

« Je préfère vivre en optimiste et me tromper que vivre en pessimiste pour la seule satisfaction d'avoir eu raison »

*Milan Kundera*

## SOMMAIRE DE LA LETTRE N°166

### **Le Coin des Epargnants**

- Le tableau financier de la semaine
- Quand la suspicion alimente la défiance

### **Si vous étiez absent cette semaine...**

- L'Italie fait trembler l'Europe
- Le Portugal sous étroite surveillance
- La fin d'année poussive de l'industrie française
- La France a créé des emplois

### **Le Coin de la Conjoncture**

- De « l'Europe communauté » à « l'Europe libre-service »
- Quand le financement de marché remplace le crédit bancaire
- L'emploi de qualité fait des heureux

### **Le Coin des Tendances**

- Nous sommes des centres de coûts durant 49 ans
- Internet face au défi de la sécurité

### **Le Coin du graphique de la semaine**

- La folle progression des logements vacants

### **La semaine économique et financière**

## LE COIN DES EPARGNANTS

### Le tableau financier de la semaine

	Résultats 13 février 2016	Evolution Sur la semaine	Résultats 31 décembre 2015
<b>CAC 40</b>	3 995,06	-4,89 %	4 637
<b>Dow Jones</b>	15 973,84	-1,43 %	17 423
<b>Nasdaq</b>	4 337,51	-0,59 % %	5107
<b>Daxx Allemand</b>	8 967,51	-3,43 %	10 743
<b>Footsie</b>	5 707,60	-2,40 %	6 242
<b>Euro Stoxx 50</b>	2 756,16	-4,28 %	3 100
<b>Nikkei</b>	14 952,61	-11,10 %	19 033
<b>Taux de l'OAT France à 10 ans</b>	0,665 %	+0,041	0,993 %
<b>Taux du Bund allemand à 10 ans</b>	0,264 %	-0,024	0,634 %
<b>Taux du Trésor US à 10 ans</b>	1,736 %	-0,105	2,269 %
<b>Cours de l'euro / dollars</b>	1,1255	+0,89 %	1,0854
<b>Cours de l'once d'or en dollars</b>	1 238,70	+5,57 %	1061
<b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars</b>	32,790	-3,90 %	37,570

### Quand la suspicion alimente la défiance

Chine, Brésil, Russie, Pays du Golfe, Etats-Unis, Italie, pétrole, banques..., la liste des sujets d'inquiétude s'est allongée durant cette semaine avec comme conséquence une chute des places boursières tout autour de la planète.

Depuis la crise de 2008/2009, l'aversion aux risques est devenue le fil rouge des investisseurs. En ce début d'année, la multiplication des mauvaises nouvelles réelles ou supposées les incitent à se couvrir et à se sur-couvrir en délaissant les actions au profit des obligations d'Etat les mieux notées. Le FMI aura eu beau souligner que la croissance de l'économie mondiale pourrait s'accélérer cette année, rien n'y aura fait.

### **Les obligations d'Etat bien notés comme planches de salut**

Les tensions financières en Europe centrées sur la question des obligations structurées détenues par certaines banques, ont entraîné une rapide augmentation des écarts de taux sur les dettes souveraines de certains pays. A la recherche de la sécurité absolue, les investisseurs se sont précipités pour acquérir des titres allemands. L'écart de taux des dettes italienne et espagnole à 10 ans s'est ainsi accru de 30 points de base par rapport au taux allemand sur le bund à 10 ans. Pour la dette portugaise, l'écart s'est même accru de 110 points de base. Les taux d'intérêt sont désormais négatifs pour les titres publics allemands jusqu'à 8 ans et jusqu'à 5 ans pour la France. Il faut noter néanmoins que l'écart de taux entre la France s'est légèrement accru.

### **Les marchés « actions » ne savent plus à quels saints se vouer !**

Les marchés ont rebondi vendredi du fait des annonces de plusieurs résultats économiques américains, des anticipations sur les futures décisions des banques centrales et de la légère remontée des cours du pétrole. Les pertes sont néanmoins importantes sur les marchés européens et japonais. A l'abri des turbulences financières européennes, et dans l'espoir que l'augmentation des taux soit reportée, les bourses américaines ont, en revanche, mieux résisté.

Au niveau des résultats économiques, la ligne droite n'est pas d'actualité. Ainsi les ventes de détail hors automobiles, carburants et matériaux de construction aux Etats-Unis ont progressé de 0,6 % au mois de janvier après avoir baissé de 0,3 % au mois de décembre. Cette augmentation est perçue comme le signe d'une reprise économique mettant à mal les pythies de la récession. En revanche, l'indice de confiance du consommateur du Michigan est en net recul à 90,7 en février contre 92 en janvier.

Au niveau européen, rien d'extraordinaire mais rien d'inquiétant. Ainsi, selon Eurostat, le PIB du 4<sup>ème</sup> trimestre des pays de la zone euro a progressé de 0,3 %. L'Espagne, toujours sans gouvernement, fait la course en tête (+0,8 %) quand l'Allemagne et les Pays-Bas sont dans la moyenne (+0,3 %) et que la France, le Portugal (+0,2 % chacun) et l'Italie (+0,1 %) sont à la traîne.

## SI VOUS ETIEZ ABSENT CETTE SEMAINE

### L'Italie fait trembler l'Europe

L'Italie est redevenue un sujet de préoccupation avec l'émergence de doutes sur la santé de certaines de ses grandes banques. Par ailleurs, après avoir été confrontée à sa plus longue récession depuis 1945 (troisième semestre 2011, dernier trimestre 2014), l'Italie peine à retrouver un rythme correct de croissance.

#### Une lente sortie de crise

Durant le quatrième trimestre 2015, la croissance n'a été que de 0,1 % portant la croissance sur l'année à 1 % (contre un recul du PIB de 1,9 % en 2013 et de 0,4 % en 2014). Ce résultat est inférieur aux prévisions. Il était, en effet, escompté une croissance de 0,3 % pour le dernier trimestre et de 1,2 % sur l'année. Sur les derniers mois, la demande intérieure a faibli, la croissance n'étant sauvée que par les exportations.

Depuis 1997, l'économie italienne est en panne. La progression du PIB par habitant est une des plus faibles de la zone euro sur ces vingt dernières années. Le déclin démographique et la lenteur des réformes pèsent sur l'activité transalpine. Néanmoins, le pays a réussi à réduire le déficit public qui se situe désormais en-deçà des 3 % et dégage un excédent commercial grâce à la bonne compétitivité du secteur industriel ainsi que celle du secteur du luxe. En revanche, le taux de chômage se maintient à un niveau très élevé, 11,4 % au mois de décembre 2015 (10,1 % en France). Le taux de chômage des jeunes italiens (moins de 25 ans) reste préoccupant à 37,9 %. En 2015, le nombre de demandeurs d'emploi, a malgré tout, reculé de 254 000 soit une baisse de 8,1 % (la France a compté 90 000 demandeurs d'emploi en plus en 2015). L'Italie est, après la Grèce, le pays le plus endetté de la zone euro avec une dette de près de 135 % du PIB (171 % pour la Grèce).

