investissement public en infrastructures, par exemple, qui ne dépasse pas 2% du PIB quand en Chine il est fréquemment de 6% du PIB. Ensuite, le taux d'investissement global, tombé de 23% en 2013 à 18% du PIB (à comparer avec un taux de près de 25% en Russie et de 35% en Inde), qui, faute d'épargne suffisante, est plus de deux fois inférieur à celui de la Chine.

Russie :

- Sous l'angle politique, Poutine dirige, directement ou indirectement, le pays depuis 16 ans et va vraisemblablement gagner l'élection présidentielle en 2018. Le budget militaire ces dernières années, a beaucoup crû \$90 milliards, soit l'équivalent des efforts additionnés de la France, de la Grande Bretagne et de l'Allemagne mais ceci peut apparaître démesuré pour un pays dont le PIB est comparable à celui de l'Italie. La politique étrangère conforte l'image de Poutine, l'intervention en Syrie, une première, hors de l'ex Union soviétique, depuis la guerre en Afghanistan en 1979, peut être motivée par la présence de 20 millions de musulmans dans le Caucase, l'équivalent de 15% de la population du pays, mais le pays n'a pas de réel allié. A l'Assemblée de l'ONU, seuls dix Etats, dont la Syrie et le Venezuela, ont soutenu la Russie lors du bombardement d'Alep.
- Fondamentalement, la Russie, aujourd'hui 9ème mondiale par sa population ne sera plus, dans une quinzaine d'années, que 15ème, au niveau de la Turquie, car elle subit un recul de sa population, et une diminution de sa population active, proche de 200 000/an. Les autres points faibles du pays sont le système juridique, pas assez protecteur pour attirer les capitaux étrangers, l'insuffisance de

l'investissement public qui va pénaliser la croissance du pays à terme et gêner les gains de productivité, la faible diversification de l'industrie et la dépendance au pétrole et au gaz qui n'a pas baissé ces vingt dernières années. Certes la Russie réalise 18% de la production mondiale de gaz (2ème après les Etats-Unis), détient 17% des réserves mondiales de gaz et de charbon mais 70% du pétrole, 92% du gaz, 80% du charbon sont en Sibérie qui manque d'infrastructures pour faciliter l'exploitation. La sensibilité aux variations des prix du pétrole demeure élevée, +/-10% sur le prix du pétrole représentant +/- 1 point de croissance du PIB, même si la baisse du rouble qui accompagne celle des prix du pétrole amortit la diminution des recettes.

- Conjoncturellement, le pays garde des réserves de change élevées, proches de \$370 milliards, mais la faiblesse des cours des matières premières, l'incidence des sanctions économiques internationales, le niveau du déficit budgétaire supérieur à 3% du PIB ont obligé le pays à beaucoup prélever dans deux fonds souverains qui représentaient une réserve supérieure à 6% du PIB et il faut surveiller l'endettement extérieur brut, actuellement de 51% du PIB car plus de 80% de la dette publique est en \$ et en Euros.
- Les revenus des ménages ont régressé de 10% en 2015 et le nombre de pauvres s'est aggravé de 3 millions à 19 millions, loin néanmoins des 50 millions atteints à la fin des années 90. Récemment, la situation a été améliorée, la récession, -0.5% escompté en 2016, est moindre qu'en 2015 (-3.7%) même si les ventes de détail régressent de 4.4% sur un an. Autres points favorables, le taux de chômage faible à 5.5%, la production de brut est à un niveau record de 11Mb/j, les récoltes de céréales ont été favorables et la part des exportations vers la Chine est en hausse, à 9% du total.
- Le marché russe, mi-août, était à un plus haut historique, le rouble a été en forte hausse de 34 contre \$ mi 2014 à 61 et les taux d'intérêts restent élevés et attractifs à 9%. Les marchés persistent à mal noter la Russie puisque les obligations à 10 ans valent beaucoup plus que les obligations de pays comme l'Espagne ou comme l'Italie pourtant sensiblement plus endettés.

Autres grands pays émergents :

Asie :

- La croissance reste soutenue, exemple 5.2% en Indonésie et près de 7% aux Philippines. Toutefois, dans plusieurs pays, Thaïlande, Malaisie, Corée du sud, la consommation repose sur une augmentation sensible du crédit à la consommation et cela constitue une fragilité à terme.
- La scène géopolitique évolue avec les Philippines, pays de 103 millions d'habitants, qui s'émancipent du giron américain et veulent acquérir des équipements militaires auprès de la Chine et de la Russie.

- **Turquie** : Le pays a compté, cette année, son cinquième coup d'Etat depuis 1960 (après 1960, 1971, 1980 et 1998) et reste assez isolé sur la scène diplomatique, même s'il tente de se rapprocher de la Russie et envisage la réalisation avec Israël d'un gazoduc commun pour acheminer le gaz israélien vers l'Europe.

La devise s'est dépréciée de près de 17% depuis le coup d'Etat. Le ralentissement de la croissance est brutal, le PIB a baissé au troisième trimestre, ce qui constitue une première depuis 2009 qui incite le pays à lancer un plan de plusieurs milliards pour financer des infrastructures et stimuler la croissance. Mais on constate une détérioration de la dette brute en devises, à 60% du PIB, et un déficit courant élevé car l'épargne est insuffisante. De même, les exportations ont un fort contenu d'importations et l'énergie pèse lourd dans les importations. Mais le plus préoccupant est la forte croissance du crédit au secteur privé depuis le début des années 2000 puisque de 10% du PIB, il est passé à 70%.

