

SOMMAIRE DE LA LETTRE ECO N°187

Le Coin des Épargnants

- Les bourses prises entre plusieurs feux

C'est déjà hier

- Les montages russes de l'emploi aux Etats-Unis
- Et si la France l'emportait demain

Le Coin de la Conjoncture

- Les taux d'intérêt ont la tête à l'envers
- La France, un pays de navetteurs

Le Coin des Tendances

- L'Afrique, une nouvelle terre croissance ?
- Les diplômés vivent entre eux

Le Coin du graphique

- La voiture, une victime de 2008 ?

L'agenda économique et financier de la semaine

LE COIN DES ÉPARGNANTS

Le tableau financier de la semaine

	Résultats 8 juillet 2016	Evolution sur 5 jours	Résultats 31 décembre 2015
CAC 40	4 190,68	-1,95 %	4 637
Dow Jones	18 146,74	+1,10 %	17 423
Nasdaq	4 956,76	+1,94 %	5107
Daxx Allemand	9 629,66	-1,50 %	10 743
Footsie	6 590,64	+0,19 %	6 242
Euro Stoxx 50	2 838,01	-1,56 %	3 100
Nikkei	15 106,98	-3,67 %	19 033
Taux de l'OAT France à 10 ans (21 heures)	0,107 %	-0,054 pt	0,993 %
Taux du Bund allemand à 10 ans (21 heures)	-0,197 %	-0,071 pt	0,634 %
Taux du Trésor US à 10 ans (21 heures)	1,368 %	-0,088 pt	2,269 %
Cours de l'euro / dollars (21 heures)	1,1048	-0,82 %	1,0854
Cours de l'once d'or en dollars (21 heures)	2 838,01	+1,57 %	1061
Cours du baril de pétrole Brent en dollars (21 heures)	46,550	-8,50 %	37,570

Les bourses prises entre plusieurs feux

Les bourses retiennent toujours sur souffle après le Brexit ne sachant pas sur quel pied danser. Le blocage de plusieurs fonds immobiliers à Londres a rappelé aux investisseurs de mauvais souvenirs. En effet, la crise des subprimes a débuté à l'été 2007 quand BNPPARIBAS avait décidé de geler trois de ses fonds. Mais la situation de 2016 n'est pas celle de 2007 car, justement, il y a un précédent. Les banques centrales ont depuis 9 ans renforcé leur surveillance et leurs moyens d'actions afin

d'assurer la liquidité des marchés. Néanmoins, le double flou artistique, celui de Londres où l'improvisation politique semble être de mise et celui de l'Union européenne qui peine à présenter un front uni et volontaire face au Brexit, est une source d'inquiétudes pour les marchés qui, depuis quelques années, n'apprécient guère l'été.

En revanche, les créances douteuses des banques italiennes qui minaient le moral des marchés ont été moins présentes dans les esprits cette semaine. En effet, l'idée d'un assouplissement des règles européennes pour un renflouement par des fonds publics des banques pourrait être mise en œuvre. « La situation actuelle, avec un nouveau cycle de baisse des cours boursiers après le Brexit, mérite une profonde réflexion sur les moyens de compenser certaines insuffisances sur le marché avec un petit soutien public pour améliorer sensiblement la stabilité de certains secteurs bancaires », a déclaré jeudi soir Vitor Constancio, le vice-président de la Banque centrale européenne.

Les bourses européennes et américaines ont évidemment bien réagi à la bonne nouvelle sur le terrain de l'emploi aux États-Unis et en ont oublié, vendredi, la chute du prix du pétrole à 46 dollars le baril de Brent.

C'EST DÉJÀ HIER

Les montages russes de l'emploi aux États-Unis

Les créations d'emploi sont, aux États-Unis, en mode montagne russe ou yoyo. En effet, l'économie américaine a enregistré la création nette de 287.000 emplois ce qui constitue le meilleur résultat de depuis octobre dernier. Ces chiffres dépassent les prévisions des analystes qui comptaient sur la création de 175 000 emplois et tranchent avec ceux du mois de mai, révisés à la baisse à 11 000 nouveaux emplois contre 38.000 précédemment estimés.

Ce sont les services qui ont été à l'origine des créations d'emploi aux États-Unis au mois de juin. 59 000 créations nettes ont été comptabilisées en juin dans les secteurs de l'hôtellerie et des loisirs, 58.000 dans les services de santé, 44.000 dans l'information et 30.000 dans la distribution.

L'industrie a, en revanche, généré peu d'emplois, 9000 créations pour le secteur de la production des biens. Les industries minières et les secteurs de l'énergie (pétrole et charbon) continuent à perdre des emplois (-5 000 postes). Le secteur public est, quant à lui, à nouveau générateur d'emplois (+ 22 000 emplois).

Le taux de chômage remonte de 4,7 à 4,9 % pour des raisons essentiellement techniques. Au mois de mai, de nombreuses personnes avaient renoncé à chercher un emploi ou avaient été radiées des listes. En revanche, le nombre de travailleurs à temps partiel a reculé à 5,8 millions d'emploi ce qui est son score le plus bas depuis le mois d'octobre.

Le salaire horaire moyen a gagné 2 cents à 25,61 dollars. Sur 12 mois, il est en hausse de 2,6 %.

Ces différents résultats ne permettent guère de se faire une idée fiable sur la décision que pourra prendre la FED en septembre sur les taux. La progression des salaires reste modeste et le marché du travail est avant tout porté par des emplois à faible qualification. Par ailleurs, l'appréciation du dollar, depuis le référendum britannique, réduit les marges de manœuvre de la FED pour relever les taux.

Et si la France l'emportait demain ?

La croissance française résiste aux vents contraires de la conjoncture internationale grâce à une bonne tenue de la consommation et à la reprise, tant espérée, de l'investissement. Le secteur marchand recrée des emplois laissant entrevoir, enfin, une réelle baisse du chômage.

Depuis quelques mois, le taux de la croissance de la France est passé au-dessus du taux de croissance potentielle (taux de croissance calculé en prenant en compte le potentiel de production, capital – travail – gains de productivité). Cet écart positif est en grande partie imputable à l'impact de la chute des cours de l'énergie. Néanmoins, au-delà de ces quelques bons résultats, la France peut-elle connaître un nouveau cycle de croissance après une longue phase de stagnation ?

Le cycle économique qui s'achève n'avantageait pas la France car il était porté par l'équipement des pays émergents exportateurs en machines-outils. Le développement dans ces pays d'une élite à fort pouvoir d'achat oriente naturellement la consommation vers les produits de luxe à caractère ostentatoire. Certes, cela n'est pas sans déplaire aux groupes de luxe français mais cela avantage également, par exemple, les constructeurs automobiles allemands. La montée en puissance de l'industrie de la machine-outil au sein des pays émergents et la réorientation de leur économie au profit de la consommation devraient réduire la croissance des flux dont profitait l'Allemagne. Par ailleurs, plus un pays s'enrichit, plus il vieillit, moins il consomme, en valeur relative, de biens industriels et plus il consomme de services. La France étant traditionnellement un pays de services devrait être plus en phase avec le développement économique des prochaines années. Les points forts de la France sont son secteur financier, ses entreprises capables de gérer des réseaux (réseaux, grande distribution, concessions en tout genre...), le tourisme (au sens large du terme). La France dispose d'atouts également dans des secteurs à fort potentiel comme la santé.