#### Une crise financière latente

Le secteur financier italien est l'objet de toutes les attentions. Le secteur bancaire reste très éclaté et a tardé à opérer les restructurations nécessaires. Les retards pris pour la mise en place d'une structure de défaillance chargée de récupérer une partie des crédits non immédiatement recouvrables suscite bien des inquiétudes. Les révélations sur l'existence d'une demande d'information de la Banque centrale européenne concernant des créances douteuses détenues par certains établissements a mis le feu aux poudres d'autant plus que le sauvetage de quatre banques italiennes au mois de janvier avait déjà pénalisé de nombreux épargnants. Plusieurs manifestations ont contraint l'Etat à mettre en place un système d'indemnisation.

Pour l'ensemble du secteur bancaire, les créances douteuses dépasseraient 250 milliards d'euros. Plusieurs banques dont Unicredit seraient fortement engagées sur des titres structurés (Cocos bond notamment), titres bénéficiant de fortes rémunérations (autour de 7 %). Les créances douteuses d'Intesa Sanpaulo représentent 17 % du bilan, celles d'Unicredit 14 % quand elles représentent moins

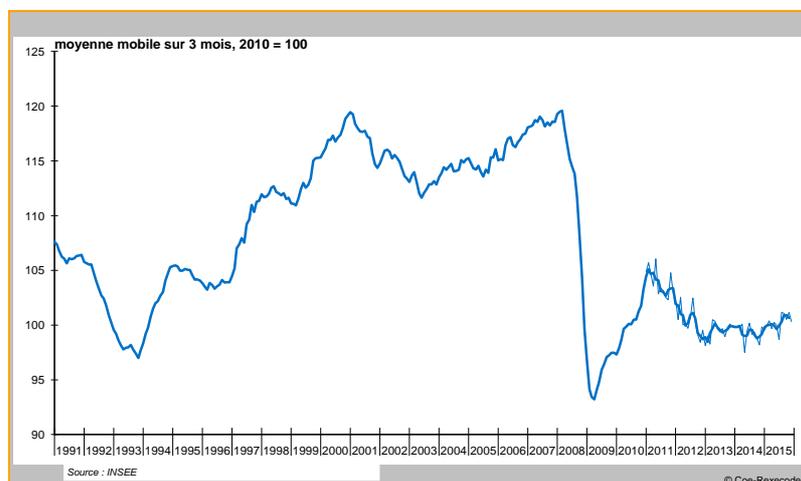
de 7 % du bilan pour BNPPARIBAS. Pour couronner le tout et ce n'est pas sans lien, neuf banques italiennes sur 15 n'ont pas réussi les crash-tests de la Banque centrale européenne. Les banques transalpines n'ont pas, de ce fait, d'autres solutions que d'utiliser les facilités de la BCE pour nettoyer leur bilan et augmenter leurs fonds propres. Ces actions ont pour conséquences de réduire le volume de prêts aux ménages et aux entreprises et donc de pénaliser la croissance.

En cas de défaillance bancaire, les ménages italiens seraient très exposés. En effet, ils détiennent, selon une note récente de la Banque d'Italie, 31 des 67 milliards d'euros d'obligations juniors émises par les banques. Ces titres en cas de problème, ne sont remboursés qu'après la dette dite senior. En contrepartie, ces titres offrent un meilleur rendement. 12 500 clients ont perdu 430 millions d'euros avec la faillite de quatre petites banques. Les banques italiennes les plus concernées par ces obligations sont : Unicredit (22,8 milliards d'euros), Intesa Saopaulo (14,4 milliards d'euros) et Banca Monte dei Peschi (4,3 milliards d'euros). Les obligations juniors italiennes sont également détenues à 20 % par des investisseurs étrangers ce qui explique pourquoi l'ensemble de la sphère bancaire a été touché par les révélations de la Banque d'Italie et de la BCE. La question que tous les investisseurs se posent comme au temps de la crise de la dette grecque, combien chaque établissement financier détient de ce type de dette dans ses lignes ?

### La fin d'année poussive de l'industrie française

La production industrielle a reculé de 1,6 % au mois de décembre après s'être déjà contractée de 0,9 % au mois de novembre. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année 2015, la production industrielle a connu une hausse de 2 % contre un recul de 1,3 % en 2014. Elle reste très en-deçà de son niveau d'avant crise, niveau qui sera très difficilement atteignable à court et moyen terme au regard du processus de désindustrialisation qui a été constaté ces huit dernières années. Les mauvais résultats de l'industrie française en fin d'année sont imputables au ralentissement des commandes à l'exportation du fait du ralentissement des pays émergents ainsi que de la moindre croissance de la zone euro et des Etats-Unis. Le ralentissement de la consommation a, en France, également pu se faire ressentir.

### Evolution de la production industrielle française



## **Le Portugal sous étroite surveillance**

Le Gouvernement socialiste portugais soutenu par les partis de la gauche radicale a dû s'y reprendre à deux reprises pour obtenir la bénédiction de la Commission de Bruxelles sur le plan budgétaire. Le 22 janvier, cette dernière avait rejeté le plan sous prétexte d'hypothèses de croissance trop optimistes. Elle avait également contesté le solde budgétaire proposé.

Le Portugal était le dernier pays à ne pas avoir fait avaliser son programme budgétaire. Ce retard s'explique en partie par l'entrée en fonction tardive du nouveau gouvernement de gauche, intervenue le 26 novembre dernier après de longues négociations entre les partis de gauche.

Les relations avec la Commission ont été tendues du fait que la nouvelle majorité entend changer l'orientation de la politique budgétaire. Ainsi, dans le cadre du programme présenté le 22 janvier dernier et rejeté par la commission, il était prévu de revenir sur les baisses de salaire des fonctionnaires et d'instituer à nouveau les 35 heures. Le Gouvernement prévoyait également de revaloriser certaines prestations sociales et de supprimer la surtaxe à l'impôt sur le revenu. Il souhaitait accroître l'investissement public de 4 % et abaisser la TVA applicable à la restauration à 13 % contre 23 % actuellement. Ce plan de relance était évalué à 0,7 % du PIB. Il devait être financé par une augmentation des droits de timbre et de la fiscalité sur les produits pétroliers ainsi que sur les tabacs.

