

LETTRE MENSUELLE

Juin 2017

« Document destiné à des investisseurs qualifiés »

La chance

Le nouveau président de la République française, Emmanuel Macron, semble posséder une qualité essentielle pour réussir dans la vie politique : la chance. Nul ne peut contester, en effet, que la marche qui l'a mené au palais de l'Élysée ait été jalonnée de facteurs favorables et les observateurs vont bientôt s'apercevoir, alors qu'il s'installe dans sa nouvelle fonction, que cette circonstance se poursuit aujourd'hui dans le domaine économique

❑ L'état de l'économie française s'est amélioré

L'état de l'économie française s'est en effet bien amélioré depuis le début de l'année 2016 et la dynamique positive pourrait même être en phase d'accélération

maintenant que les incertitudes électorales sont passées. Du côté des consommateurs, la confiance mesurée par l'INSEE est désormais revenue à son niveau le plus élevé depuis dix ans (soit avant la crise des *sub-primes*). Cette meilleure orientation se retrouve dans les statistiques de la consommation qui, mis à part le premier trimestre 2017 sans doute affecté par la campagne électorale, affichent une hausse comprise entre 1.5% et 2% en glissement annuel, soit un très net rebond par rapport aux progressions languissantes des années 2013 et 2014 (respectivement +0.6 et +0.7%). Même constat du côté de la construction (permis de construire ou mises en chantiers) qui semble avoir mangé son pain noir et retrouve - un peu laborieusement à ce stade - une activité qui sans atteindre les sommets de 2007 se démarque assez nettement des points bas de 2001 et 2009.

❑ L'enclenchement d'une dynamique positive est manifeste...

Alors certes, pas de reprise durable de la consommation sans augmentation du revenu disponible des ménages. Et sur ce front également les choses s'améliorent puisqu'après deux années moroses (2013 et 2014 avec des hausses anémiques de 0.3 et 0.8%), cet agrégat a progressé de près de 1.5% en 2015 et sa hausse frôle les 2% (1.91% pour être précis) en 2016. Nous sommes encore assez éloignés des belles années du début de ce millénaire (qui affichaient régulièrement des croissances de 3 à 4%) mais l'enclenchement d'une dynamique nettement plus positive est manifeste. Le taux d'épargne des ménages confirme par ailleurs une lente reprise de la confiance puisqu'après avoir tutoyé des sommets dans les années 2009/2010 (près de 17%), puis à nouveau en 2012 (pas loin de 16%), il se stabilise depuis quatre trimestres à un niveau inférieur (de l'ordre de 14.5%) ce qui montre que l'état d'esprit de la population évolue désormais dans une logique plus optimiste.

❑ ...et se traduit par une embellie des perspectives de production

Du côté de l'offre, le contexte pointe pareillement vers une amélioration. Les perspectives de production mesurées par les enquêtes mensuelles de l'INSEE auprès des chefs d'entreprise retrouvent des niveaux à peu près comparables à ceux d'avant crise de 2008, ce que confirme l'évolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE qui progressent de manière quasi régulière depuis la seconde moitié de l'année 2014. Preuve supplémentaire de cette embellie, le taux d'utilisation des capacités qui était tombé à 75% au plus fort de la récession de 2009 et qui, depuis la phase de reprise, stagnait à un niveau de l'ordre de 80% est désormais remonté à 83.7% (mars 2017) en l'espace d'un peu plus d'un an. Le secteur de l'automobile caractérise assez bien l'évolution de cette situation avec un franchissement (en mars 2017) de la barre des 2 millions de véhicules vendus annuellement, un niveau assez similaire à celui du milieu des années 2000 et bien supérieur au creux atteint en août 2013 (1.74 millions) lorsque la crise des dettes européennes avait affecté les économies de la zone.

❑ L'injection massive de liquidités mise en place par la BCE...

A cet égard, nul ne peut contester l'influence de la politique monétaire menée par la BCE. L'injection massive de liquidités décidée à partir de janvier 2015 a permis d'abaisser de manière significative le niveau des taux d'intérêts, et donc la charge de la dette, notamment pour les ménages français amateurs de patrimoine immobilier. Elle a aussi contribué de manière indirecte à abaisser le taux de change de l'euro ce qui a favorisé la compétitivité

des produits et des services européens et naturellement français. La donne n'a toutefois pas changé au niveau intra européen et c'est pourquoi l'influence de ce second facteur ne doit pas être surestimée. J'en veux pour preuve la situation de la balance commerciale de la France qui ne s'est pas restaurée (ou de manière marginale) malgré une baisse de près de 15% du taux de change effectif réel de l'euro puisque le déficit du commerce extérieur atteint encore 56 Mds d'euros (dernier chiffre de mars 2017) contre un extrême de 75 Mds d'euros en octobre 2011.

