

Perspectives économiques : bilan 2017 et risques 2018

Les messages des prévisions macroéconomiques.

Message 1 : En 2017, les marchés financiers font cause commune avec l'économie réelle

Message 2 : En 2017, les Etats-Unis semblent se lancer dans un bras de fer avec la Chine

Message 3 : L'année 2017 prouve que les politiques de l'offre avec comme référence l'Allemagne, ne sont pas les seuls possibles en Europe : l'Allemagne s'est essouffée

Message 4 : En 2017, on peut regretter l'absence d'un meilleur consensus en Europe sur les politiques budgétaires et fiscales

Message 5 : En 2018, les politiques budgétaires vont devenir plus accommodantes, risque d'explosion des ratios de dette publique

Message 6 : En 2018, on va s'inquiéter de plus en plus de la dette privée

Message 7 : En 2018, la question des cryptomonnaies va perdurer

Message 8 : Les politiques de l'offre ne doivent pas oublier le pouvoir d'achat en face

Message 9 : Les impacts économiques de la politique fiscale de D-T restent très incertains

Message 10 : Un risque de bulle obligataire n'est pas à négliger en 2018

Message 11 : La crise de la Catalogne en Europe, les élections en Italie à venir, et la récente crise politique en Allemagne vont augmenter le risque politique de l'UE

Message 12 : Des incertitudes sur le contenu des négociations entre l'UE et la GB sur la finance et le protectionnisme (le Brexit)

Message 13 : Le resserrement agressif de la People's Bank of China peut faire trembler la planète

I) BELLE ANNEE 2017

I.1) Tendances Macroéconomiques globales

L'année 2017 a confirmé la reprise de l'économie mondiale. En termes réels, d'après les prévisions de l'INSEE, l'environnement mondial est resté très porteur : bon climat des affaires, une croissance américaine qui ne faiblit pas et la robustesse de la reprise dans les pays émergents tirent également le commerce mondial. L'année 2017 a consolidé également les choix d'investissement qui avaient été réalisés en 2016 (Tableau 1), la consommation globalement repartAinsi, avec une croissance de 3,6%, l'économie mondiale est revenue à son niveau moyen des deux décennies qui ont précédées la crise financière de 2007-2008 (tableau 2). Cette bonne santé se retrouve notamment sur le chiffre du chômage. De nombreux pays sont proches du plein emploi. En termes financiers, la bonne santé économique se traduit aussi par la hausse élevée du prix des actifs, la compression des écarts de risque (en particulier en Europe) avec le resserrement des spreads d'intérêt, et l'engouement des marchés financiers (mais attention à l'éclatement des bulles notamment obligataires). Les cours boursiers mondiaux tels que mesurés par l'indice MSCI World ont progressé tout au long des 13 derniers mois (Tableau 3). En termes monétaires, les QE vont consolider les tendances accommodantes. Un contexte économique très favorable avec assouplissement des politiques

monétaires conjugué à la synchronisation de la croissance entre les pays développés et les pays émergents produit un environnement où la croissance est abondamment tirée par la liquidité peu chère. Sur le terrain de l'inflation, l'année 2017 a été une année de grande maîtrise de l'inflation donc une grande stabilité monétaire globale (graphique 1). Cette faible inflation favorise des taux d'intérêt réels positifs (même si les taux nominaux sont déjà bas). Du coup, l'épargne financière est favorisée et de nombreuses poches d'opportunités se sont présentées. C'est aussi l'entrée des bitcoins sur le marché réglementé des futures de Chicago avec la polémique des Initial Coin Offerings[1] (cf. encadré) soulignant à notre sens le risque opérationnel rarement évoqué plutôt que la volatilité du sous-jacent. Vols de Bitcoins en 2014, mais aussi plus récemment un autre fait non divers : La plateforme japonaise Coincheck qui s'est fait dérober par des hackers l'équivalent de 426 millions d'euros de NEMs, une cryptodevise lancée en 2015.

Encadré : Aux Etats-Unis, le président de JP Morgan et les actions de la SEC ont maintes fois souligné le danger des ICO en raison de la difficulté à déterminer des valeurs intrinsèques. En outre, le site de Cboe Global Markets a tellement suscité d'intérêts qu'il s'est retrouvé rapidement offline après quelques minutes de trading.