Le Gouvernement s'était engagé de ramener le déficit à 2,6 % du PIB en 2016 contre 4,2 % en 2015, la dette publique devant s'élever à 126 % du PIB en 2016 contre 128,5 % du PIB en 2015.

L'hypothèse de croissance retenue pour bâtir le projet de budget, 2,1 %, est apparu aux yeux de Bruxelles comme irréaliste. Les Commissaires estiment que la croissance ne dépassera pas cette année, 1,6 %. Par ailleurs, elle anticipe toujours pour cette année un taux de chômage à 11,7 % et non à 11,2 % comme le prévoit le Gouvernement. De ce fait, la Commission a jugé que les recettes fiscales seront inférieures aux prévisions. Compte tenu des mesures annoncées par le Gouvernement portugais, la Commission a souligné que le déficit structurel se dégraderait de 0,5 point passant de 1,7 à 2,2 % de 2015 à 2016 quand elle demandait une amélioration de 0,6 point. C'est au nom de cet écart qu'elle a refusé d'avaliser le projet de budget.

Le Portugal qui est toujours sous procédure de surveillance de la Commission a donc été contraint de revoir sa copie. Le Gouvernement a ainsi proposé une augmentation de la taxation sur l'achat d'un véhicule, sur le tabac et sur les produits pétroliers. Des exonérations d'impôts locaux ont été remises en cause. Par ailleurs, le Gouvernement a abandonné l'idée d'alléger les charges sur les bas salaires. L'effort consenti représente, selon la Commission, 0,5 point de PIB permettant de ramener le déficit (en comptabilité Commission) de 3,4 à 2,9 % du PIB. Le solde structurel s'améliorerait de 0,1 point à 0,2 point. Certes, cela reste bien en-deçà de l'objectif assigné par la Commission au Portugal (0,6 point) mais comme la dérive est

inférieure à 0,5 point, cela permet de laisser passer le budget. L'honneur est sauf pour chacune des parties.

### **La France a créé des emplois en 2015**

En 2015, les créations d'emploi n'ont pas suffi à compenser l'augmentation de la population active. Ainsi selon l'INSEE, l'emploi dans les secteurs marchands s'est accru de 47 000. Pour le quatrième trimestre 2015, l'emploi a progressé de 26 400, soit +0,2 %, après -900 au troisième trimestre.

Néanmoins, l'emploi continue de reculer dans l'industrie (-8 900 emplois, soit -0,3 % au quatrième trimestre) et dans la construction (-7 800, soit -0,6 %). Les baisses sont toutefois un peu moins fortes qu'au trimestre précédent. Sur un an, ces deux secteurs perdent un nombre comparable d'emplois (-41 400 dans l'industrie et -39 600 dans la construction).

Inversement, l'emploi du secteur tertiaire dans son ensemble s'accélère au quatrième trimestre 2015 (+0,4 %, soit +43 100, après +0,2 % au troisième trimestre). Hors intérim, l'emploi du secteur tertiaire accélère également (+0,2 %, soit +23 900, après +0,1 % au trimestre précédent). Sur un an, l'emploi marchand hors intérim est quasi stable (+2 900). L'emploi intérimaire augmente au quatrième trimestre 2015 (+19 100, soit +3,4 %), à un rythme proche de celui du trimestre précédent (+3,0 %). Sur un an, l'emploi intérimaire est en nette hausse (+44 200, soit +8,2 %).

## **LE COIN DE LA CONJONCTURE**

### **De « l'Europe communauté » à « l'Europe libre-service »**

La construction européenne engagée, de manière structurée, dès la fin de la Seconde Guerre Mondiale est-elle en train de se muer en processus de déconstruction informelle. Les débats sur Schengen et sur l'appartenance du Royaume-Uni ne sont-ils pas annonciateurs d'un détricottage pur et simple ? De même, l'incapacité des pays membres d'avancer vers une Europe plus intégrée ne témoigne-t-elle pas que les idéaux des pères fondateurs se sont évanouis ?

#### **Aux origines, une démarche originale...**

Après la Seconde Guerre Mondiale, la volonté de mettre un terme aux guerres européennes et l'échec relatif de la Société des Nations, ont conduit à la mise en place d'un processus original initié par quelques hommes politiques issus de France, d'Allemagne, de Belgique, des Pays-Bas, du Luxembourg et d'Italie. Les pères fondateurs, Jean Monnet, Konrad Adenauer, Joseph Bech, Johan Willemn Beyen, Alcide de Gasperi, Robert Schuman et Paul Henry Spaak, ont décidé de contourner les problèmes politiques en retenant comme moteur de la construction européenne, la coopération l'économie. La paix passait, pour eux, par la prospérité. C'est ainsi qu'est née, en 1951, la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier qui institue dans ces deux secteurs d'activité un marché commun. Cette première

réalisation débouche sur le Traité de Rome qui institue la Communauté Economique Européenne et Euratom. En contrepartie de la suppression des droits de douane, il est décidé d'instituer un système d'aide à l'agriculture qui prendra le nom de politique agricole commune avec instauration d'une préférence communautaire. Euratom avait, de son côté, vocation de favoriser la coopération des Etats membres dans le domaine de l'énergie atomique.

La CEE devient un pôle attractif du fait des forts taux de croissance des Etats membres et de la paix retrouvée. Elle devient un modèle de réussite en matière de coopération et de démocratie. Il en résulte une série d'élargissement. Avec la chute du mur de Berlin en 1989, elle s'ouvre à l'Europe de l'Est au moment même où est élaboré le Traité de Maastricht sur la monnaie commune. Cette dernière qui est en germe depuis la fin des années soixante (Plan Werner-Barre) vise à parachever le marché unique. Elle est jugée indispensable afin d'éviter les effets de dévaluations et des réévaluations qui minent le marché commun. Les variations des taux de change des pays membres obligent, par exemple, au niveau agricole où existent des prix d'intervention, des prix planchers..., des calculs complexes de montants compensatoires.

L'étape monétaire est alors imaginé comme une étape supplémentaire vers le fédéralisme qui est le fil conducteur de la construction, fédéralisme implicite et jamais affirmé en tant que tel.

### **Un pont trop loin**

L'Europe a dû mener de front dans les années 90 à la fois l'élargissement vers l'Est et la création de la monnaie unique ainsi que la finalisation du marché unique lancé par Jacques Delors en 1985. Cette accumulation de défis a, sans nul doute, contribué à une perte d'identité de l'Europe. En outre, l'empirisme a montré ses limites avec une Europe à 28 Etats ayant des niveaux de développement et des objectifs différents. 70 ans après la fin de la Seconde Guerre Mondiale, le souvenir du conflit ne suffit plus à unir les Etats membres. Par ailleurs, depuis vingt ans, nul n'ose imaginer l'étape d'après. L'Europe symbole de croissance est devenue une zone en crise avec un taux de chômage et une dette élevés. L'Europe ne fait plus rêver au point que l'Islande ne l'a pas intégrée.