Afrique :

- De 17% de la population mondiale en 1500, l'Afrique était tombée à 7% en 1900. Aujourd'hui, la croissance démographique est rapide et en 2050, le continent comptera de nouveau 17% de la population de la planète, soit alors 2.5 milliards. A cette date, la population chinoise sera de 1.3 milliard, stable par rapport à aujourd'hui et celle de l'Inde de 1.7 milliard.

Appréhender l'Afrique avec trop d'optimisme est exagéré. Certes la croissance devrait atteindre 4.5% en 2016 et certains pays, l'Ethiopie, le Mozambique et la Côte d'Ivoire réalisant même plus mais il va être difficile d'offrir des emplois aux 25 millions de jeunes qui arriveront chaque année sur le marché.

Soulignons la faiblesse de beaucoup des 51 Etats, l'importance des migrations internes au continent, cause de troubles, surtout depuis que les 8000 kms du désert saharien ne sont plus un obstacle.

Ajoutons, la croissance rapide de l'endettement de ces Etats, 10 points en cinq ans, pour atteindre 44% du PIB, l'abondance des ressources naturelles mais la faiblesse des pôles industriels, souvent concentrés sur la côte (grands ports Durban, Lagos/Abidjan, Dar es Salam, Ethiopie).

Le **Nigéria**, première économie Africaine est entré en récession, peine à vaincre une inflation officiellement de 17% et à attirer des capitaux étrangers, très nécessaires au financement de ses infrastructures.

En **Afrique du Sud**, deuxième économie du continent, la situation économique est difficile. Un recul du PIB et de la consommation au deuxième trimestre, un taux de chômage de 25%, des pertes constatées dans la moitié des mines, une aggravation de la dette en devises à 47% du PIB, un déficit budgétaire non maîtrisé à 3.9% du PIB, un déficit commercial très important qui atteint 4.9% du

PIB, une note BBB- attribuée par Fitch, un taux à 10 ans supérieur à 9% sont autant de facteurs d'inquiétude.

Au **Niger**, la légitimité de l'Etat est contestée et il reste vulnérable aux attaques terroristes. Ce pays francophone ne dénombre que 17 millions d'habitants sur un territoire vaste comme deux fois la France mais seuls 10% des habitants ont accès à l'électricité. Le nombre d'enfants par femme en âge de procréer dépasse 7. Ainsi la population pourrait atteindre 70 millions en 2050 et l'émigration devenir un gros enjeu.

L'Ethiopie est souvent mentionnée comme un exemple de pays bénéficiant d'une croissance forte, 7 à 10%/an, mais 1/3 de la population a toujours moins de \$2/jour pour vivre et le pays, en manque de capitaux, affiche un déficit des paiements de 7% du PIB.

Amérique Latine :

- Au **Mexique**, la situation est contrastée.
Sous un angle démographique, le nombre d'enfants/femme est tombé de 5.4 dans les années 70 à 2.3 récemment mais 30% de la population a moins de 15 ans.
Sous un angle économique, de 1994 à 2012, la croissance économique a été faible et l'écart de PIB/hab avec les Etats-Unis s'est creusé. Récemment, la baisse de la production de brut de 3Mb/j en 2008 à 2.5Mb/j et la faiblesse des cours du pétrole, 40% des recettes fiscales, ont obligé le pays à couper dans les dépenses sociales, pourtant faibles. Plus inquiétant, l'aggravation de l'endettement brut en devises, à 30% du PIB, au moment où la devise se déprécie de 16% sur l'année. Et encore plus perturbant, l'inquiétude perceptible suite à l'élection de Donald Trump car 75% des exportations mexicaines sont à destination des Etats-Unis et du Canada et car, sur les trois millions de voitures produites, beaucoup sont exportées. En positif, heureusement, des créations d'emplois, +3.6% sur un an, un taux de chômage faible, à 3.9%, donc des ventes de détail soutenues.
- En **Argentine**, la récession prévaut, -2% escompté, avec une pauvreté qui augmente et un taux d'inflation à plus de 30%, en partie imputable à une dépréciation de 30% de la devise et à la suppression de nombreuses subventions des plus pauvres pour l'eau, le gaz et l'électricité. Monsieur Macri voudrait ouvrir les marchés à la concurrence mais les PME ne sont pas prêtes et on observe, par exemple, une chute de 30% de la production locale de chaussures.

Conclusion :

- Pour assurer le lien avec notre note sur la stratégie de placement qui va suivre dans quelques jours, on retiendra des pages précédentes, une pondération neutre sur les Etats-Unis et le Japon, une surpondération sur l'Europe, une sous-pondération des pays émergents à l'exception de la Chine sur laquelle nous avons une position neutre.
- Dans ce contexte de croissance modérée, les défis sociaux-politiques suscités abondent :
 - Défis politiques, puisque la démocratie qui paraissait avoir définitivement gagné en 1990, est aujourd'hui fragilisée par la floraison des mouvements populistes et l'insatisfaction des populations occidentales, confrontées à la stagnation ou au recul de leur pouvoir d'achat.
 - Défis démographiques, avec la perspective d'un doublement de la population africaine à l'horizon 2050 et ailleurs, les coûts du vieillissement.
 - Défis géopolitiques, puisque si la disparition du bloc soviétique laissait accroire une fin des guerres, il n'en est rien. Au ressentiment d'une Russie dont la population décline et le poids économique recule, s'ajoutent les ambitions chinoises en Asie, l'incapacité des pays du Moyen Orient à se pacifier et une cinquantaine de conflits, principalement internes.
- Mais à l'aube de cette nouvelle année, on choisira de conclure avec *Nietzsche* en rappelant que « *L'optimiste adore l'incertitude qui entoure l'avenir* », ce qui si on y réfléchit bien caractérise la Bourse.