Les mesures répressives des autorités coréennes et japonaises ont changé la donne sur la question des cryptomonnaies. En France, il n'existe pas encore de réglementation et de législation AMF propre aux ICO. En clair, tout le monde peut acheter des tokens ou émettre un titre numérique. De plus aujourd'hui, aucune garantie et protection des investisseurs n'est assurée dans les levées de fonds. Enfin, sur les places de marché non régulées, on connaît des difficultés pour vérifier la pertinence et la qualité d'un projet qui n'existe pas encore, les risques ici sont donc l'escroquerie, le blanchiment ou la perte en capital.

I.2) Quelques tendances génériques zone géographique par zone géographique.

Message 1 : En 2017, les marchés financiers font cause commune avec l'économie réelle

Etats-Unis : Les Etats-Unis connaissent une hausse pérenne des marchés financiers, un bull market ! En particulier on n'observe pas depuis 2016 une chute de 5% ou plus[2] des marchés ce qui témoigne d'une grande stabilité. De même du côté des rendements, on observe une progression de 30,8% sur le Nasdaq, 22,79% sur le SP 500 (tableau 4). Un point que l'on peut souligner ici, c'est

que l'élection de Donald Trump n'a pas trop eu d'influence sur les marchés financiers, on connaît pourtant l'extrême sensibilité des marchés au risque politique. De ce côté-là, on peut déjà dire que Donald Trump a presque eu un effet positif sur les marchés financiers aussi paradoxal que cela puisse paraître.

En Europe : D'après l'INSEE et dans la zone euro, la croissance a de nouveau été soutenue et le climat des affaires a été au plus haut depuis 17 ans. Un peu de la même manière, le risque politique (crise catalane, constitution laborieuse d'une majorité en Allemagne), n'a pas encore atteint l'économie réelle. Il faut cependant rester prudent sur cette question pour 2018. Mieux encore, si des tensions sur l'appareil productif apparaissent ici et là, notamment en France et en Allemagne mais pas uniquement, les investissements repartent ce qui est le signe d'une transformation économique qui consolide l'activité économique de 2017. Pour précision, les taux en Europe ont souvent été voisins de zéro, voire sont même négatifs. Les opérations principales de refinancement sont à 0%, les facilités de prêts marginales à 0,25%, la facilité de dépôts à 0,4%. La dé-pentification de la courbe des taux témoigne aussi que le financement des investissements à long terme est aujourd'hui moins coûteux, et se rapproche du coût pour un investissement de court terme. On doit ajouter à cela le fait que l'inflation est bien maîtrisée et l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors produits élémentaires et énergie a connu des évolutions baissières.

En France depuis la fin 2016, l'activité économique est également à cadence soutenue et ce niveau de croissance n'avait pas été observé depuis 2011. En 2017, l'optimisme a été de rigueur en France, confiance tant des consommateurs que des investisseurs. Les indices de confiance ont d'ailleurs atteint des sommets depuis 2007 c'est-à-dire la crise financière. En 2017, plusieurs secteurs d'activité connaissent une embellie et les indicateurs macroéconomiques sont plutôt au beau fixe : baisse du chômage, hausse de la consommation des ménages, hausse de la productivité et des investissements. Sur les marchés financiers, précisons en outre que le CAC 40 a fini l'année 2017 sur une progression de 9,26%, contre des gains d'environ 7,5% en 2016 (tableau 4).

II) ZONE D'OMBRE 2017

Pour être tout à fait exhaustif il faudrait souligner quelques zones grises de l'année 2017, des points à suivre. Certaines incertitudes seront à suivre dans l'année 2018.

Message 2 : Les Etats-Unis semblent se lancer dans un bras de fer avec la Chine

Au niveau de l'économie réelle aux Etats-Unis, c'est une année où l'on commence à prendre conscience des effets négatifs de la mondialisation absolue, car le protectionnisme a été grandissant au cours de cette année en particulier le retrait des Etats-Unis de l'accord de Paris sur le Climat, ce qui peut s'interpréter comme un protectionnisme environnemental. Les négociations dans le cadre de la NAFTA n'ont pas avancé, nous en sommes au 5ème tour de négociations sans aucun résultat. A ce sujet, de nombreux observateurs pensent que 50% de l'échec de ces accords sont dus aux exigences des Etats-Unis, les « clauses sunset » et la défense permanente des intérêts américains. Il faudrait également ajouter les politiques restrictives sur l'immigration aux Etats-Unis, et les dures négociations attendues au sein de l'OMC. Les Etats-Unis ont en effet dénoncé les accords de l'OMC avec également un discours favorable aux droits de douane. Le secrétaire américain au trésor Steven Mnuchin s'est porté en effet contre la déclaration mondialiste du G20 en Chine en janvier 2017 sur la question des barrières protectionnistes et des figures emblématiques conseillers de D-T comme Peter Navarro, le directeur du nouveau conseil du commerce à la Maison blanche, prône une attitude stricte contre les déficits commerciaux des Etats-Unis.