Après la menace de sortie de la zone euro de la Grèce, l'Union est confrontée au chantage du Royaume-Uni. Le possible départ d'un Etat membre n'avait pas été anticipé car par nature, l'intégration européenne était un processus irréversible. L'Union européenne s'est construite par analogie avec les Etats-Unis.

### **L'Europe, un bouc émissaire commode**

L'Europe depuis les années 90 et surtout depuis 2008 est devenue un bouc émissaire facile. Les Gouvernements ont imputé à l'Europe la responsabilité des politiques de rigueur et des réformes structurelles impopulaires. A 28, l'Europe est devenue difficilement gouvernable d'autant plus que la Commission de Bruxelles, organe de nature fédérale, a perdu de son aura et de son influence. La seule

institution fédérale est de fait la Banque centrale européenne qui joue de son indépendance pour élaborer des politiques réellement européennes.

L'Europe n'a pas de toute façon les moyens de ses ambitions. Le budget européen représente 1 % du PIB de l'Union. Faute de volonté politique suffisante et de consensus sur les objectifs, les institutions européennes réagissent dans l'urgence aux problèmes auxquels elles sont confrontées : crise des dettes publiques, crise des migrants...

### **L'épuisement du modèle**

Le traité de Schengen traduit bien l'épuisement d'une certaine forme de coopération. Si l'effacement des frontières est logique à l'intérieur d'un espace de libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux, la question de l'organisation de la surveillance des frontières de ce dit espace nécessite un minimum d'organisation fédérale. Le contrôle des frontières pèse essentiellement sur les pays se situant aux marges et qui ne sont pas obligatoirement des grands Etats. La Slovénie, la Slovaquie, la Hongrie... ont-ils les moyens d'assurer le contrôle des frontières ? La création d'une véritable police des frontières européenne s'impose mais tarde à prendre forme. Les moyens de Frontex, l'agence européenne pour la gestion de la coopération opérationnelle aux frontières, sont faibles (environ 300 millions d'euros).

L'abandon de la convention de Schengen se traduirait, en revanche, par un surcoût de plusieurs milliards d'euros du fait de la réinstauration des contrôles aux frontières et du manque à gagner dans les échanges commerciaux (ralentissement des échanges, surcoûts administratifs...). Les deux pays qui seraient les plus pénalisés sont la France et l'Allemagne. Une telle suppression pourrait réduire de 10 % les échanges commerciaux entre Etats membres.

En refusant l'instauration d'un étage spécifique à la zone euro, la construction européenne bute sur des problèmes institutionnels majeurs. En effet, l'idée reste que la zone euro doit, à un moment ou à un autre, coïncider avec le périmètre de l'Union européenne or plusieurs Etats membres ne veulent pas entendre parler de la monnaie unique. De ce fait, ils n'entendent pas être soumis à la réglementation économique et financière qui y est attachée. De même, ils ne veulent pas être financièrement solidaires des Etats membres de la zone euro qui pourraient rencontrer des difficultés. Etant donné que ces Etats ont souvent défini un taux de change fixe avec l'euro, ils ont la tentation d'être des passagers clandestins. C'est ainsi que le Royaume-Uni, dans le cadre des négociations avec la Commission, demande à pouvoir échapper à la réglementation liée à l'euro. En acceptant l'idée que l'euro n'est pas l'avenir commun de tous, les Etats membres acceptent de facto le principe d'une union à la carte. Ce ne sera plus une communauté mais un libre-service.

Le Royaume-Uni avait, déjà, sous Margaret Thatcher, obtenu la reconnaissance de juste retour avec le fameux « I want my money back ». Les Britanniques bénéficient du fait qu'ils sont d'importants contributeurs nets d'un remboursement pris en charge par les autres Etats qui versent plus qu'ils ne reçoivent de l'Europe. A ce précédent,

risque de s'ajouter toute une série de dérogations que les autres Etats membres pourront également revendiquer.

### **L'Europe, une puissance sans outil**

Bruxelles est accusé de tous les maux. Or, que pèse le poids de l'administration est marginale. L'Europe est accusée d'en faire trop ou pas assez.

Au niveau économique, juridiquement, les institutions européennes n'ont pas de compétences directes pour à s'occuper de l'emploi, de la conjoncture économique.... Mais, avec l'instauration de la monnaie unique, l'Europe se retrouve en première ligne. Faute de gouvernement économique ou de direction du Trésor européen, faute de fonds de soutien conjoncturel, l'Union dispose de peu d'outils pour venir en aide à un Etat faisant face à un choc asymétrique.

### **Quand la norme tue l'imagination au pouvoir**

Les gouvernements européens se sont enfermés dans un schéma juridique. Le respect de la norme est censé résoudre tous les problèmes. Le respect des normes budgétaires a pour objectif de corriger les comportements déviants, respect qui est tout relatif depuis 1999. Les normes apparaissent comme des murailles bien virtuelles quand la dette publique dépasse 100 % du PIB ou quand le chômage frappe le quart de la population active comme c'est le cas en Grèce.

L'Europe depuis vingt ans s'interdit d'être imaginative. Ainsi, sur la question des travailleurs détachés, il eut été possible d'imaginer la création d'un régime de sécurité sociale spécifique au niveau européen. Les travailleurs détachés acquitteraient leurs cotisations selon un barème européen défini afin d'éviter des distorsions de concurrence trop fortes.

De même, aujourd'hui, les différents Etats européens ont une tendance non plus à converger sur le plan économique mais à diverger. L'Allemagne et certains Etats du nord demeurent des pays industriels quand ceux du Sud ont des économies de plus en plus tertiaires. Il en résulte des déséquilibres croissants au niveau des balances commerciales. En outre, du fait que les gains de productivité dans l'industrie sont supérieurs à ceux constatés dans les services, le taux de croissance du Nord est plus élevé que celui du Sud de l'Europe.

Pour corriger ces divergences, la solution passe par l'organisation de transferts sociaux à l'intérieur de la zone euro. L'assurance-chômage et l'assurance-retraite devraient être européanisées. Certes, cela suppose un large consensus car dans un tel schéma, les Etats d'Europe du Nord financeraient ceux du Sud. Un tel mode de financement aurait l'avantage de ne pas générer de surendettement dans les Etats du Sud et d'équilibrer les balances des paiements.