❑ ...a eu un impact direct sur les comptes extérieurs européens

En revanche - quoiqu'en disent les Allemands - la baisse de l'euro a eu un impact favorable sur le solde extérieur de l'ensemble de la zone qui est passé d'une situation de déficit mineur ou de surplus infime (entre 2005 et 2013) à un excédent qui n'est pas négligeable puisqu'il représente aujourd'hui environ 2.5% du PIB de la zone. J'ai mentionné la position allemande car dans certains cercles, il est de bon ton de souligner que nos voisins seraient en réalité « handicapés » par la faiblesse de la monnaie commune. Si handicap il y a, il ne se reflète en tout cas pas dans les statistiques de leur commerce extérieur car la bonne tenue de la balance commerciale de la zone est à mettre (en quasi-totalité) sur le compte de la machine allemande dont les succès (favorisés par la situation de l'euro) ont contribué en très large part au mouvement global. C'est d'ailleurs sur cette dynamique que les Allemands continuent à construire leur croissance économique puisque les excédents des comptes externes représentent désormais un peu plus de 8% du produit intérieur brut de la première économie de l'eurozone.

❑ La croissance allemande affiche une bonne régularité...

La dynamique de la demande intérieure allemande, même si elle est un peu moins poussive, n'est en effet toujours pas exubérante. L'arrivée d'une large population migrante n'a pas eu à ce stade d'effet significatif sur ce segment de la croissance allemande puisque, après une année 2016 assez satisfaisante sur ce plan (une hausse de 1.9% de cet agrégat), la hausse de la consommation n'atteint que 10% sur 10 ans, soit une croissance moyenne de l'ordre de 0.9% l'an. Le marché de l'immobilier reflète bien l'atonie latente du corps social allemand avec des mises en chantier qui dépassent à peine les 200 000 unités en rythme annuel et ce depuis le milieu des années 2000. Pour autant, la croissance de l'ensemble de l'économie allemande se maintient aux alentours des 1.7/1.8% l'an depuis début 2015, avec une bonne régularité et une sensibilité aux extra systoles extérieures (notamment chinoises) qui semble moindre.

❑ ...et se situe désormais dans la moyenne européenne

Mais surtout - et c'est un élément d'importance pour la politique européenne du nouveau président français - la dynamique allemande est revenue dans la moyenne de celle de l'Europe. La forte divergence économique entre les différents partenaires qui constituait il y a quelques années un danger réel (et supplémentaire) pour l'espace monétaire européen est aujourd'hui moins cruciale puisque d'une part les uns et les autres se situent sur un niveau de croissance qui n'est plus très éloigné de celle (moyenne) de l'ensemble et d'autre part, le plus puissant d'entre eux, l'Allemagne, ne peut plus se prévaloir d'une situation d'exception. Certes l'écart entre la croissance économique de l'Allemagne et celle de la France ne s'est pas complètement réduit mais il a bien diminué puisqu'il ne représente plus qu'un demi pour cent alors qu'il dépassait un bon pour cent il y a encore un peu plus de deux ans. Et pour peu que la « psychologie positive » soit du côté de la France, il n'est pas impensable que les choses s'annulent ou s'inversent dans les trimestres à venir.

❑ L'économie italienne, en revanche, pose problème

Pour autant il reste une économie au sein des grandes puissances de la zone qui pose problème, c'est celle de l'Italie. Certes la croissance y a été positive en 2016 (+1%) mais ce rebond est fragile et ne peut pas masquer à lui seul les années d'apathie. Considérons en effet que le produit intérieur brut italien à fin 2016 se situait, à la virgule près, au niveau atteint...fin 2000. Et contrairement à l'explication généralement avancée, ce n'est pas tant l'euro (ou sa surévaluation) qui sont en cause mais plus probablement une mauvaise allocation des ressources liée à l'importance de la dette publique. C'est en effet l'investissement (en baisse de 17% sur la période 2000-2016) qui a constitué le frein essentiel tandis que les comptes extérieurs s'amélioraient (certes, marginalement) puisque les exportations augmentaient de 30% sur la même période contre une hausse de 25% pour les importations. En revanche, comme dans le cas Allemand mais de manière encore plus aiguisée, c'est l'absence de dynamisme de la consommation des ménages qui plombe la croissance de l'Italie puisque cet agrégat n'a augmenté que d'un très maigre 1.3% en l'espace de seize ans.