On pourrait s'orienter vers une guerre commerciale nouvelle. Il suffit de lire les Tweets de D-T sur la politique commerciale de la Chine avec le reste du monde pour comprendre les tensions commerciales qu'il existe. Dans ses twittes s'observe une intention manifeste des Etats-Unis de

blâmer délibérément la Chine, un exemple : celui du deal sur Money Gram, qui a été annulé, en clair la vente aux investisseurs chinois a été refusée par les autorités américaines, ceci a fait l'objet d'une communication par Tweet inappropriée. D'ailleurs, les Etats-Unis viennent d'annoncer l'imposition des droits de douane de 30% pour les panneaux solaires, ce qui frappe la Chine et l'Allemagne. En revanche, des progrès sont notoires au niveau du « Trans Pacific Partnership ». Au forum de Davos d'ailleurs, deux clans se sont opposés, deux manières de renforcer l'attractivité territoriale : D-T et son protectionnisme fiscale, Emmanuel Macron et son multilatéralisme

Pour clore le tout, ajoutons le département de la justice américaine à travers la SEC qui attaque en justice un equity Fund chinois lié à l'Etat chinois pour délit d'initié, lors de sa tentative d'acquisition du fabricant américain de puces Lattices Semiconductor.

Aussi étrange que cela puisse paraître, la question chinoise reste ouverte et ambiguë si l'on ajoute les paramètres monétaires, car d'un autre côté les manipulations du Yuan ont plutôt joué en faveur des Etats-Unis. L'agressivité des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine donc peut paraître étrange. C'est peut-être dans le conflit EU-Europe que la guerre commerciale pourrait s'orienter.

Le débat sur le protectionnisme va donc de toute façon revenir sur la scène. Puis finalement, leurs inquiétudes ne sont-elles pas fondées ? En effet, les Etats-Unis ont un déficit commercial important vis-à-vis de la Chine, mais aussi de l'Union européenne ! et même le Canada et le Mexique. Par ailleurs on sait que l'Union européenne impose plus de droits de douane sur les produits agricoles et manufacturés vis-à-vis des Etats-Unis que la réciproque sur les mêmes produits !

Sur le plan des marchés financiers, au niveau monde, l'année 2017, bien qu'en phase avec l'économie réelle, a connu une toute première détérioration du marché obligataire. Pour 2018, il faudrait surveiller les réponses de la politique monétaire aux soubresauts des marchés obligataires pour prévenir le risque d'une bulle obligataire et donc d'un dégonflement de celle-ci. Ces comportements des marchés financiers pourront aussi se mettre en lien avec les nouvelles tensions géopolitiques entre l'Iran et l'Arabie Saoudite, les Etats-Unis et la Corée du Nord.

En Europe, voici quelques zones d'ombre sur l'année 2017 :

Message 3 : Les politiques de l'offre avec comme référence l'Allemagne, ne sont pas les seuls possibles en Europe : l'Allemagne s'est essouffée.

Message 4 : On peut regretter l'absence d'un meilleur consensus sur les politiques budgétaires et fiscales en 2017

On peut regretter l'absence d'un meilleur consensus sur les politiques budgétaires et fiscales en 2017. Toutes les questions restent malheureusement ouvertes. Des questions aussi sur les modèles économiques. L'année 2017 a été particulièrement surprenants de ce point de vue-là. Les politiques de demande en particulier au Portugal ont permis, et c'est d'ailleurs le cas depuis 2 ans, des taux de croissance meilleurs que ceux de l'Allemagne, la référence en matière de politique de l'offre[3]. Des réflexions absolument fondamentales sur le contenu des politiques économiques auraient dû être menées. La locomotive ne roule plus désormais qu'à plus petite vitesse : c'est peut-être le moment de repenser l'Europe. On peut aussi ajouter qu'il manque toujours un mécanisme européen d'assurance des dépôts : le mécanisme de résolution, un des piliers de l'Union bancaire et crée en 2013 est-il suffisant ? Certes le Comité de Résolution Unique gérant le Fonds de Résolution Uniques a déjà été mis en place, mais il est encore nécessaire de déployer un filet de sécurité additionnelle (backstop d'un futur Fonds Monétaire Européen), d'après la Commission européenne. Reste aussi une question réglementaire ouverte : MiFiD II. L'application de MIFID II, avec des conséquences

réelles sur la rentabilité des banques, des fonds et des régulateurs devra être pensée avec la collaboration des FinTechs et plus précisément des RegTechs afin d'apporter le plus de souplesse aux Banques.