### **L'Europe a-t-elle perdu le sens de l'histoire ?**

Le politologue, Robert Kagan, considère que l'Europe en ayant consacré beaucoup d'énergie à la monnaie unique, s'est désengagée de l'histoire du monde. L'Europe a

négligé les évolutions économiques et géostratégiques internationales (pays émergents, Afrique, situation au Moyen Orient, révolution digitale...). Les pays européens qui ont cru dans les années 90/200 à l'avènement d'un « paradis post-historique » sont confrontés depuis 2008 à une succession de crises à laquelle ils n'étaient pas préparés. Les pères fondateurs avaient opté pour un jeu éminemment politique qui se faisait fort de faire oublier que toute construction étatique passe par le politique. Aujourd'hui, avec l'absence d'une volonté politique forte, le vélo européen vacille de plus en plus à défaut de trouver la bonne vitesse....

### **Quand le financement de marché remplace le crédit bancaire...**

Avec les politiques de « Quantitative Easing » menées par les grandes banques centrales, la base monétaire mondiale connaît, depuis le début du siècle, une croissance sans précédent. Pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et la zone euro, la base monétaire est passée, de 2003 à 2016, de 9 à 27 % du PIB. Une telle progression a obligatoirement des conséquences sur les différentes classes d'actifs et sur le financement de l'économie. A ces données quantitatives il faut également ajouter les durcissements de la réglementation prudentielle pour comprendre les récentes évolutions du financement de l'économie.

Dans le cadre des plans d'injections de liquidités mis en œuvre par les banques centrales, les banques commerciales ont été ou sont amenées à revendre leurs obligations d'Etat aux banques centrales. Avec les liquidités ainsi obtenues, elles sont censées acquérir des obligations ou des actions et aussi accroître le volume de de crédit à destination des entreprises ou des particuliers.

Depuis le début du programme de la BCE, en 2015, l'effet crédit n'est pas nul tout en étant inférieur aux attentes. Ce programme n'a pas, en revanche, arrêté le processus de désintermédiation bancaire. Le financement bancaire représentait en moyenne 88 % du financement des entreprises, en 2008, au sein de la zone euro. Ce taux était de 80 % en 2015. Le mouvement de désintermédiation a été très rapide en France, plus de 12 points en sept ans. La France est désormais un des pays européens où le financement bancaire est le plus faible avec un taux de 61 % contre 87 % en Allemagne et 89 % dans les Etats d'Europe du Sud.

L'encours de la dette des entreprises françaises, à fin décembre 2015, était de 1 426 milliards d'euros en hausse de 4,5 % sur un an. Il est à noter que pour l'année 2014, avant l'entrée en vigueur du Quantitative Easing, la progression avait été de 5,1 % (sources Banque de France – décembre 2015). Les crédits bancaires s'élevaient, en 2015, à 871 milliards d'euros en hausse de 4,1 % sur un an quand le financement par le marché était de 555 milliards d'euros en progression de 5,1 % sur un an. Néanmoins, le financement par le marché reste inférieur au niveau d'avant éclatement de la bulle Internet

Au niveau de la zone euro, les flux de dettes de marché françaises représentent 49 % des émissions totales. Le poids de l'encours d'actions françaises au niveau de la zone euro est de à 28 % quand la part de l'Allemagne est de 27 %. Cette surreprésentation française s'explique par le poids plus important des grandes entreprises en France que chez nos principaux partenaires économiques européens.

Le marché du financement est dual. Il y a, d'un côté, les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire à rayonnement international qui peuvent opter pour le crédit bancaire ou pour le financement par le marché ; de l'autre, les PME qui doivent essentiellement se financer par le crédit bancaire. Le durcissement des conditions d'accès au crédit bancaire en raison de la réglementation prudentielle constitue un frein au développement de certaines entreprises. Sur ce sujet, entre dirigeants de PME et banquiers, les avis sont divergents. Les premiers considèrent qu'ils ont de plus en plus de difficultés à obtenir un financement bancaire quand les seconds mettent en avant les enquêtes de la Banque de France qui soulignent que les crédits progressent et qu'il n'y pas de problème d'accès. Dans les faits, les crédits bénéficient surtout aux grandes PME bien implantées. La qualité de la signature compte évidemment pour les prêts de moyen à long terme. Au-delà de cette divergence d'appréciation il est clair que l'accès au financement par le marché est peu accessible aux PME en raison des contraintes de communication et de notation. Les dirigeants des PME éprouvent des difficultés à rendre publiques certaines informations et le cas échéant à ouvrir leur capital. Dans un contexte de forte aversion aux risques, les investisseurs rechignent à souscrire dans des titres d'entreprises de petite taille. L'émission de titres pour les PME est d'autant plus compliquée que leurs besoins sont limités. Les coûts opérationnels, les coûts de contrôle, les coûts de gestion sont élevés au regard de l'épaisseur des lignes de financement, ce type de titres posent de réels problèmes de liquidité et de fongibilité.

### **Plusieurs initiatives à venir pourraient changer la donne**

Au niveau européen, la création d'une base de données sur les PME/ETI (SME database) permettra la centralisation des informations comptables. Avec un système de notation harmonisée, le recours à des véhicules collectifs sera plus aisé. En se regroupant pour émettre des titres cotés, les PME mutualisent les risques.

Pour faciliter le financement des PME, certains préconisent la titrisation des crédits des PME. A cette fin, en 2014, la réglementation prudentielle des banques a été assouplie. Les dangers d'une titrisation à outrance sont connus surtout depuis la crise immobilière américaine de 2008 avec une dilution des risques.

Le recours aux placements privés permet également de contourner les difficultés que rencontrent les entreprises incitées à aller se financer sur les marchés. Dans ce type d'opération, les titres émis sont placés auprès d'investisseurs sélectionnés au préalable. Il s'agit, en règle générale, d'investisseurs financiers (banques, assurances, sociétés d'investissement...). En France, ce marché est encore restreint, 10 milliards d'euros en France mais il a atteint, en 2014, 33 milliards d'euros en Allemagne.

Face aux problèmes de financement des entreprises, le crowdfunding pourrait constituer une solution. Dans les faits, le crowdfunding est une source marginale de financement, 296,8 millions d'euros en 2015. Néanmoins, de plus en plus de Français interviennent sur ces plateformes de financement, 2,3 millions en 2015 contre 1,3 million en 2014. Les entreprises qui y recourent le font par communication ou parce qu'elles ne peuvent pas accéder aux autres types de financement. La

collecte sur les plateformes de prêts est passée de 88,4 à 196,3 millions d'euros de 2014 à 2015. Ce sont surtout des sociétés de commerce et de service de proximité qui ont eu recours à ce type de prêts. Le crowdfunding obligataire a concerné à 84 % le secteur immobilier. 50 millions d'euros sous forme d'obligations ont été émis, pour l'immobilier, en 2015 contre 25 millions en 2014.

