

## Soutiens d'été : le Japon et le Royaume-Uni à la manœuvre

### Inflexion généralisée de la croissance : les perspectives mondiales abaissées

La panne de croissance française au deuxième trimestre (après un premier trimestre très fort) illustre assez bien la question dominante au sein des cabinets d'étude ou des spécialistes de l'investissement : le cycle de croissance est-il en train de tourner ?

Les indicateurs avancés constitués par les intentions des directeurs d'achat confirment en effet la fragilité de la croissance européenne. L'inflexion américaine est sensible et la performance de +1,2 % au deuxième trimestre après une révision à +0,8% pour les trois premiers mois de l'année montre une nette décélération, après sept années de croissance.

Plus largement, les perspectives d'activité mondiale sont abaissées. L'expansion sera plus proche de 2,5 % que de 3% cette année, en retenant les statistiques officielles du parti communiste chinois qu'il pourrait être nécessaire de retraiter. On n'est pas loin en tout cas du seuil de 2,5 % généralement jugé nécessaire au maintien des équilibres.

Les marchés financiers – et singulièrement Wall Street – font preuve de sang-froid face à cette dégradation des anticipations. On en connaît la raison et si l'indice Dow Jones est à 3 % de son record absolu, c'est à la Réserve Fédérale et aux autres grandes Banques Centrales qu'il le doit. Ainsi, on en revient au paradoxe apparent des Bourses : les mauvaises nouvelles économiques (moins de croissance) peuvent faire de bonnes nouvelles financières (poursuite du soutien monétaire et budgétaire).

Dans ce cadre, la Réserve Fédérale avait anticipé sur la statistique du deuxième trimestre, assurant dans le communiqué ayant suivi son comité de l'open market de juillet qu'il faudra que la politique monétaire « reste accommodante pour soutenir de nouvelles améliorations du marché du travail et un retour à l'objectif de 2 % d'inflation »

Dans ce contexte général, il y a deux économies qui vont avoir un besoin plus pressant de soutien : il s'agit de la troisième et de la sixième puissance mondiale : le Japon et le Royaume-Uni.

### Au Japon : économie toujours en panne, plan massif d'investissement en vue

Le Japon n'en finit pas d'annoncer le retour à une vraie croissance. Le Premier ministre Shinzo Abe entamera à Noël prochain sa cinquième année de mandature (il avait occupé le poste précédemment un an en 2006-2007). Sa stratégie de relance, présentée sous le slogan des « trois flèches » commence à tarder à produire des effets de seulement moyen terme. Les deux premières des flèches de ces « Abenomics » sont ultra classiques : politique budgétaire très accommodante et relance budgétaire. Elles ont porté des fruits, sans doute insuffisants, mais, depuis le retour de M. Abe, une croissance a été assurée. Une croissance très faible et même une croissance zéro en 2014 toutefois.

Pour assurer ce modeste bilan, il y a un domaine où la réussite a été au rendez-vous : le change. De décembre 2012 à décembre 2015 la contrevaletur du yen en dollar a chuté de près de près de 30 %. Et malgré un rebond depuis le début de l'année porté par le phénomène financier de « fuite vers la qualité », la baisse en trois ans et demi reste de 16 %. On constate cependant que les injections monétaires – le bilan de la Banque du Japon va approcher 85% du produit intérieur brut – et les taux négatifs n'ont pas relancé l'Archipel. Les investissements publics non plus et leurs financements n'ont pu passer que par la dette, les réformes fiscales de rétablissement des comptes de l'Etat ayant dus être repoussés.

La question du Japon est celle des réformes justement. C'était la troisième flèche dans le carcan du Premier ministre. Ces réformes structurelles ne sont pas au rendez-vous. On sait bien en France que c'est le plus compliqué. Alors ? Le gouvernement, renforcé en juillet par des élections à la Chambre Haute de la Diète ne renonce sans doute pas, mais il pare au plus pressé et relance ses premières flèches. La Banque du Japon se tient prête et elle attend pour accélérer la mise en place d'un plan de relance du montant considérable de 28.000 milliards de yen, soit 275 milliards de dollars. 7 % du produit intérieur brut sur la table, c'est un soutien que les marchés financiers apprécient, vont apprécier encore.

## Au Royaume-Uni : l'excuse du Brexit pour relancer les soutiens publics et monétaires, avec le coup de main de la dévaluation

Le Royaume-Uni a une excuse pour présenter un profil de croissance qui s'infléchit : le Brexit. L'économie, qui avait subi en 2008 et 2009 un choc violent (22 % de baisse du PIB exprimé en dollars), s'est stabilisée hors effet de change au-dessous du niveau de 2007. Exprimé en livres sterling, le bilan est meilleur : le niveau de 2007 a été retrouvé en 2013 et la progression moyenne des trois dernières années est de 2,5%. La relance budgétaire (le déficit des comptes publics a dépassé 11 % en 2009 et 10 % en 2010) et la gestion monétaire non conventionnelle de la Banque d'Angleterre ont bel et bien relancé l'économie. On peut dire en raccourci que la Grande-Bretagne a suivi une stratégie symétriquement inverse à celle de la zone

euro jusqu'en 2014 et le revirement stratégique de la BCE, alors que l'euro s'en est tenu de bout en bout à une orthodoxie fiscale contreproductive.

Cela posé, la sortie de l'Union Européenne change la donne. Sans aller jusqu'à rechercher les effets réels de long terme sur les agents économiques et donc sans projeter un handicap (ou un dopant) pour l'économie du Royaume, on comprend bien que la période d'incertitude qui s'ouvre aujourd'hui et pour le temps de négociations de nouveaux rapports qui vont durer au moins deux ans, freine les initiatives. Elle peut même entraîner des désinvestissements.

Le Brexit a bon dos cependant : après six ans de croissance et une nette inflexion en 2015, le cycle était en train de ralentir alors même que le scénario d'une victoire du « Oui » au référendum était loin d'être retenu. Parmi les indicateurs des directeurs d'achat, celui de la construction qui donne un peu le ton est en contraction depuis le premier trimestre. Une croissance négative pourrait être constatée au quatrième trimestre ou au premier de 2017.

Devant en outre faire face à un déficit courant que la dévaluation ne peut que réduire et pas annuler, l'arme monétaire va être sortie avec une baisse des taux directeurs et une reprise des injections. L'arme budgétaire sera aussi utilisée et un programme d'investissement public va être mis en œuvre. Sans qu'il puisse être question d'augmenter la pression fiscale. Les investisseurs apprécient déjà et vont apprécier encore ce soutien.

## Une nouvelle fois, les mauvaises nouvelles fondamentales entraînent la bonne nouvelle de soutiens

L'été 2016 subit, sur les marchés financiers, la pression de la fragilité des bilans des banques européennes et du retour des cours du pétrole dans ses niveaux d'il y a quatre mois. Les investisseurs et les opérateurs doivent aussi s'adapter à cette inflexion généralisée du cycle de croissance. Les soutiens classiques sont prêts à jouer, en tout cas au Japon et au Royaume-Uni. Ils ne sont pas suffisants pour que l'expansion se rétablisse sur le long ni même le moyen terme. Mais le principe de la mauvaise nouvelle fondamentale qui entraîne une bonne nouvelle (monétaire et budgétaire) va jouer à plein même dans des vents contraires.