La stagnation française de ces dernières années est imputable à un indéniable recul de la production industrielle qui n'a pas été compensé par le développement de services marchands à forte valeur ajoutée.

La France a accumulé du retard dans le domaine de la digitalisation par rapport aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Ce retard a eu peut être comme conséquence une certaine léthargie au niveau de l'activité mais a évité une segmentation accrue du marché du travail. En effet, aux États-Unis comme au Royaume-Uni, si les emplois à

très forte qualification mais surtout ceux à faible qualification augmentent, les emplois intermédiaires déclinent rapidement.

Aux États-Unis, les emplois de la classe moyenne ne représentaient, en 2014, plus que 45 % de l'emploi contre 60 % en 1970. Au Royaume-Uni, les emplois de la classe moyenne se sont contractés de plus de 10 %, entre 1993 et 2012. En Allemagne comme en France, la baisse est d'un peu plus de 7 % sur la même période.

En raison de sa désindustrialisation de ces dernières années et du faible nombre d'entreprises de taille intermédiaire, la France apparaît en retard dans l'achat de robots industriels. Ainsi, de 2002 à 2015, le nombre de robots industriels achetés pour 1000 emplois dans le secteur manufacturier est passé de 0,55 à 2,40 aux États-Unis, de 0,22 à 0,95 au Royaume-Uni, de 1,54 à 2,80 en Allemagne et de 1,2 à 1,7 en Italie quad en France, ce ratio est passé de 0,87 à 1,2.

Avec le Royaume-Uni, la France est un des pays du G7 qui dispose du plus faible stock de robots industriels (1,22 robot pour 100 emplois dans le secteur manufacturier contre 1,78 aux États-Unis, 1,62 en Allemagne ou 2,86 au Japon).

Depuis la fin de l'année dernière, une reprise de l'investissement est constatée en France. Il n'y a pas d'amélioration en ce qui concerne la robotisation du capital. Le rattrapage en la matière ainsi que l'accélération de la digitalisation pourraient intervenir en 2017, en cas de maintien d'un rythme correct de croissance.

L'augmentation de la rentabilité des entreprises laisse entrevoir des marges pour la réalisation d'investissements technologiques. Ils sont indispensables pour élever le niveau de la croissance potentielle et éviter le retour de la stagnation qui ne pourrait qu'intervenir si le prix du pétrole repassait au-dessus de 70 dollars. Les facteurs qui ont joué en faveur de la croissance pourraient, dans ce cas disparaître. En effet, c'est la baisse de l'inflation qui a soutenu sur un an la croissance du salaire réel de 1,3 %, la croissance du revenu disponible réel de 1,2 % et la consommation des ménages en volume de 1,4 %.

Entre des taux d'intérêt extrêmement faibles et le Brexit qui, par son onde de choc, peut provoquer un attentisme généralisé, il est très difficile de prédire l'évolution de l'investissement. Avant le référendum, il a été communément admis que la sortie du Royaume-Uni aurait un impact négatif sur la croissance de l'ensemble du continent européen. Aujourd'hui, au-delà de cette sortie, ce sont toutes les incertitudes l'entourant qui sont les plus pénalisantes.

LE COIN DE LA CONJONCTURE

La tête à l'envers des taux d'intérêt

(Cet article constitue la première partie de l'intervention de Philippe Crevel prononcée à l'Observatoire de la retraite le 7 juillet 2016)

Les taux des obligations de l'État allemand sont négatifs jusqu'à 15 ans. L'État français empruntait vendredi 8 juillet en négatif jusqu'à 9 ans. En 2016, plus du quart de la dette d'État au niveau mondial est en taux négatifs. Les acquéreurs de logement peuvent trouver des emprunts à 20 ans à un taux de 1,30 %, à 10 ans à 0,85 % (source Empruntis le 30 juin 2016). Dans certains pays, des emprunteurs particuliers bénéficient sur des prêts à taux variables de taux négatifs. Les dépôts à vue des entreprises peuvent donner lieu à des paiement d'intérêts par ces dernières.

Ce déplacement en territoire négatif des taux d'intérêt est une révolution que même les auteurs du Code civil n'auraient même pas imaginé. En effet, ce Code qui régit les contrats, n'envisage absolument pas les taux négatifs. L'obligation fondamentale d'un prêt dans le Code civil est la restitution intégrale de la somme prêtée le jour venu. Elle doit se faire en quantité équivalente et dans la devise prévue. Certes, en la matière, les juristes peuvent trouver des solutions pour contourner cet écueil. En revanche, dans les pays de droit anglo-saxon, les taux négatifs posent moins de problèmes juridiques car ils admettent plus qu'en France la liberté contractuelle des parties.

Nous avons été conditionnés pour vivre avec des taux d'intérêt positifs. « L'argent a un prix » est un principe qui est communément admis. Avec les taux négatifs, nous assistons à un renversement de la valeur du temps. Le prêteur paie l'emprunteur. Certes, le créancier est habitué à se faire avoir mais là il le sait dès le départ.

Avec les taux nominaux négatifs, nous avons changé de graduation et surtout nous avons modifié notre rapport au temps. Avant l'illusion monétaire gommait les affres du passé mais laisser le temps au temps était potentiellement une source de gains. Actuellement, le poids du passé reste mais il n'y a plus de rendement prédictible.

Par ailleurs, avec les taux d'intérêt négatifs, l'avenir ne vaut-il plus la peine d'être vécu ou, au contraire, est-il tellement important que nous sommes prêts à perdre de l'argent pour le connaître ?

Les taux d'intérêt négatifs sont-ils une véritable nouveauté ?

Dans le passé, il y a eu de longues périodes de taux réels négatifs du fait d'une inflation importante et mal anticipée. De telles situations ont été enregistrées à la sortie de la Seconde Guerre Mondiale ou durant les Trente Glorieuses. Le taux d'intérêt nominal était alors inférieur au taux d'inflation. Le rendement du capital était alors négatif et sa valeur se dépréciait. Cela a permis d'effacer une grande partie des dettes issues de la Seconde Guerre Mondiale et de financer la reconstruction. À titre d'exemple, en 1981, le taux du Livret A était de 8,50 % mais le taux d'inflation était de 13,4 %. Le taux d'intérêt réel du Livret A était donc négatif de 4,9 %.

En revanche, les taux nominaux négatifs sont moins fréquents. A défaut de pouvoir jouer sur l'illusion monétaire, il faut toucher aux taux nominaux. La Suisse s'y était essayée durant les années 70 mais c'est avant tout le Japon, dans les années 90, qui en a été le grand artisan. Depuis la Grande Récession de 2008, les taux d'intérêt négatifs se diffusent au sein des grands pays avancés : Suède, Danemark, plusieurs pays de la zone euro....