En France, une des principales ressources de financement, demeure malgré la loi de modernisation de l'économie de 2009, les délais de paiement. Les dettes fournisseurs représentent, en France, 30 % du passif des entreprises contre 21 % en Belgique, 20 % en Espagne et 11 % en Allemagne. En période de crise, les délais de paiement s'allongent. Ce sont souvent les grandes entreprises et l'Etat qui imposent les délais les plus longs au détriment des PME. En Allemagne, c'est le principe de la réserve de propriété - en vertu duquel un acheteur devient propriétaire d'un bien qu'à partir du moment où il l'a totalement réglé - qui s'applique.

Dans une économie profondément marquée par l'aversion aux risques, le financement qu'il soit par crédit bancaire ou par le marché est de plus en plus contraint. Certains affirment que faute d'investissement, le crédit stagne quand d'autres prétendent l'inverse.

### **L'emploi de qualité fait un bon emploi**

Contrairement à quelques idées reçues, ce ne sont pas obligatoirement les pays qui ont le plus libéralisé leur marché du travail qui obtiennent les meilleurs résultats. Une étude récente de l'OCDE réalisée dans 45 pays prouve qu'un bon niveau de salaire et de sécurité de l'emploi ainsi que des conditions de travail décentes peuvent aller de pair avec un taux d'emploi élevé.

L'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, le Danemark, la Finlande, la Suisse, la Norvège et le Luxembourg ont en commun d'avoir des conditions d'emploi supérieures tout en ayant des taux de chômage faibles. A l'inverse, la qualité de l'emploi est relativement faible en Espagne, en Estonie, en Grèce, en Hongrie, en Italie, en Pologne, au Portugal, en Slovaquie et en Turquie ce qui n'empêche pas un certain nombre de ces pays d'avoir un nombre élevé de demandeurs d'emploi.

Dans les pays à faible protection de l'emploi, il est fréquent que le taux de chômage des jeunes soit élevé et que le taux d'activité des femmes soit faible. De même, ce sont des pays où les accidents et le stress au travail sont fréquents.

Selon l'OCDE, la qualité des revenus d'activité a baissé dans les deux tiers des pays de l'OCDE. Les principales victimes sont les titulaires d'emplois peu rémunérés notamment en Grèce et au Royaume-Uni. La sécurité sur le marché du travail s'est également détériorée dans la plupart des pays membres, en particulier en Espagne et en Grèce. La qualité de l'environnement de travail a évolué différemment selon les pays membres. L'Allemagne, par exemple, a vu non seulement son taux d'emploi augmenter, mais aussi la qualité de l'emploi s'améliorer sur les trois dimensions. À contrario, la Grèce a enregistré à la fois une forte hausse du chômage et une baisse de la qualité des salaires et de la sécurité sur le marché du travail (alors que le niveau de tension au travail est resté assez stable). Au Royaume-Uni, où le taux

d'emploi est pratiquement revenu à son niveau d'avant la crise, la qualité des salaires a diminué sur la période, tandis que la sécurité de l'emploi n'a reculé que légèrement ; enfin, les conditions de travail n'ont pas évolué.

Dans d'autres pays de l'OCDE, les effets de la crise ont été bien plus mitigés. Au Portugal, par exemple, la qualité des revenus d'activité a stagné et la sécurité sur le marché du travail a considérablement diminué, tandis que l'environnement de travail s'est amélioré pour ceux qui avaient toujours un emploi. En Suède, en revanche, la qualité des revenus s'est améliorée, mais la sécurité de l'emploi et les conditions de travail se sont dégradées.

## LE COIN DES TENDANCES

### **Nous sommes des centres de coût durant 49 ans...**

Une étude de l'INED réalisée par Hippolyte d'Albis, Carole Bonnet, Julien Navaux, Jacques Pelletan et François-Charles Wolf souligne du fait de l'allongement de la durée des études et surtout de l'espérance de vie que nous sommes de plus longtemps un centre de coûts. Cette situation nous contraint à être très productifs durant une période très courte. Cette étude démontre, par ailleurs, que les seniors consomment, en moyenne, plus que l'ensemble de la population. Cette étude prend en compte tout à la fois la consommation privée, la consommation publique et les transferts intergénérationnels.

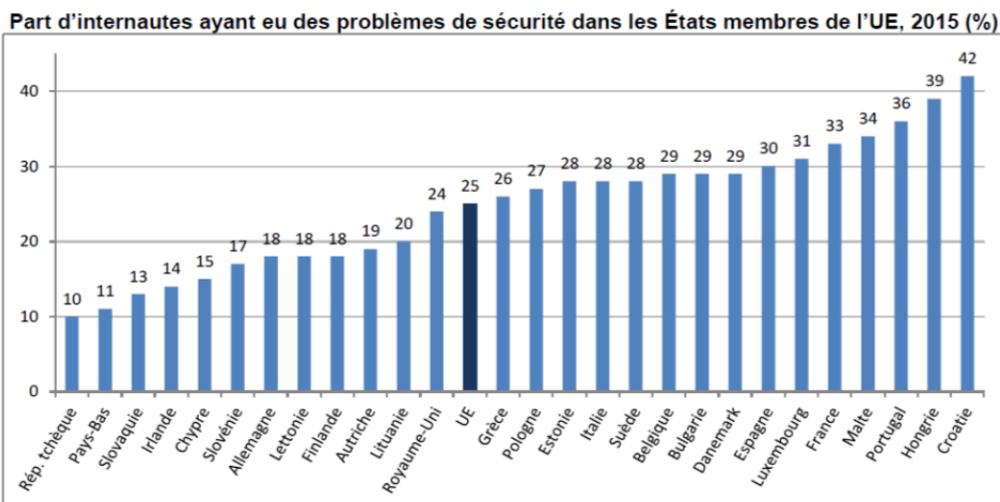
La consommation a progressé depuis 1979 pour toutes les catégories d'âge en phase avec la croissance économique mais cette progression n'est pas uniforme. Elle a été beaucoup plus importante pour les plus de 60 ans. Ces derniers ont accru leur consommation privée mais surtout leur consommation publique (santé, accès aux services publics...). En 1979, les adultes âgés de 60 à 79 ans avaient un niveau de consommation supérieur de 2 % à celui des 20-59 ans. En 2011, l'écart était de 17 points. Cette augmentation est imputable tout à la fois à l'évolution des pensions et à l'amélioration de la couverture sociale. Par ailleurs, la consommation des actifs a été entravée par une moindre progression des revenus. De plus, une part plus importante des revenus des actifs a été consacrée aux dépenses intergénérationnelles.

