

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

18 décembre 2015 – N° 1008

Les effets brutaux du passage de l'économie mondiale à une économie de services ne sont pas encore complètement compris

Nous pensons que le passage, rapide depuis 10 ans, de l'économie mondiale à une économie de services a des effets violents qu'il faut essayer de tous comprendre :

- *ce passage n'était pas anticipé ; en conséquence, il est apparu un excès de capacité de production pour les produits industriels, pour les matières premières qui :*
 - *pousse à la baisse les prix industriels et les prix des matières premières ;*
 - *conduit à la concentration de l'industrie dans les régions où les coûts salariaux sont les plus faibles (Asie du Sud, Europe Centrale par exemple, Espagne à l'intérieur de la zone euro).*
- *avec la croissance basée sur les services, le commerce mondial s'affaiblit, ce qui :*
 - *pénalise les pays dont la croissance était tirée par les exportations (Japon, Corée, Taïwan, Australie, Allemagne, par exemple) ;*
 - *permet la décorrélation des cycles économiques entre les régions, d'où la décorrélation des politiques monétaires, des taux d'intérêt, des prix des actifs financiers ; la forte variabilité des taux de change.*
- *conduit à un marché du travail bi-polaire, avec d'un côté des emplois de services peu qualifiés et à salaires faibles, et de l'autre côté des emplois qualifiés à revenus élevés, d'où :*
 - *l'ouverture des inégalités et le risque politique associé ;*
 - *l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés, les emplois de services étant dispersés, peu syndiqués, peu protégés, d'où la faiblesse des hausses de salaires et de l'inflation, la politique monétaire restant expansionniste ;*
 - *avec la faiblesse des hausses de salaires, la hausse des profits alors que les besoins d'investissement diminuent (une économie de services investit moins), d'où l'apparition de profits non investis dans les entreprises, accumulation de réserves de cash et ses conséquences.*

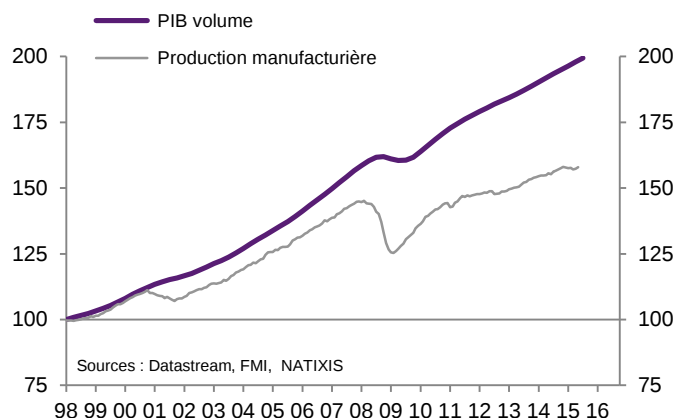
Pour les marchés financiers, les conséquences du passage du Monde à une économie de services sont donc nombreuses et importantes : baisse des prix des matières premières, décorrélation des politiques monétaires et des marchés financiers entre les régions, forte variabilité des taux de change, faiblesse de l'inflation donc politiques monétaires expansionnistes, hausse de la profitabilité, hausse des réserves de cash des entreprises d'où forte activité de M&A, rachats d'actions.

Rédacteur :
Patrick ARTUS

Passage de l'économie mondiale à une économie de services

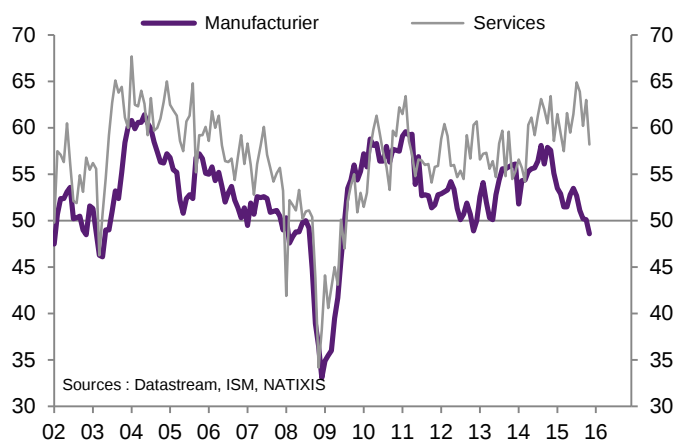
Surtout depuis la crise de 2008, le passage de l'économie mondiale à une économie de services est très clair (graphique 1).