Les Japonais ont donc été des précurseurs avec la mise en place de taux bas récurrents pour contrer la déflation rampante que connaît le pays depuis un quart de siècle. Mais, il ne faut pas, en la matière négliger le rôle de la FED. En 2000 avec l'éclatement de la bulle Internet et après le 11 septembre 2001, la FED a décidé d'abaisser les taux et d'inonder les marchés en liquidités pour éviter une récession de l'économie. À compter de 2006 et surtout à partir de 2007, la Banque centrale américaine a tenté de revenir à une politique de taux plus élevé afin de contrer les tensions inflationnistes générés par les hausses des cours des matières premières et de l'énergie. Cette politique a conduit à l'explosion de la bulle immobilière et à la faillite de Lehman Brothers. De ce fait, après la Grande Récession, toutes les banques centrales ont dû abandonner les canons monétaristes pour s'engouffrer dans des politiques dites non conventionnelles. Avec l'envolée de l'endettement public, la politique monétaire s'est substituée à la politique budgétaire pour réguler l'économie. Implicitement ou explicitement, les banques centrales doivent non seulement gérer la monnaie, surveiller la sphère financière mais aussi lutter contre la désinflation, favoriser l'emploi, l'investissement et donc la croissance.

Les politiques monétaires non conventionnelles prévues pour être temporaires deviennent incontournables.

- **Un taux d'intérêt, à quoi bon ?**

Avant de se poser la question des effets et des dangers des taux négatif, il convient de répondre à la question qu'est-ce qu'un taux d'intérêt ?

Le taux d'intérêt est le prix de l'argent à une échéance déterminée. C'est le rendement projeté d'un investissement à une date déterminée avec prise en compte de l'inflation. C'est la renonciation au présent à la consommation. C'est le prix du risque.

C'est aussi la confrontation de l'offre et de la demande de monnaie. La Banque centrale doit veiller à alimenter convenablement l'économie en monnaie afin d'éviter des blocages. La demande de monnaie n'est pas stable. Elle évolue en fonction des modes de production, des gains de productivité, de la nature des échanges.... Il faut prendre en compte la vitesse de circulation, les habitudes des agents économiques, le travail dissimulé, l'économie grise....

Le taux d'intérêt naturel reflète également le taux de rendement anticipé sur les biens de capital nouvellement produits. C'est donc le taux de rendement marginal net anticipé du capital auquel il faut ajouter la cible d'inflation.

- **Les stigmates de 2008/2009**

La politique des banques centrales est actuellement dictée par des circonstances exceptionnelles. Depuis la crise qui a provoqué une envolée de l'endettement public, elle supplée les États dans la gestion des affaires publiques. La crise grecque en 2011 s'est conclue par une montée en puissance de la BCE qui s'est imposée comme régulateur européen du secteur financier.

Les banques centrales gèrent toujours l'après crise de 2008. Il convient de ne pas oublier que les stigmates de cette crise n'ont pas été encore tous effacés. Nous venons tout juste de retrouver pour la zone euro, le niveau de PIB d'avant crise. Le taux de chômage et le taux de pauvreté restent supérieurs à leur niveau de 2008. Une crise financière met du temps à s'estomper car elle touche au cœur même du système économique : la confiance.

Les banques centrales ont abaissé leurs différents taux pour assurer l'aussi bon fonctionnement que possible des marchés interbancaires. Elles ont joué leur rôle de banquiers en dernier ressort pour fournir des liquidités et le cas échéant pour assurer la solvabilité de certains États.

Par leurs actions, elles influencent tout à la fois les taux courts et les taux longs. En rachetant des actifs (obligations d'État mais aussi obligations privées), les banques centrales interviennent ainsi sur le niveau des taux longs d'autant plus que les investisseurs sont à la recherche de titres sans risque. Par ailleurs, ces derniers à la recherche également de rendement, ont tendance à allonger la durée de leurs engagements. Il en résulte une transmission des taux bas du court au long terme avec un aplatissement de la courbe.

Les banques centrales ont, ayant recours à leurs différents outils, manipulé les taux de change ce qui peut favoriser éphémèrement les exportations. Sur moyenne période, l'effet des taux de change est assez neutre sur un point de vue économique.

- **Du caractère anormal à un phénomène structurel**

Les faibles taux d'intérêt ne sont pas que la simple conséquence conjoncturelle des politiques monétaires des banques centrales. Ils sont également la traduction de phénomènes plus structurels. En parallèle des cycles économiques, il y a des cycles financiers. Nous avons connu un cycle avec des forts taux d'intérêt des années 90 à 2000 avec une réduction de l'inflation s'accompagnant d'une appréciation sans précédent de la valeur des actifs mobiliers et immobiliers. Depuis la crise de 2008, une nouvelle période semble s'être engagée avec à la clef un processus de répression financière qui peut être interprété comme une compensation du phénomène précédent anormal.

Un des éléments à prendre en compte, c'est évidemment la diminution de la croissance potentielle. La réduction graduelle des gains de productivité, associée au vieillissement de la population, pèse sur la croissance et donc sur les taux.

De nombreuses études semblent prouver un moindre effet économique du progrès technique. Par ailleurs, la demande est bridée tout à la fois par le vieillissement de la population et par un partage de la valeur ajoutée moins favorable aux actifs. La demande en biens manufacturés est avant tout réalisée par les jeunes actifs ayant des enfants. Avec des populations comptant plus de 20 % de retraités, de nombreux États doivent faire face à une stagnation de la demande. Ce vieillissement contribue également à l'excès d'épargne alimenté, par ailleurs, par d'importants déséquilibres commerciaux à l'échelle mondiale. Il en résulte de ce fait une pression sur le prix de l'argent. En effet, beaucoup d'épargne et peu de projets d'investissement ne peuvent amener que de faibles taux.

Le niveau réduit des investissements est à mettre en parallèle avec la profonde aversion aux risques. Cette aversion est la résultante de la crise financière de 2008 et également du vieillissement. Les investisseurs ne veulent plus être exposés à un risque de faillite et optent donc pour des titres sûrs voire ultra-sûrs avec comme conséquence une baisse du rendement. Plus une population est vieillissante, moins elle prend de risques car elle veut sécuriser au maximum son patrimoine pour la retraite.

La baisse du taux d'intérêt nominal s'accompagne d'une forte désinflation qui, au-delà des variations de cours des matières premières, peut apparaître structurelle. Les facteurs qui jouent en faveur de la baisse de l'inflation sont bien souvent les mêmes que ceux qui concourent à la chute des taux d'intérêt nominaux : vieillissement, chômage, faiblesse de la demande, excès d'offre... À cela, il convient d'y ajouter que le développement du digital pèse sur les prix. En effet, avec des coûts marginaux nuls ou presque, les nouveaux process de production ne génèrent pas d'inflation. Les plateformes collaboratives augmentent la concurrence ce qui ne favorise pas non plus au relèvement des prix.

- **Un excès d'épargne**

Le prix de l'argent car il y en a de trop. Il y a excès d'épargne à l'échelle mondiale du fait d'excédents excessifs et de situations de rente. Les excédents commerciaux de l'Allemagne, des pays émergents et, avant la chute du cours du baril, des pays pétroliers ont contribué à accroître le volume de l'épargne. Ces excédents n'ont pas été réinjectés en consommation ou en investissements productifs d'où une attrition économique. En Chine, le taux d'épargne atteint 50 %. Dans de nombreux pays européens, ce taux augmente également. Le vieillissement de la population est un des facteurs avancés pour expliquer les forts taux d'épargne. Une population vieillissante a moins de besoins en matière d'équipement qu'une population jeune. Elle est moins ouverte à la prise de risque et recherche du rendement régulier.