Du fait de la retraite à 60 ans décidée en 1982, de l'allongement des études (l'âge moyen de sortie de l'enseignement est de 22 ans), de l'augmentation du chômage, le poids des charges intergénérationnelles s'est concentré sur les 26/59 ans. Les jeunes coûtent plus qu'ils ne rapportent jusqu'à 26 ans contre 22 ans en 1979. Le premier âge de déficit lié à la retraite est passé de 1979 à 2011 de 61 à 59 ans. Il était même de 58 ans en 2000. Le nombre d'années de déficit (surplus des revenus de transferts sur les revenus du travail) est passé de 36 à 49 ans de 1979 à 2011.

## Internet face au défi de la sécurité !

Un quart des Internautes de l'Union européenne ont été, en 2015, confrontés à au moins un problème de sécurité : virus détériorant les dispositifs, utilisation abusive de données personnelles, pertes financières, accès par des enfants à des sites web inappropriés. Ce chiffre issu d'une étude d'Eurostat n'est qu'une évaluation car de nombreux Internautes ne déposent pas plainte. En France, un tiers des internautes soulignent avoir été confrontés à un problème de sécurité. Notre pays figure parmi les pays les plus touchés en la matière. Nous devançons la Croatie (42 %), la Hongrie (39 %), le Portugal (36 %) et Malte (34 %). En revanche, parmi les États membres de l'Union les moins concernés par ces problèmes de sécurité se trouvent la République tchèque (10 %), les Pays-Bas (11 %), la Slovaquie (13 %) et l'Irlande (14 %) en 2015.

Un cinquième des Internautes européens restreindraient leurs activités sur Internet par craintes d'avoir des problèmes de sécurité. Ainsi, 19 % des Internautes européens refuseraient d'effectuer des achats en ligne, 18 % sont réticents à exécuter des opérations bancaires. La crainte du piratage fait que 13 % des internautes ne se sont pas connectés sur un dispositif mobile via un réseau sans fil dans un lieu autre que leur domicile.



Source Eurostat

Un peu plus d'1 internaute sur 5 (21 %) dans l'Union a été infecté en ligne par un virus ou une autre infection informatique entraînant une perte de données ou de temps. Parmi les États membres, la proportion d'internautes ayant été infectés par un virus était la plus élevée en Croatie (41 %), suivie de la Hongrie (36 %), du Portugal (33 %), de la France (29 %), de la Bulgarie et de Malte (28 % chacun). En revanche, moins de 10 % des internautes ont été touchés par un virus ou une infection informatique aux Pays-Bas (6 %), en République tchèque (8 %) et en Slovaquie (9 %).

Par rapport à 2010, la proportion d'internautes ayant contracté un virus ou une autre infection informatique entraînant une perte de données ou de temps a été, en 2015, plus faible dans tous les États membres, sauf en Croatie. La diminution la plus notable a été observée en Slovaquie (de 47 % en 2010 à 9 % en 2015, soit une baisse de 38 points de pourcentage), suivie de la Bulgarie (-30 pp) et de la Lettonie (-24 pp). À l'échelle de l'Union, la proportion d'internautes touchés par un virus en ligne a diminué de 10 points de pourcentage, passant de près d'un tiers (31 %) en 2010 à environ un cinquième (21 %) en 2015.

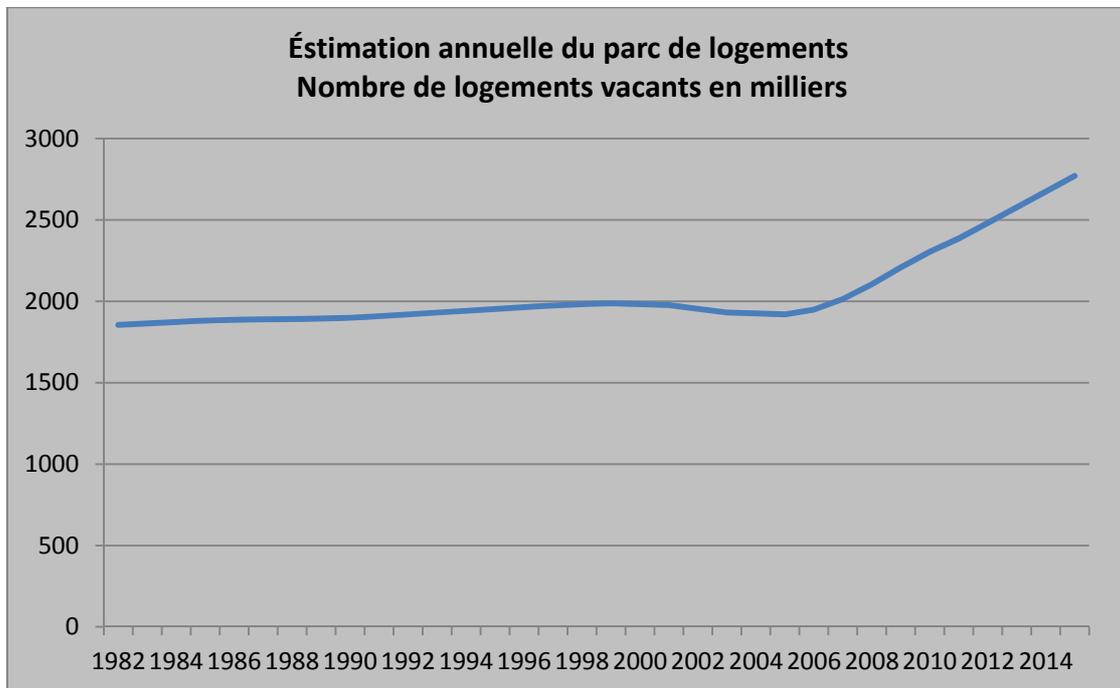
Les craintes relatives à la sécurité constituent un frein à l'achat en ligne principalement en Roumanie et en Suède... Par ailleurs, en 2015, une proportion non négligeable d'internautes se sont abstenus d'utiliser internet pour effectuer des activités spécifiques, car ils s'inquiétaient de la sécurité de ces opérations. En particulier, plus d'1 internaute sur 5 a décidé de ne pas acheter ou commander en ligne des biens ou services destinés à un usage privé en Roumanie (35 %), en Suède (34 %), au Portugal (30 %), en France (29 %), en Espagne et en Lettonie (28 % chacun), en Finlande (27 %), en Italie et à Malte (25 % chacun), en Slovénie (24 %), au Danemark (22 %) et aux Pays-Bas (21 %). À l'échelle de l'UE, les craintes en matière de sécurité ont découragé 19 % des utilisateurs d'Internet d'effectuer des achats en ligne.

Les craintes liées à la sécurité ont également dissuadé plus d'1 internaute sur 5 de recourir à des services bancaires en ligne, notamment en Allemagne (27 %) et au Portugal (26 %), mais aussi en Italie (24 %), en Espagne (23 %) et en Grèce (22 %). Dans l'ensemble de l'UE, ce fut le cas pour 18 % des internautes en 2015.