Graphique 1
Monde : croissance du PIB volume et production manufacturière (100 en 1998:1)

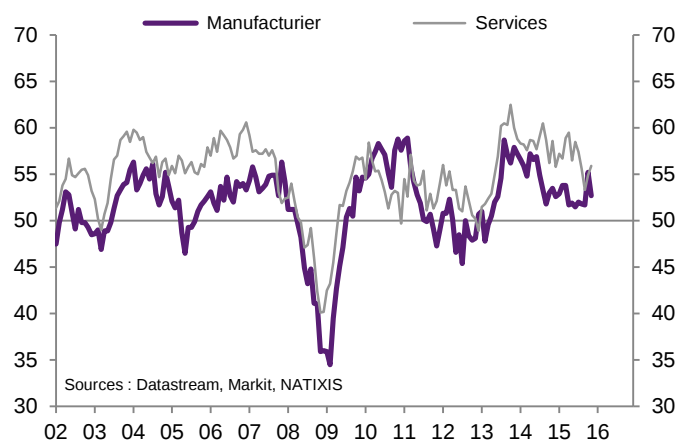


On voit aujourd'hui partout les perspectives de production beaucoup plus favorables dans l'industrie que dans les services (graphiques 2a/b/c/d/e).

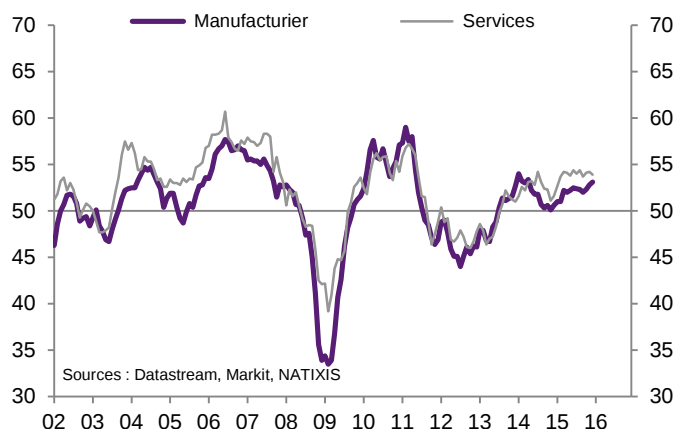
Graphique 2a
Etats-Unis : ISM (indice)



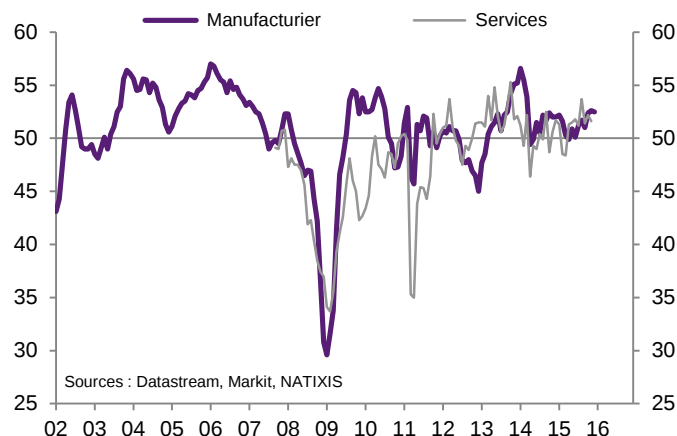
Graphique 2b
Royaume-Uni : PMI (indice)