Cet excès d'épargne pourrait s'atténuer avec la mise en place de larges systèmes de protection sociale au sein des pays émergents ainsi que la transformation de leur économie. Cette dernière devrait dépendre dans les prochaines années de plus en plus de la demande interne.

- **Une réglementation émolliente**

La réglementation prudentielle mise en place après 2008 contribue également à peser sur les taux. Elle incite les établissements financiers à accroître leurs fonds propres et à se détourner des placements dits à risques. Les directives Solvency II et Bâle III ont imposé au secteur financier le concept du principe de précaution.

Et de quoi sera fait demain ?

Le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni (avant le Brexit) prouvent que le sevrage est très délicat à mener en matière de taux bas. Aux États-Unis, malgré le plein emploi, malgré une croissance de 2 %, malgré une inflation sous-jacente autour de 1,5 %, la FED a toutes les peines du monde pour remonter ses taux directeurs.

À ce titre, quelles sont les raisons qui justifient une augmentation des taux ?

La remontée des taux constitue un objectif pour les autorités monétaires. Cette volonté repose sur l'idée qu'il est indispensable de reconstituer des marges de manœuvre. Il faut monter les taux afin de pouvoir les baisser en cas de survenue d'une nouvelle crise. La remontée des taux est un objectif pour permettre une bonne allocation des actifs et éviter des bulles spéculatives. Une longue période de taux bas rend plus complexe une remontée, compte tenu de l'impact sur le marché obligataire.

Le maintien de taux d'intérêt faibles peut avoir un impact négatif sur la croissance en encourageant des investissements peu efficaces, en incitant les investisseurs à privilégier des placements ayant un impact faible sur l'économie réelle (immobilier par exemple). Les taux bas qui sont censés favoriser les investissements peuvent pour autant avoir un effet dépressif. Leur maintien peut être interprété de manière négative. Cela signifie que la situation économique reste mauvaise et qu'il convient de rester prudent. En fin, leur maintien dissuade les États d'assainir leurs finances, de réduire leur endettement voire de se réformer.

De nombreux facteurs jouent pourtant en faveur du maintien des taux bas !

- **Un endettement toujours présent**

En l'état actuel des endettements publics et des taux de croissance, la remontée des taux pourrait être insupportable. Les États d'Europe du Sud ne pourraient guère supporter des taux de 4 à 5 points. Il y aurait rapidement un risque d'insolvabilité de certains États. Une telle situation provoquerait une montée aux extrêmes des spreads (différences de taux entre les pays périphériques et l'Allemagne par exemple) et une défiance financière générale. Pour la France, une remontée d'un point des taux d'intérêt occasionnerait une augmentation du service de la dette (les intérêts de la dette de l'État) de 4 à 6 milliards d'euros.

- **Une inflation qui tarde à revenir**

Les banques centrales éprouvent des difficultés évidentes à atteindre l'objectif de 2 % d'inflation. La chute des cours de l'énergie et des matières premières ont pesé sur les prix entre 2014 et 2015. Mais l'excès d'offre de biens industriels, le vieillissement de la population qui pèse sur la demande et l'économie digitale avec ses coûts marginaux nuls contribuent à créer une zone de basse inflation.

- **Une croissance qui se dérobe**

Les bas taux ont dopé artificiellement l'économie à travers une réduction du coût du crédit et permet une dépréciation de la monnaie. Toute remontée des taux peut avoir un effet inverse. Tant qu'il n'y a pas de garantie d'une auto-alimentation de la croissance, il y a un évidemment un risque à arrêter les politiques monétaires non conventionnelles et à remonter les taux. Cela est d'autant plus complexe que nous évoluons dans un univers d'incertitudes et que l'aversion aux risques est à son maximum. Depuis le début de l'année 2016, la chute du prix du pétrole, le ralentissement des pays émergents dont la chine et maintenant le Brexit constituent autant de facteurs conduisant et justifiant le maintien du dopage monétaire.

- **Un pilotage monétaire de plus en plus complexe**

Le montant de la dette publique à l'échelle mondiale, la taille des bilans des banques centrales, les variations des taux de change... sont autant de facteurs qui rendent complexe le pilotage des politiques monétaires. Un changement de taux par la FED a, par nature, des conséquences mondiales. De ce fait, la prudence est de mise et ne pousse pas à des augmentations rapides des taux. Avec l'internationalisation des économies, les banques centrales intègrent dans leur politique de taux d'intérêt, les taux de change. Ainsi, le rendement des titres américains ne se limite pas au simple taux mais doit prendre en compte la valorisation du dollar.

Que ce soit pour des raisons structurelles ou conjoncturelles, les taux peuvent rester bas pour une période relativement longue. Leur augmentation ne signifierait pas obligatoirement une amélioration de la situation économique mais au contraire pourrait indiquer le début d'une nouvelle crise. Une augmentation des taux pourrait être occasionnée par la défaillance d'un État, d'une crise politique ou sociale, de la remise en cause par exemple de la zone euro.... Une telle situation nécessiterait la tenue de réunions internationales pour éviter un embrasement économique. Le risque d'une crise systémique annoncé par certains a comme limite que toutes les zones géographiques ont recours aux mêmes politiques. Il n'y a pas de Havre ou de plan B. Descendre du train est toujours possible sous réserve d'en trouver un autre qui soit plus sûr. Or, aujourd'hui, les échappatoires sont rares...

La sortie des taux bas ne peut s'effectuer que par le retour d'une croissance autoalimentée reposant sur de réels gains de productivité. L'époque formidable actuelle n'est peut-être qu'un entre-deux. Si aujourd'hui, le digital et les objets connectés sont partout sauf dans les statistiques comme le disait dans les années 80 Robert Solow, Prix Nobel d'Économie au sujet des microprocesseurs, demain leurs

effets sur la productivité seront tangibles. À défaut, les tenants de la stagnation séculaire ont raison et dans ce cas-là, un scénario à la japonaise n'est pas impossible.

(La deuxième partie de cette intervention sera publiée dans la lettre du 15 juillet 2016 et concernera les conséquences des taux d'intérêt négatifs pour les agents économiques. Philippe Crevel tient à remercier les organisateurs de la réunion de l'Observatoire de la Retraite, Pierre Chaperon, directeur du cabinet AGIRC-ARRCO et Arnould d'Yvoire, Secrétaire général de l'Observatoire des Retraites).

La France, un pays de navetteurs

En 2013, sur les 26,1 millions de personnes habitant en France ayant un emploi, les deux tiers d'entre elles, soit 16,7 millions de personnes, travaillent dans une autre commune que celle où elles résident. Certes, ce concept a des réalités très diverses. En effet, la situation d'un résident de Tours travaillant à Paris n'a rien de comparable à celle d'un habitant de Neuilly-sur-Seine qui franchit le périphérique pour travailler dans le 17^{ème} arrondissement de Paris. Néanmoins, du fait de la concentration des activités professionnelles autour de certains pôles et de certains axes, de plus en plus de Français doivent parcourir des distances importantes pour se rendre à leur travail. Cet allongement des trajets génère des nuisances non négligeables tant sur l'état de santé de la population qu'en termes de pollution. Dans un pays essentiellement tertiaire comme la France, les principales sources de gaz à effet de serre sont les transports et le chauffage.