❑ Le contraste avec l'Allemagne est frappant...

Et cette absence de croissance a eu de lourdes conséquences sur la situation de l'emploi transalpin puisque le nombre de chômeurs dans la presqu'île, après être passé de 2,28 millions fin 2000 à moins de 1,4 millions en avril 2007, a plus que doublé depuis pour atteindre 3,02 millions en mars dernier. A cet égard, le contraste avec l'Allemagne est frappant. En effet, la situation des demandeurs d'emplois allemands a continué de se dégrader dans la première moitié des années 2000 puisque leur nombre passe de 3,8 millions à fin 2000 à plus de 5 millions en avril 2005 et ce n'est qu'à compter de cette époque que les choses s'améliorent - et même grandement - puisqu'ils ne sont plus qu'un peu plus de la moitié aujourd'hui (2,66 millions). Bien sûr la croissance allemande a été nettement plus solide que celle de l'Italie sur la période considérée (+21% de fin 2000 à fin 2016) mais est-ce la seule raison ? Après tout la progression du PIB français n'a pas été négligeable depuis le début du millénaire puisqu'elle se monte à 18,5% ce qui n'est pas très différent de celle l'Allemagne. Mais pourtant nous avions en France 2,435 millions de chômeurs en décembre 2000 et nous en avons 3,472 millions aujourd'hui. Alors certes, notre démographie est plus dynamique que celle de l'Allemagne mais cela n'explique pas tout.

❑ ...tout comme l'est la divergence entre la France et les Etats-Unis

Autre exemple intéressant, celui des Etats-Unis qui avaient plus de 15 millions de demandeurs d'emplois fin 2009/début 2010 et qui sont arrivés à diviser par plus de deux cette population (un peu plus de sept millions actuellement) et ce avec une croissance certes décente mais sans extravagance puisqu'elle s'est élevée à 16% en sept ans (Pour mémoire les mêmes informations concernant la France donnent une croissance moitié moindre (+8,2%) mais une *hausse* du nombre de chômeurs (en catégorie A) dont le total passe de 2 636 000 fin décembre 2009 à 3 472 000 récemment. Les faibles tensions sur le niveau des salaires américains constituent l'autre élément surprenant du cycle actuel. Qui aurait pu prévoir que malgré un taux de chômage plus que divisé par deux, les hausses de salaire resteraient aussi anecdotiques ? Considérons en effet que l'indicateur qui fait référence à ce sujet, le salaire horaire moyen, est passé de 22,31\$ fin 2009 à 26,19\$ aujourd'hui, soit une hausse limitée à 17% en un peu plus de sept ans.

❑ Et si la hausse des salaires américains était sous-estimée ?

Ce n'est probablement pas du goût des salariés mais c'est une situation qui fait l'affaire des responsables de la Fed qui n'auraient sans doute pas pu maintenir une politique monétaire aussi expansive si l'inflation salariale s'était faite plus menaçante. A moins que la hausse des salaires soit sous-estimée, ce qui constitue la thèse de certains économistes qui relèvent que, certes la progression du salaire horaire moyen ne s'est pas accélérée, même récemment dans un contexte de chômage peu élevé, mais soulignent que d'autres mesures plus « larges » font état de hausses moins anecdotiques à l'instar de la compensation horaire qui englobe les avantages divers (santé, voitures, etc...) qui elle grimpe de 3.9% en glissement annuel alors qu'elle n'affichait qu'une hausse de 2.4% un an auparavant. Et il est vrai que dans certains secteurs tel la construction, le marché du travail est tendu au point que les hausses de salaires significatives et parfois même des bonus de bienvenue sont monnaie courante ; pourtant la statistique officielle n'affiche qu'une hausse de 2.1% pour le salaire horaire moyen de cette activité.

❑ La Fed n'est pas loin de le penser

C'est probablement pourquoi certains économistes pensent que des hausses de rémunération beaucoup plus importantes ne vont pas tarder à apparaître. L'un d'entre eux (et non des moindres puisqu'il officie au sein du *Federal Reserve Board*) estime que la courbe de Phillips est certainement moins linéaire et beaucoup plus incurvée que ce qui était jugé jusqu'à présent et il insiste sur la pertinence de cet indicateur une fois passé un certain plancher de chômage, plancher qu'il assure être atteint aujourd'hui. Les propos de Jeremy Nalewaik puisque c'est de lui qu'il s'agit, semblent trouver un écho plus large au sein du comité de politique monétaire de la Fed si l'on en juge par les commentaires les plus récents d'Eric Rosenberg, l'une des « colombes » de ce comité, qui a estimé lors d'un discours prononcé le 10 mai dans le Vermont que le marché de l'emploi était désormais dans une situation trop tendue qui imposait une action plus vigoureuse de la part de la Fed (il suggère trois hausses de taux d'ici la fin de l'année).