En France, l'année 2017 a vu précisément la mise en place des ordonnances et des mesures de flexibilisation du marché du travail. L'attractivité de la France s'améliore, et il faudra poursuivre les efforts, évaluer très précisément les impacts économiques des ordonnances. L'année 2017, a connu aussi une tendance vers plus de rationalisation des dépenses publiques (ralentissement de la hausse). Sans aucun jugement qualitatif ici, des efforts sont entrepris côté dépenses et recettes. La politique fiscale devient plus visible, l'idée est de transformer la France en une économie de l'offre et du ruissèlement. Pas à pas comme presque partout ailleurs on intensifie ce modèle. Les mesures destinées à lever les obstacles et qui bridaient le marché du travail avancent significativement sans produire encore de résultat notoire en particulier sur le chômage structurel et la balance commerciale française. Par ailleurs, si tant est qu'il s'agisse d'une absolue nécessité, la baisse réelle des dépenses publiques n'est pas encore à l'ordre du jour.

II) ANNEE 2018 : LES RISQUES

Message 5 : Les politiques budgétaires vont devenir plus accommodantes, risque d'explosion des ratios de dette publique

Message 6 : On va s'inquiéter de plus en plus de la dette privée

Message 7 : La question des cryptomonnaies va perdurer

Message 8 : Les politiques de l'offre ne doivent pas oublier le pouvoir d'achat

L'année 2018 présente des niveaux de risques très hétérogènes avec globalement une reprise de l'activité mondiale sur 2018 et un changement de cap pour les investisseurs surtout que les politiques budgétaires vont devenir de plus en plus accommodantes. Sur le terrain des politiques monétaires, il faudra surveiller la réponse des politiques monétaires aux envolées obligataires, les dettes privées vont inquiéter de plus en plus. Il faudra reparler aussi des cryptomonnaies. Du côté de l'économie réelle, la consommation pourrait repartir conjointement à la libération des politiques de l'offre ce qui est le scénario idéal.

II.1) Les risques aux Etats-Unis

Message 9 : Les impacts de la politique fiscale de D-T restent très incertaines

Message 10 : Un risque de bulle obligataire n'est pas à négliger

Les risques économiques et politiques ont été bien anticipés depuis l'élection de D-T. Un risque faible cependant de surliquidité interne (les actions des Etats-Unis étant principalement rachetées par les américains) fait qu'il faut rester vigilant sur le risque du dégonflement d'une bulle obligataire. Ce risque cependant reste faible.

Un risque modéré cependant est celui du monetary tapering de la Fed. Un rebond surprise de l'inflation reste donc possible avec le rebond des matières premières et les risques géopolitiques au Moyen Orient. De plus, les Etats-Unis sont au plein emploi ce qui peut aussi ralentir la croissance.

C'est probablement la politique fiscale de D-T qui fait peser un lourd risque sur l'économie américaine et mondiale de même que la probabilité de sa destitution.

II.2) Les risques en Europe

Message 11 : La crise de la Catalogne en Europe, les élections en Italie à venir, et la récente crise politique en Allemagne vont augmenter le risque politique de l'UE

Message 12 : Des incertitudes sur la teneur des négociations sur la finance et le protectionnisme en ce qui concerne le Brexit

Pas vraiment de risque sur la politique monétaire en particulier sur la question d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE, le fameux monetary tapering.

Un risque modéré cependant sur les réformes. La question de la fragmentation de l'UE avec les élections en Italie laisse peser quelques doutes sur la stabilité politique. Les élections en mars opposeront le Mouvement 5 étoiles, qui menace le système politique avec un programme très eurosceptique, aux socio-démocrates de Renzi, et à l'alliance de Berlusconi et son parti Forza Italia et la Lega Norte. Les partenaires eurosceptiques ne sont d'ailleurs pas d'accord sur tous les sujets, migration ou appartenance à l'euro. Des incertitudes également du côté de la BoE et le risque de monetary tapering.

C'est surtout la fragmentation de l'UE (Espagne/Catalogne) et les réformes dans les pays de l'UE en particulier en Allemagne qui constituent un risque majeur. Il faut ajouter aussi la teneur des négociations sur les accords commerciaux et la finance en ce qui concerne le Brexit et les rapports du UK avec l'Union européenne. En effet, d'après l'INSEE, la demande intérieure britannique resterait encore pénalisée par la forte reprise de l'inflation et donc les incertitudes liées au Brexit.