La proportion de navetteurs a tendance à s'accroître

Pour des raisons liées aux coûts du logement ou aux problèmes d'emploi, le nombre de navetteurs tend à s'accroître. Par ailleurs, certains actifs décident, par choix de vie, de s'installer en milieu rural au prix de temps de transports pour se rendre au bureau plus importants.

De 1999 à 2013, la part des navetteurs dans l'ensemble des personnes ayant un emploi augmente de 6 points, passant de 58 % à 64 %. Cette hausse concerne l'ensemble du territoire français.

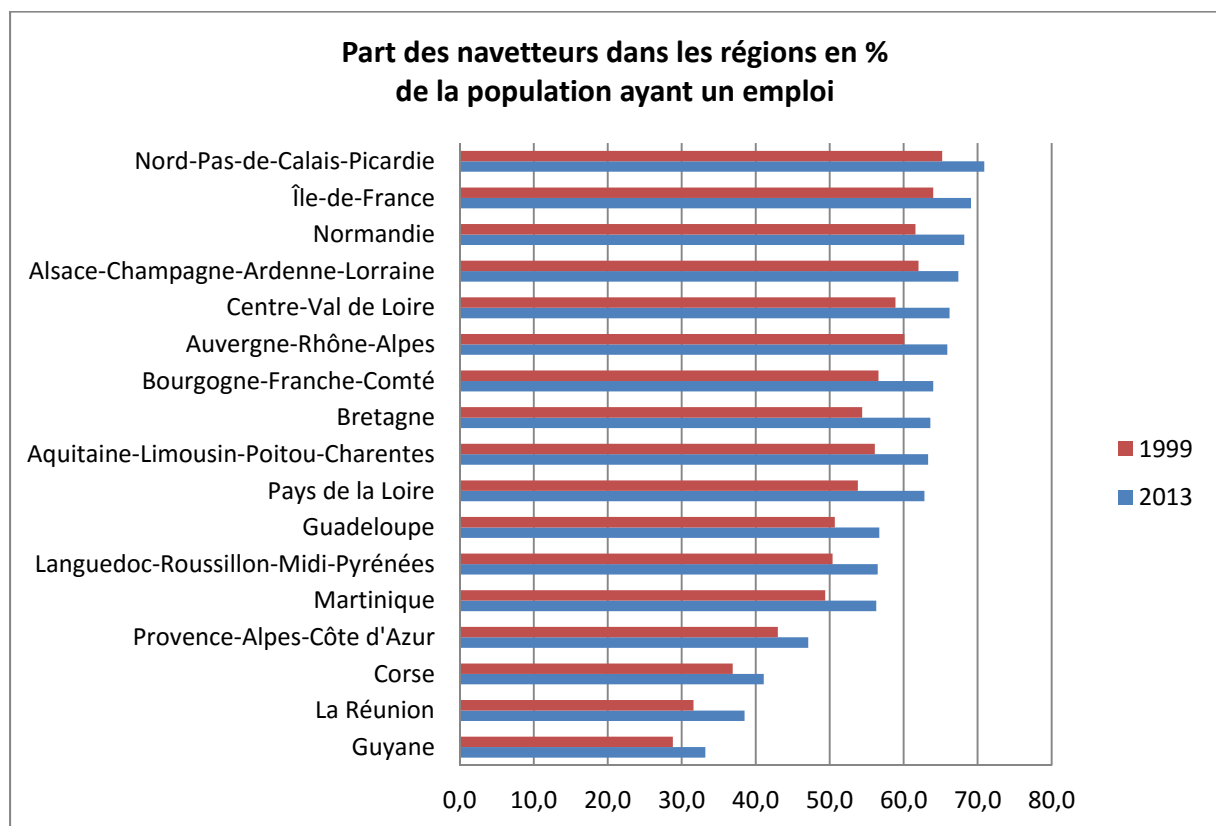
Les grandes agglomérations génèrent des navetteurs

Ce sont les grandes régions économiques traditionnelles qui comptent un grand nombre de navetteurs ainsi que celles qui se situent à proximité d'une très grande agglomération.

Dans les Hauts-de-France, 71 % des personnes ayant un emploi travaillent dans une autre commune que son lieu de résidence. Ce taux est de 69 % en Île-de-France. Ce taux est également très élevé en Normandie, en Alsace-Champagne-Ardenne-Lorraine et dans le Centre-Val de Loire. Au sein de ces trois dernières régions, de nombreux actifs travaillent en région parisienne et font la navette tous les jours. Cela concerne également le bas des Hauts-de-France. Le département de l'Oise est très dépendant de l'agglomération parisienne tout comme peut l'être une partie du

département de l'Eure ou du Loiret. Plus de 200 000 actifs en provenance des régions limitrophes de la région parisienne effectuent des allers-retours quotidiens sur la capitale pour leur travail. Le développement du réseau TGV a contribué au développement de ces navetteurs. Des villes comme Tours, Vendôme, le Mans, Reims, Arras mais aussi Lille sont concernées.

En revanche, les navetteurs sont minoritaires en Provence-Alpes-Côte d'Azur (47 %), en Corse (41 %) et en Guyane (33 %), en raison de la proximité des emplois mais aussi de la grande superficie des communes. Les régions ayant un plus faible nombre de navetteurs se caractérisent par un tissu industriel comportant moins de grandes entreprises qu'en région parisienne que dans les Hauts-de-France.



Source : INSEE - CDE

Au niveau régional, la part des navetteurs progresse le plus fortement en Bretagne : de 9 points, contre 4 points seulement en Provence-Alpes-Côte d'Azur. À un niveau plus fin, du fait d'un délitement du tissu économique français depuis la Grande Récession, c'est dans les territoires les moins denses que la distance à l'emploi croît le plus fortement. Or, dans ces espaces, les déplacements domicile-travail étaient déjà les plus importants.

Les navetteurs sont avant tout des cadres ayant des enfants

Les navetteurs sont surreprésentés parmi certaines catégories professionnelles : trois quarts des ingénieurs et des cadres d'entreprise sont des navetteurs contre seulement un quart des indépendants ou des aides familiaux.

Les cadres ayant des enfants sont très fréquemment navetteurs. Afin de trouver des logements disposant d'une surface convenable ainsi que de bénéficier de bonnes conditions de vie, les cadres résident bien souvent dans une commune autre que celle de leur lieu de travail. En région parisienne, le coût des logements sur Paris voire dans la petite couronne a contraint de nombreux salariés à chercher leur logement à la périphérie. Les ménages ont, par ailleurs tendance à se sédentariser dans une commune même s'ils sont amenés à changer de lieu de travail. Cela est particulièrement vrai quand le ménage comporte deux actifs occupés. Ainsi, la part de navetteurs atteint 69 % pour les travailleurs ayant des enfants contre 64 % en moyenne. Elle est également de 69 % pour les ménages ayant deux personnes ayant un emploi contre 61 % quand le ménage ne comporte qu'un seul actif occupé.