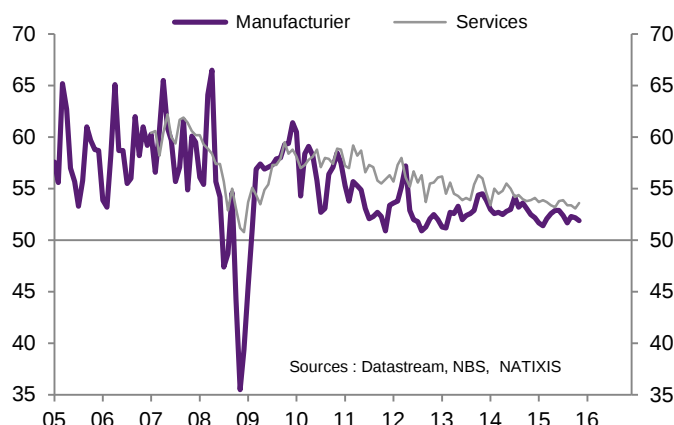
Graphique 2c
Zone euro : PMI (indice)



Graphique 2d
Japon : PMI (indice)



Graphique 2e
Chine PMI (indice)



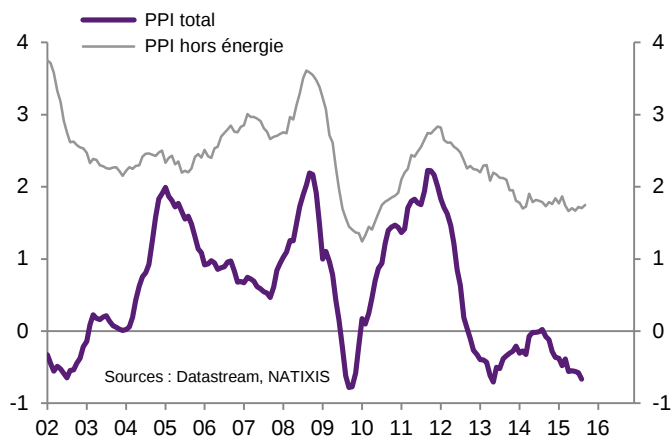
Cette évolution, qui était mal anticipée, a des conséquences considérables.

Première conséquence : excès de capacité de production dans l'industrie et dans la production de matières premières

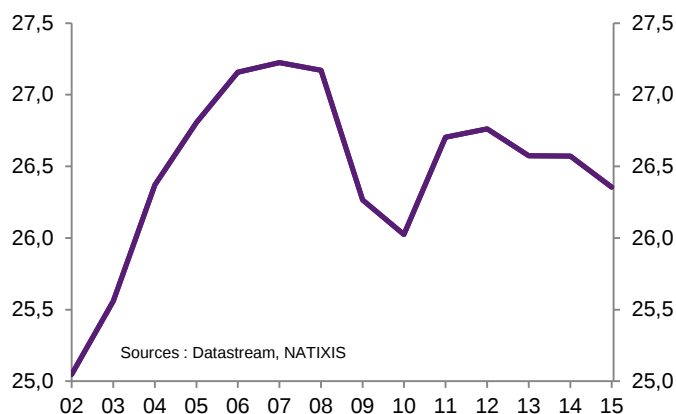
La faiblesse de la demande pour les produits industriels était mal anticipée, et en conséquence **les capacités de production installée dans l'industrie et dans la production de matières premières liées à l'industrie sont excessives**, ce qui sera long à corriger avec l'inertie du stock de capital.

L'excès de capacité de production dans l'industrie conduit au freinage des prix industriels (graphique 3a) et au recul de l'investissement (graphique 3b), puisque l'industrie investit plus que les services.