❑ L'hystérie à Washington

Mais le pilotage de la Fed se complique avec l'arrivée d'une période d'instabilité politique élevée (et le mot instabilité est probablement trop faible pour décrire l'hystérie qui s'est emparée du microcosme washingtonien). Alors même que les uns et les autres s'attendaient encore, il y a trois mois, à une mise en place rapide d'un budget de relance « professionnel » axé sur d'importantes réductions d'impôts (surtout pour les entreprises) et des dépenses d'investissement, le projet déposé par l'administration en place semble avoir peu de chance d'être adopté

tant il semble bâclé. Exemple le plus flagrant des erreurs élémentaires commises : Trump compte notamment équilibrer son budget grâce aux centaines de milliards de dollars de recettes fiscales tirées d'un impôt sur les successions...qu'il a décidé d'abolir ; ou bien la Maison-Blanche comptabilise deux fois le bénéfice des 2000 milliards de baisses d'impôts sur dix ans : une première fois en proclamant qu'ils doperaient la croissance et une deuxième fois en affirmant qu'ils équilibreront le budget.

❑ Un budget « mort-né » mais un budget quand même

Il est vrai qu'aux Etats-Unis, même si on a tendance à l'oublier, ce n'est pas réellement le président qui détermine le budget mais le Congrès. En ce sens, le projet de la Maison-Blanche n'est rien d'autre qu'une suggestion. Qui a été - disons-le avec retenue - « mal accueillie » par les Démocrates en raison de la sévérité des coupes budgétaires envisagées dans les programmes sociaux mais également par les Républicains qui jugent en privé « fantaisistes » les prévisions de croissance sur lequel il est assis. D'ailleurs, le numéro deux des Républicains au Sénat, John Cornyn, l'a jugé « mort-né ». Il serait toutefois hasardeux de tirer de cette situation des conclusions trop hâtives. N'oublions pas que les Républicains détiennent une majorité dans les deux chambres et que s'il y a un sujet sur lequel ils semblent s'accorder avec le Président c'est celui de la réforme de la fiscalité des entreprises. La Maison-Blanche a beau être le théâtre d'un tourbillon permanent, les budgets vont être votés et des réformes d'importance pourraient malgré tout voir le jour.

❑ Une réforme qui pourrait avoir des conséquences importantes

Et notamment la révision du taux d'impôt sur les sociétés qui pourrait bien descendre à 15% à partir de l'an prochain. L'objectif étant de rapatrier les profits des entreprises américaines en utilisant pour ce faire une forme de concurrence fiscale. Cette réforme, si elle est approuvée, pourrait bien avoir des conséquences également importantes en Europe puisque nous sommes les champions du dumping fiscal et de la concurrence sauvage, ce dont profitent naturellement les multinationales de tous pays qui transfèrent leurs profits dans leurs filiales établies dans les pays européens à faible taux d'imposition. A titre d'exemple, le taux d'imposition véritablement payé par les entreprises américaines s'élève à 0.4% au Luxembourg, moins de 3% aux Pays-Bas et en Irlande alors qu'il dépasse 20% en Allemagne. Voilà donc un sujet de convergence pour le couple franco-allemand qui pourrait faire avancer l'idée d'un taux commun sur les profits consolidés qui pourrait être le même partout et forcerait les entreprises à déclarer les profits là où les biens ou les services sont vraiment consommés.

Conclusions : Un projet réaliste pour le nouveau couple franco-allemand

Par ailleurs l'Angleterre post Brexit pourrait être tentée de recourir à son propre dumping fiscal pour tenter d'attirer (ou de retenir) les grandes entreprises. Le pavé que l'Amérique s'apprête à jeter dans le marigot fiscal international pourrait donc faire de nombreuses vagues. Les espoirs qu'il suscite ont déjà eu des répercussions importantes sur les marchés actions américains, beaucoup moins sur leurs homologues européens. Et pourtant, les entreprises françaises et allemandes notamment pourraient être les principales bénéficiaires des mesures d'harmonisation européenne qui viseront, si elles se concrétisent, à modérer les taux d'imposition là où ils sont les plus élevés et à les augmenter dans les pays à basse pression fiscale. Une telle initiative emporterait certainement l'adhésion des citoyens européens lassés d'entendre parler des impôts ridicules payés par les multi nationales américaines. Cela semble donc un projet réaliste et acceptable pour le nouveau couple franco-allemand.