Les personnes seules ne sont, quant à elles, que 55 % à être navetteurs. Ayant besoin de surfaces moins importantes, elles tendent à se loger près de leur lieu de travail. En outre, les personnes seules ayant des revenus inférieurs à celles qui vivent en couple, résident fréquemment à proximité de leur établissement surtout quand ce dernier est en banlieue.

Fort logiquement, les navetteurs sont surreprésentés parmi les propriétaires d'une maison individuelle (71 % contre 52 % des locataires en logement collectif). En effet, l'habitat collectif est concentré dans les villes-centres et les banlieues, tandis que les maisons individuelles sont très présentes dans les communes périurbaines plus résidentielles et offrant moins d'emplois. Par ailleurs, la possession de la résidence principale est un frein à la mobilité.

Le choix d'une ville en province ou éloignée obéit à des considérations d'ordre économique. Ainsi, à surface identique, un ménage peut économiser entre 100 000 et 200 000 euros en achetant un logement à proximité de Tours ou de Reims en lieu et place d'un logement à Paris ou en petite couronne. Il convient de prendre en considération les dépenses de transports collectifs mais dont la moitié est prise en charge par l'employeur. Il faut également tenir compte des contraintes horaires liées aux transports, des grèves et de la fatigue...

La voiture, le moyen de transport privilégié

80 % des navetteurs se rendent à leur travail en voiture. Les personnes, qui travaillent dans leur commune de résidence, ne sont que 51 % à y recourir.

La voiture est le principal moyen de locomotion dans les territoires peu denses, où les transports en commun sont moins développés.

Parmi les aires urbaines, Paris se distingue très nettement. En effet, 50 % seulement des navetteurs utilisent une voiture pour se rendre à leur travail et 44 % prennent les transports en commun. Il est à signaler que le taux de possession est à Paris très inférieur à la moyenne nationale. Un habitant sur deux a une voiture (53 %) sur Paris quand ce taux est de 83 % au niveau national. En outre, 60 % des Parisiens n'utilisent par leur voiture tous les jours et 16 % l'utilisent moins d'une fois par mois (*source : direction de la voirie de Paris*).

Dans les autres aires urbaines, le taux d'utilisation de la voiture pour aller travailler dépasse 75 %. En revanche, moins de 20 % des navetteurs recourent aux transports en commun. En dehors de Paris, les trois aires urbaines où les transports en commun sont les plus utilisés sont Lyon, Lille et Grenoble.

Les navetteurs font de plus en plus de kilomètres

En 2013, la moitié des navetteurs travaillent dans une commune distante de plus de 15 kilomètres de celle de leur domicile. Depuis 1999, la distance médiane a augmenté de 2 kilomètres. En effet, la proportion des trajets de moins de 10 kilomètres a diminué (- 5 points), au profit notamment de ceux compris entre 20 et 50 kilomètres.

LE COIN DES TENDANCES

L'Afrique, une nouvelle terre croissance ?

Avec le ralentissement des pays émergents d'Asie, tous les espoirs pour la progression de la croissance de l'économie mondiale se portent dorénavant sur l'Afrique et, plus précisément, sur l'Afrique subéquatoriale. Le potentiel de croissance de l'Afrique est élevé du fait de sa forte expansion démographique et des importants besoins que cela génère. Néanmoins, la forte dépendance aux matières premières, ainsi que les problèmes politique et sociaux constituent d'indéniables freins au développement de l'Afrique.

Depuis une dizaine d'années, l'Afrique bénéficie de l'arrivée sur le marché du travail de générations nombreuses de mieux en mieux formées. Par ailleurs, l'envolée des cours des matières premières, des produits agricoles et de l'énergie ont facilité le décollage économique du continent. La croissance moyenne a atteint pour l'Afrique subsaharienne 6,8 % de 2004 à 2008. En 2009, du fait de la Grande Récession, la croissance n'a été que de 4 %. Jusqu'en 2015, elle s'élevait en moyenne à 5 %. Avec la chute des cours du pétrole et des autres matières premières, la croissance s'est tassée en 2015 pour n'atteindre que 3,4 %. Pour 2016, elle pourrait être encore inférieure et ne s'élever qu'à 3 %. Une reprise est attendue en 2017 avec l'augmentation des cours.

Compte tenu de l'évolution démographique, le maintien d'un fort taux de croissance est indispensable faute de quoi les tensions déjà bien visibles au sein et entre les États africains ne pourront que s'accroître. Comme au Moyen Orient, ces dernières années, l'Afrique entre dans une zone à risques avec une population jeune, éduquée et qui voient les portes de l'immigration se refermer.

Le défi démographique

La population africaine qui était de 100 millions en 1900 et de 640 millions en 1990 dépasse, en 2016, 1,2 milliard. Elle sera supérieure à 2 milliards d'habitants d'ici le milieu du siècle et pourrait atteindre 4 milliards d'habitants en 2100. L'Afrique, longtemps sous-peuplée, deviendra le cœur démographique de la planète à la fin du 21^{ème} siècle.

Aujourd'hui, quatre pays africains comptent plus d'habitants que la France (le Nigeria avec plus de 177 millions d'habitants, l'Éthiopie avec plus de 84 millions d'habitants, l'Égypte avec plus de 82 millions d'habitants et la République Démocratique du Congo avec plus de 73 millions d'habitants). D'ici trente ans, ce sera dix pays qui compteront plus d'habitants que la France.

Le problème de la gouvernance

Selon des études de la Banque mondiale, la moitié des pays d'Afrique subsaharienne ont un environnement politique et institutionnel relativement peu favorable à la réduction de la pauvreté et au développement. En 2015, seulement sept pays affichent de meilleures performances par rapport à 2014, tandis que douze pays ont eu leur note revue à la baisse. Le reste des pays maintient la même qualité institutionnelle depuis 2014. En haut de classement figure le Rwanda, qui a engagé une série de réformes et de politiques publiques, renforçant la qualité de ses institutions. Il est suivi du Cap-Vert, du Kenya, et du Sénégal.

Parmi les pays ayant réussi à améliorer leur contexte de gouvernance se situent le Ghana et les Comores qui ont enregistré des progrès dans leur gestion des finances publiques et des droits de propriété.

Après des années très difficiles, la Côte d'Ivoire connaît de réels progrès dans l'utilisation plus équitable de ses ressources publiques.

Parmi les pays mal classés figurent le Burundi, la Gambie, l'Érythrée et le Soudan. Ces pays doivent faire face à une dégradation de leur système de gouvernance. Ils disposent d'institutions politiques jugées peu favorables au développement économique.

La Banque mondiale souligne que l'escalade de la violence en Afrique, la multiplication des conflits politiques et ethniques sont des sources de fragilités et préconise un renforcement des institutions politiques. Les pays d'Afrique sub-saharienne sont évidemment fragilisés par la fin du cycle des matières premières. La Banque mondiale a mis en lumière les vulnérabilités de la structure des économies de ces pays qui doivent opter pour des politiques de diversification.