Graphique 3a
Monde : PPI (GA en %)

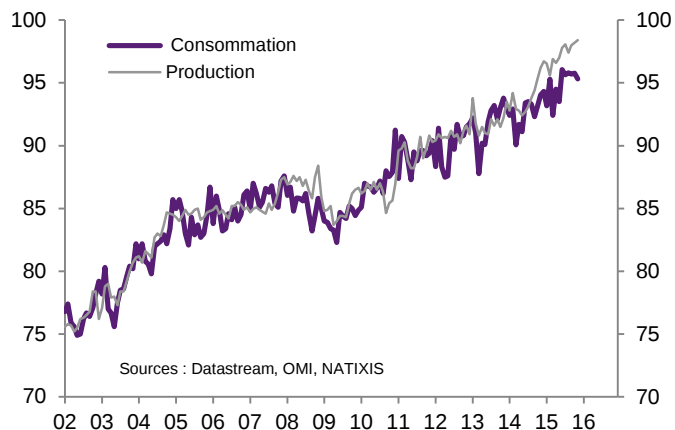


Graphique 3b
Monde : taux d'investissement (en % du PIB valeur)

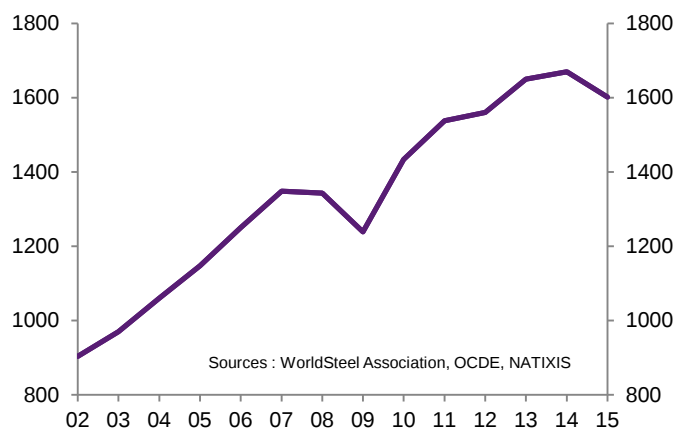


L'excès de capacité de production pour les matières premières (les graphiques 4a/b montrent les cas du pétrole et de l'acier, donc du minerai de fer) conduit au recul des prix des matières premières liées à l'industrie (graphiques 5a/b).

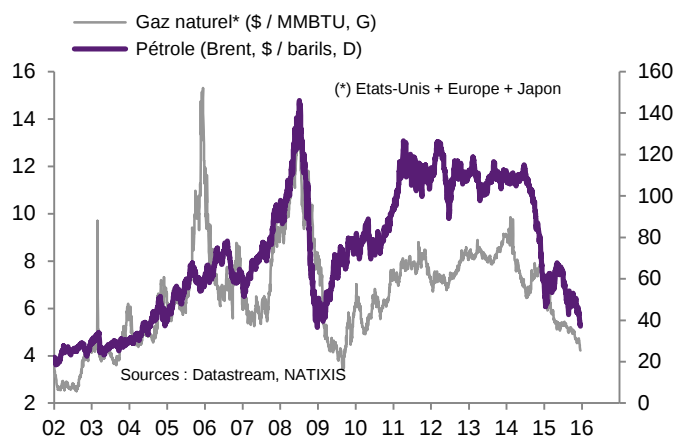
Graphique 4a
Monde: production et consommation de pétrole
(en mln de barils/jour)



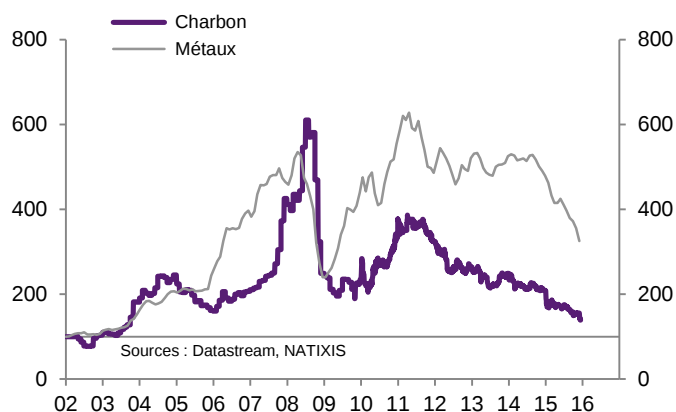
Graphique 4b
Monde: production d'acier (en Millions de tonnes)