II.3) Les risques en France

La France va donc continuer sa croissance, de l'industrie, au service, jusqu'à la construction. La demande globale par ailleurs contribuera à la reprise de cette croissance.

Des incertitudes légères pèsent sur le pouvoir d'achat avec les mesures fiscales moins favorables qui entrent en vigueur au début de l'année (hausse de la CSG, Fiscalité indirecte) mais plus favorables à la fin (taxe d'habitation, cotisations). Globalement les réformes sont avalisées par le marché.

Un risque plus élevé est celui des tensions sociales, avec un chômage structurel qui reste assez élevé.

Plus inquiétant cependant, un Etat qui peine à rentrer dans les clous de Bruxelles. Le pilotage du déficit public autour de 3% requiert énormément de dextérité, ceci d'autant plus que les dépenses publiques primaires continueront de croître entraînant une détérioration du solde (0,4% du PIB) en 2018, malgré les économies prévues dans la loi fiscale.

II.4) Les risques en Chine

Message 13 : Le resserrement agressif de la People's Bank of China peut faire trembler la planète

Les risques sont assez élevés sur trois plans. Le premier plan : il s'agit principalement des réformes dites anti-corruption, et de la libéralisation des marchés financiers, qui pourrait voir l'émergence d'un nouveau centre financier mondial. Comment le monde gèrera ce nouveau centre ?

Deuxièmement, il faudra surveiller le système bancaire chinois car un risque de crise bancaire reste possible, avec la sortie du gouverneur Zhou. A ce titre il faudra suivre le déroulé de la libéralisation des marchés financiers.

Même si des facilités à moyen terme ont contribué à arrêter la chute des valeurs, le resserrement agressif de la People's Bank of China, peut faire trembler la planète.

Enfin, le Ratio Dette-PIB a atteint presque 300%. Si la Dette du gouvernement reste gérable, ainsi que celle des foyers, le principal problème est le ratio dette des entreprises / PIB, gérable tant que les conditions de crédit restent accommodantes.

Avec la contribution d'Eric Rudasingwa et Hector Hernandez

ANNEXES

Tableau 1

2016

2017

GDP at market prices

1.1

1.8

Government consumption

1.2

1.4

Gross fixed capital formation

2.7

3.5

Total domestic demand

1.9

2.3

Exports of goods and services

1.9

3.0

Imports of goods and services

4.2

4.5

Source : OCDE. 2017. France. OECD ECONOMIC OUTLOOK, VOLUME 2017 ISSUE 2.

<http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-france-oecd-economic-outlook.pdf>

Tableau 2

Dataset: Economic Outlook No 102 - November 2017

Country

2015

2016

2017

France

1,806

1,797

1,673

Germany

2,544

2,290

1,897

United Kingdom

1,522

1,237

1,063

United States

2,246

2,544

2,147

Euro area (16 countries)

2,368

2,155

1,855

OECD - Total

2,433

2,363

2,096

World

3,580

3,741

3,619

OCDE. Economic Outlook No 102 - November 2017
<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO>

Tableau 3

Market :

Developed Markets (DM)

As Of :

Jan 05, 2018

Currency :

USD

Size :

Standard (Large+Mid Cap)

MSCI Index

1 Yr

EUROPE

22,950%

G7 INDEX

20,910%

NORTH AMERICA

20,400%

PACIFIC

20,860%

WORLD

20,990%

Source : MSCI. End of day index data search. <https://www.msci.com/end-of-day-data-search>

Graphique 1

Goldman Sachs Economics Research. Global Economics Analyst As Good As It Gets 15 November 2017

<http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/macroeconomic-insights-folder/2018-global-economic-outlook-as-good-as-it-gets/report.pdf>

Tableau 4

Index

1 Yr Return %

SP500

22,79

Nasdaq

30,80

FTSE100

11,08

SP Europe 350

27,69

Bloomberg European 500 Index

12,76

CAC40

15,15

Source : Bloomberg Markets (as of 8.1.18)

Une ICO (Initial Coin Offering) est une méthode de levée de fonds, fonctionnant via l'émission d'actifs numériques échangeables contre des cryptomonnaies durant la phase de démarrage d'un projet (définition de ICO Mentor), d'après blockchain.com.

[2] Robin Wigglesworth: Stand by for More in US Equities, Financial Times 4 janvier 2018.

[3] Pascal de Lima,
http://www.huffingtonpost.fr/pascal-de-lima/l-insolente-croissance-du-portugal-inflige-un-camouflet-au-culte-de-l-austerite-de-merkel-et-bruxelles_a_23336858/.