Les diplômés vivent entre eux

En un quart de siècle, la France a vécu sur le plan du niveau de formation de la population active une véritable révolution. Parmi les salariés de France métropolitaine

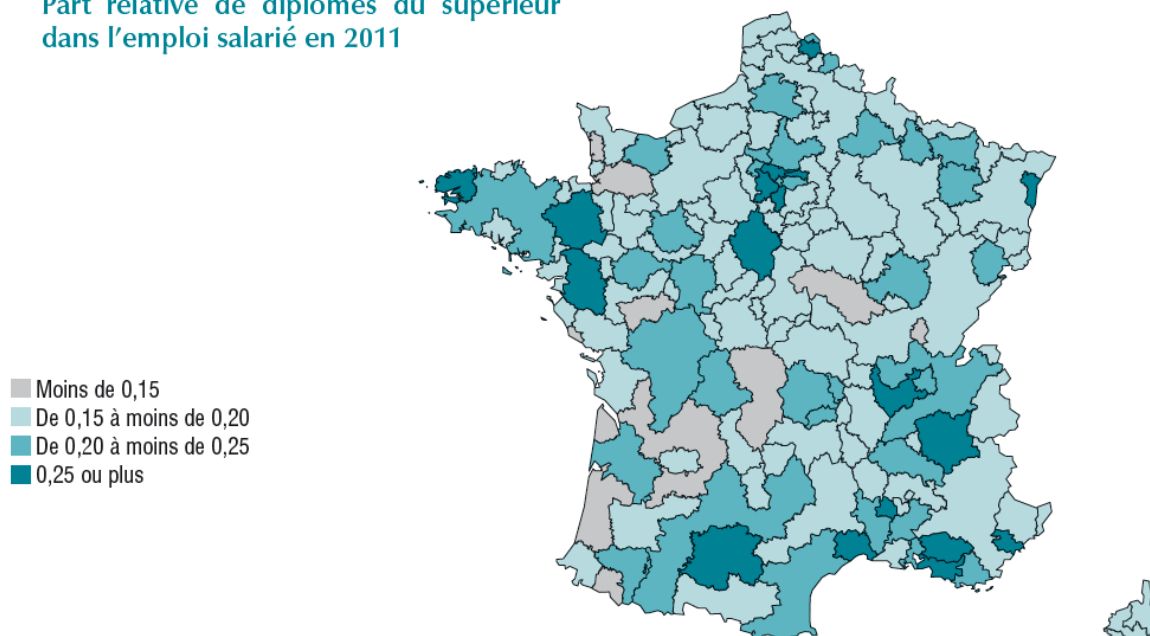
âgés de 15 à 65 ans, la part des non-diplômés est passée de plus de 30 % en 1991 à moins de 20 % en 2011. Dans le même temps, la part des bacheliers est passée de 25 % à 50 % pour ceux de l'enseignement général. Par ailleurs, la proportion de titulaires d'un diplôme du supérieur a plus que doublé en 20 ans, passant de 14 % à 30 %.

Le poids des diplômés augmente sur tous les marchés du travail locaux mais concerne avant tout les grandes agglomérations. Les marchés du travail locaux de Lyon, Aix-en-Provence et Grenoble par exemple, où environ 15 % des salariés de 15 à 65 ans étaient diplômés du supérieur en 1991, ont enregistré des progressions de plus de 16 points. En revanche, les marchés du travail locaux plus agricoles de Bourgogne-Franche-Comté, de Normandie ou du Centre, qui avaient moins de 5 % de diplômés du supérieur en 1991, ont connu une croissance inférieure à 10 points. Cette croissance différenciée aboutit à une concentration des diplômés et plus particulièrement ceux de l'enseignement supérieur dans les très grandes villes.

La proportion la plus importante de diplômés de l'enseignement supérieur est enregistrée à Paris et sur le plateau de Saclay. Ils représentent près de 35 % des salariés, se trouvent notamment dans l'agglomération parisienne.

De grandes métropoles régionales, par exemple Grenoble, Montpellier, Lyon ou Toulouse, ont également en 2011 une part de diplômés du supérieur de plus de 30 %. Les zones où cette part est la plus faible en 2011 se situent dans les régions de Bourgogne-Franche-Comté, Normandie et Aquitaine-Limousin-Poitou-Charentes.

Part relative de diplômés du supérieur dans l'emploi salarié en 2011



Champ : France métropolitaine, salariés âgés de 15 à 65 ans.
Lecture : la part relative de diplômés du supérieur dans le marché du travail local de Paris était de 0,35 en 2011.
Note : le niveau géographique représenté correspond aux marchés du travail locaux (voir encadré 2).
Source : Insee, panel tous salariés-EDP.

Plus de diplômés mais des salaires relatifs orientés à la baisse

Le salaire relatif des diplômés du supérieur a diminué en France depuis 1991. Leur salaire était de 48 % supérieur à la moyenne de l'ensemble de la population en 1991. Cet avantage n'est plus que de 41 % en 2011. Cette réduction des inégalités de salaire est due à une diminution du salaire médian des diplômés du supérieur sur la période 1991-2011, pendant que le salaire des autres salariés restait stable.

Cette orientation à la baisse ne concerne pas les pôles économiques les plus importants où le salaire relatif des diplômés de l'enseignement supérieur a continué à augmenter. La baisse est, en revanche marquée dans les bassins d'emplois denses. Le gain des diplômés est passé de 43 à 38 % de 1991 à 2011.

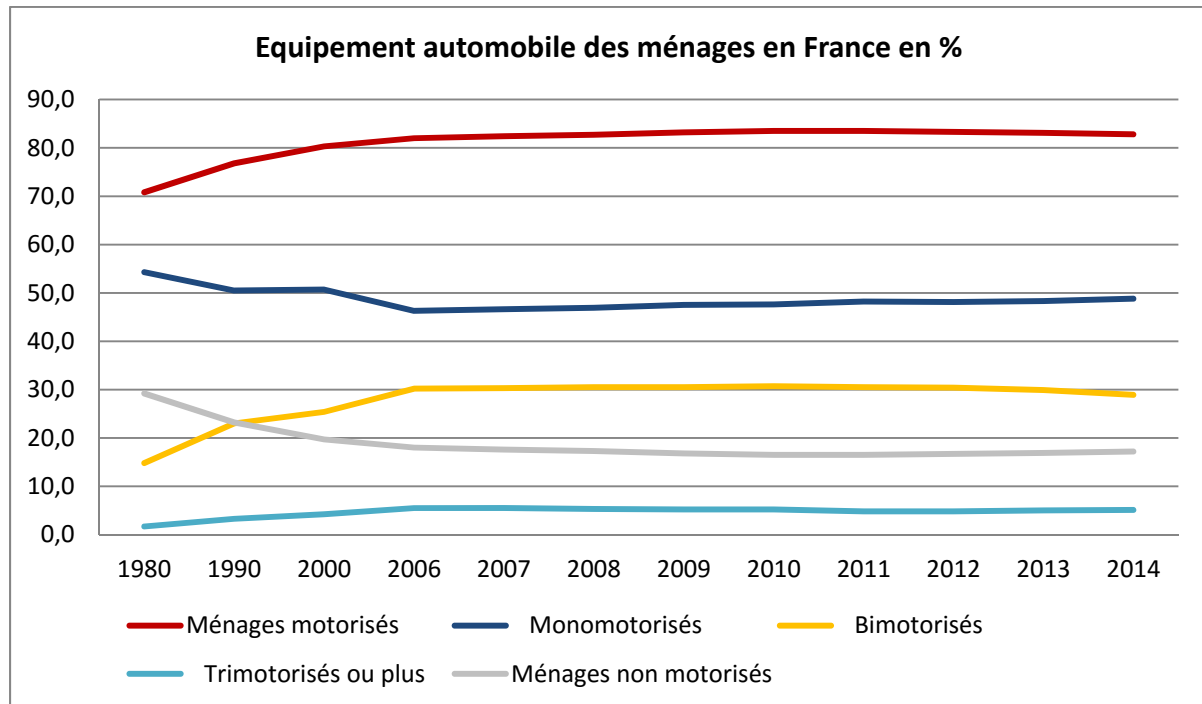
La forte attractivité des grandes agglomérations