Dans l'Union, 13 % des internautes ont, en raison de craintes relatives à la sécurité, limité ou évité d'utiliser leur dispositif mobile pour accéder à internet via une connexion sans fil dans un lieu autre que leur domicile. Cela concernait une proportion significative d'internautes notamment aux Pays-Bas (22 %), en Lettonie (21 %), en Espagne (20 %) et en Italie (19 %).

## LE COIN DU GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

### La folle progression des logements vacants



Source INSEE – graphe Cercle de l'Épargne

Selon l'INSEE, un logement vacant est un logement inoccupé qui est soit proposé à la vente ou à la location, soit déjà attribué à un acheteur ou un locataire et en attente d'occupation, soit en attente de règlement de succession, soit conservé par un employeur pour un usage futur au profit d'un de ses employés ou soit gardé vacant et sans affectation précise par le propriétaire (exemple un logement très vétuste...).

En 33 ans, le parc de logements vacants s'est accru, en France, de près d'un million. L'augmentation du nombre de logements vacants s'est accélérée après 2008. En effet, en 2000, 1,982 million de logements vacants étaient dénombrés. Ce nombre a atteint 2,014 millions en 2007 avant de dépasser 2,8 millions en 2015.

Plusieurs facteurs expliquent cette évolution. Les régions, confrontées à la crise, à un fort taux d'émigration, possèdent un nombre croissant de logements inoccupés. La métropolisation aboutit à ce que des logements en milieu rural ne soient plus habités. Par ailleurs, les délais de vente des biens immobiliers ont tendance à s'accroître depuis le début de la crise de 2008. L'alourdissement de la fiscalité ainsi que de la réglementation ont conduit de nombreux propriétaires à retirer de la location des logements.

Malgré ce nombre importants de logements vacants, la France continue à manquer de plusieurs centaines de milliers de logements. L'insuffisance de logements est manifeste dans les grandes agglomérations et sur les côtes.

## AGENDA ECONOMIQUE DE LA SEMAINE

### Dimanche 14 février

Au **Japon**, il faudra **suivre le résultat du PIB du 4<sup>ème</sup> trimestre 2015**. Au 3<sup>ème</sup> trimestre, la hausse avait été de 0,3 %.

### Lundi 15 février

En **Chine**, il faudra regarder **les résultats de la balance commerciale** du mois de janvier.

Au Japon, il faudra suivre **la production industrielle et le taux d'utilisation des capacités de production** du mois de décembre. Seront également rendues publiques **les commandes de biens d'équipement** du mois de décembre.

Pour **la zone euro**, sera publiée **la balance commerciale** du mois de décembre.

Aux **Etats-Unis**, il faudra regarder **l'indice manufacturier de la FED** de New York et **l'indice Redbook** du mois de février.

### Mardi 16 février

En **Italie**, il faudra regarder **les résultats de la balance commerciale** de décembre 2015.

Au **Royaume-Uni**, sera communiqué **l'indice des prix** du mois de janvier.

En **Allemagne**, sera communiquée **l'enquête ZEW – situation courante** du mois de février.

Pour **la zone euro**, sera également rendue publique, **l'enquête ZEW – sentiment économique**. Seront rendues publiques **les immatriculations de véhicules** pour l'ensemble de l'Union européenne.

### Mercredi 17 février

En **Chine**, il faudra regarder **l'évolution des investissements directs étrangers** pour le mois de janvier ainsi que **l'indice des indicateurs avancés** du mois de décembre.

La **BCE** se réunit mais la politique monétaire n'est pas à l'ordre du jour.

Au **Royaume-Uni**, **les résultats de l'emploi** du mois de janvier seront publiés.

Aux **Etats-Unis**, il faudra suivre **les mises en chantier et les permis de construire** du mois de janvier. Seront également communiqués **l'indice des prix à la production, la production industrielle et le taux d'utilisation des capacités de production** du mois de janvier.

### **Jeudi 18 février**

En **Chine**, seront communiqués **les indices des prix à la production et à la consommation** du mois de janvier.

En **France**, sera publié **l'indice des prix à la consommation** du mois de janvier.

En **Italie**, seront communiquées **les ventes de détail** pour le mois de décembre.

Pour la **zone euro**, sera publié **le compte courant** de décembre. Sera également rendu public **l'indice sur la confiance des consommateurs** de février.

Un **Conseil européen** est prévu le 18 et le 19 février avec la question du maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union.

**L'OCDE** publiera **ses prévisions économiques** mondiales.

Aux **Etats-Unis**, il faudra suivre **l'enquête de la FED de Philadelphie pour le secteur manufacturier** de février et **les indicateurs avancés**

### **Vendredi 19 février**

Au **Japon**, il faudra suivre **l'indice de la production** du mois de décembre.

En **Allemagne**, sera publié **l'indice des prix à la production**.

Au **Royaume-Uni**, il faudra regarder **les ventes de détail et l'indice des indicateurs avancés** du mois de janvier.

Aux **Etats-Unis**, sera communiqué **l'indice des prix à la consommation** du mois de janvier. Il faudra suivre **le décompte des forages pétroliers US Baker Hughes**.

La Lettre Economique est une publication de Lorello Ecodata

Comité de rédaction : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson  
Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation.

Sites Internet : [www.lorelo.fr](http://www.lorelo.fr)

#### Pour ton contact et correspondance

- Par téléphone : 06 03 84 70 36
- Par email : [phcrevel@lorelo.fr](mailto:phcrevel@lorelo.fr)
- Adresse : LORELLO ECODATA – 7, rue Falguière – 75015 Paris

Abonnement : à adresser à [phcrevel@lorelo.fr](mailto:phcrevel@lorelo.fr)

Je m'abonne à La Lettre Eco de Lorello Ecodata pour un an : 52 numéros de la lettre

Un lecteur : 750 euros TTC

De 2 à 10 lecteurs : 1 300 euros TTC

Au-delà de 10 lecteurs contacter le service abonnement

Pour garantir une mise en place rapide de votre abonnement, nous vous demandons de bien vouloir compléter l'ensemble des informations demandées.

#### Adresse de facturation

Nom -----  
Prénom -----  
Fonction: -----  
Organisme: -----  
Adresse: -----  
-----  
Code Postal -----Ville -----  
Pays  
Tél.: -----  
E-mail:-----

#### Mode de paiement

Chèque bancaire à l'ordre de : LORELLO ECODATA

Virement bancaire

SARL LORELLO ECODATA

IBAN : FR76 3000 4014 9700 0101 8683 627 / BIC : BNPAFRPPNIC