Plusieurs facteurs tendent à expliquer ces tendances. Les diplômés de l'enseignement supérieur convergent vers les grands centres car ils recherchent des conditions de vie en adéquation avec leurs attentes. Ils souhaitent tout à la fois un haut niveau de services et de loisirs et des établissements d'enseignement de qualité pour leurs enfants. Par ailleurs, les centres de recherche, les sièges sociaux et les administrations sont localisés au sein des grandes métropoles. Ayant besoin de cadres bien formés, ces zones d'activité offrent les meilleures rémunérations et les meilleures carrières. L'écart entre les différents bassins s'explique également par le fait que dans les zones à faible densité économique, le nombre des grandes entreprises est réduit. Enfin, les salaires des diplômés de l'enseignement supérieur de très haut niveau obéissent à des considérations de plus en plus internationales. Il en résulte un marché du travail à plusieurs vitesses.

La mutation digitale concourt aussi à cette tendance. Internet contrairement à quelques idées reçues ne facilite pas le développement des centres périphériques. Le développement du numérique suppose une convergence des compétences sur un même lieu. À la recherche de terrains à bas prix et de main d'œuvre bon marché, l'industrie s'est diffusée sur l'ensemble du territoire. Les services numériques moins gourmands en espace fonctionnent sur la logique des réseaux d'où l'intérêt d'une concentration des compétences sur un nombre de pôles réduits.

LE COIN DU GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

La voiture, une victime de 2008 ?



En 34 ans, le nombre de ménages motorisés est passé, en France de 70 à près de 83 %. Mais, depuis la crise financière, cette proportion est stable. Elle était de 82,7 % en 2008 et n'a progressé que de 0,2 point depuis. Depuis 2010, le nombre de ménages bi-motorisés a même baissé de 2 points. Il s'élevait à fin 2014 à 28,9 %. L'âge moyen des véhicules possédés par les ménages français augmente d'année en année. Il atteint 8,7 ans contre 5,9 ans en 1990. Ce vieillissement s'explique par une durée de détention plus longue (5,4 ans en 2014 contre 3,7 ans en 1990) et par un recours croissant aux voitures d'occasion. 58,5 % des ménages roulent avec une voiture d'occasion en 2014 contre 50 % en 1990. La fiabilité accrue des véhicules et les difficultés de pouvoir d'achat expliquent ces tendances. La voiture a perdu un peu de son pouvoir d'identification sociale pour devenir un moyen de transport parmi d'autres. Néanmoins, les études qualitatives soulignent que les Français renoncent à l'achat d'une voiture et en particulier d'une voiture neuve pour des considérations avant tout financières. L'envie demeure mais l'augmentation des dépenses pré-engagées (logement, abonnements....) réduisent les capacités de financement d'une voiture même si le recours au leasing s'est banalisé.

AGENDA ECONOMIQUE DE LA SEMAINE

Samedi 9 juillet

Sommet de l'OTAN à Varsovie

Dimanche 10 juillet

En **Chine**, il faudra surveiller l'**indice des prix à la production** et **celui des prix à la consommation** pour le mois de juin. En mai, ce dernier avait reculé de 0,5 %. Il devrait être encore en baisse pour le mois de juin, à -0,3 %. En rythme annuel, l'inflation progresserait de 1,8 % contre 2,0 % en mai.

Au Royaume-Uni, il faudra regarder l'**indice des ventes au détail** du mois de juin.

Au Japon, il faudra suivre **les commandes de biens d'équipement**.

Lundi 11 juillet

À **Bruxelles**, réunion de l'**Eurogroupe**.

Au Japon, l'**indice de l'industrie tertiaire** sera publié pour le mois de mai. Seront rendues publiques **les commandes de machines-outils** pour le mois de juin.

Aux États-Unis, seront publiés **les indices sur l'optimisme aux affaires et des conditions du marché du travail** pour le mois de juin.

Mardi 12 juillet

En **Allemagne**, il faudra suivre l'**indice des prix à la consommation** du mois de juin.

En **France**, sera rendu public **le résultat des créations d'entreprise** du mois de juin.

Au niveau européen, sera également publié l'**indice des prix à la consommation** du mois de juin.

Au Royaume-Uni, sera publié **le rapport sur l'inflation**.

Aux États-Unis, il faudra suivre l'**indice Redbook** du mois de juillet.

Mercredi 13 juillet

En **Chine**, seront communiqués **les résultats de la balance commerciale** du mois de juin.

En **Espagne** sera rendu public **l'indice des prix** du mois de juin.

En **Italie**, sera également communiqué **l'indice des prix** du mois de juin.

En **France**, il faudra suivre **l'indice des prix à consommation** du mois de juin. Son taux déterminera en partie une éventuelle modification du celui du Livret A.

Pour **la zone euro**, il faudra suivre **la production industrielle** du mois de mai.

Jedi 14 juillet

Au **Japon**, sera publiée **la production industrielle** du mois de juin ainsi **que le taux d'utilisation des capacités de production**.

En **Italie**, les résultats de **la balance commerciale** seront connus.

Au **Royaume-Uni**, seront très suivies **les déclarations de la Banque centrale d'Angleterre** sur le niveau **des taux**. Sera également publié **l'indice des indicateurs avancés** du mois de juin.

Vendredi 15 juillet

À **Bruxelles**, sera publié **le résultat des immatriculations européennes de véhicules**.

En **Chine**, seront publiés **la production industrielle, les ventes de détail, et l'investissement urbain** de juin **ainsi que le PIB** du deuxième trimestre.

Pour **la zone euro**, sera connue **la balance commerciale** de mai.

Pour **la zone euro**, **l'indice des prix** de juin sera publié.

Aux **États-Unis**, il faudra suivre la balance **courante du deuxième trimestre, les ventes de détail et l'indice des prix** de juin ainsi que **l'indice manufacturier de la Fed de New York** de juillet. Seront également connus **la production industrielle et le taux d'utilisation des capacités de production** du mois de juin ainsi que **l'indice de confiance des consommateurs Reuters/Michigan** de juillet.

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

Pour tout contact et correspondance

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

Abonnement : à adresser à 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