Graphique 5a
Prix des combustibles fossiles



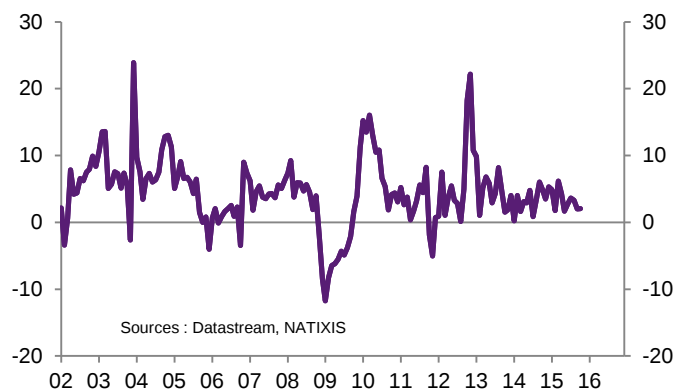
Graphique 5b
Prix du charbon et des métaux non précieux
(100 en 2002:1)



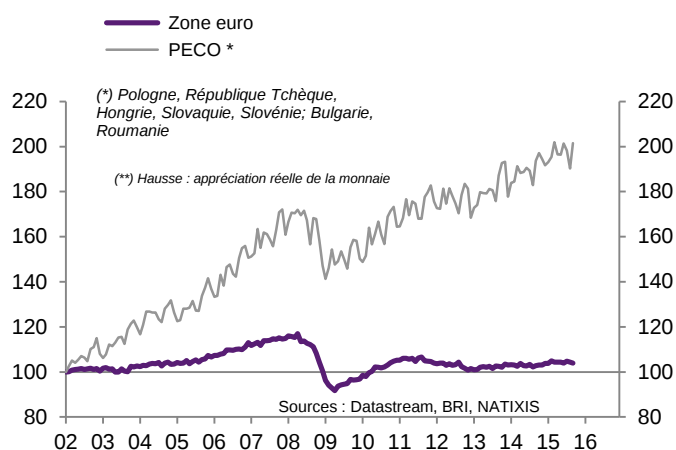
Le fait qu'il y ait excès de capacité de production dans l'industrie et baisse des prix industriels conduit à concentrer l'industrie dans les régions où les coûts salariaux sont les plus faibles au détriment des autres, par exemple :

- **Asie du Sud (graphique 6a)**, qui est moins chère que la chimie ;
- **Europe Centrale (graphique 6b)** qui est moins chère que la zone euro ;
- **Espagne (graphique 6c)** qui est moins chère que les autres pays de la zone euro.

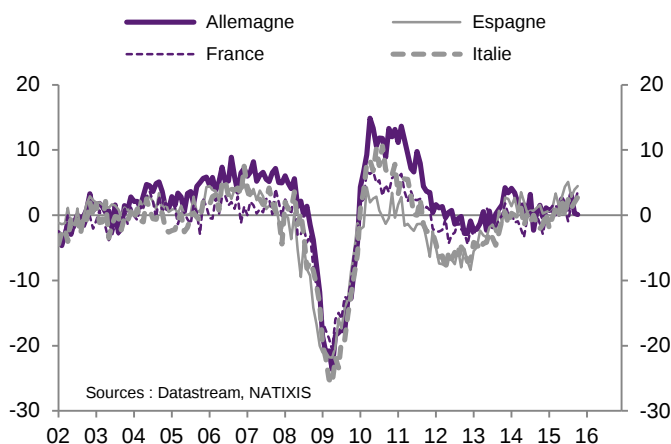
Graphique 6a
Vietnam + Indonésie + Philippines + Malaisie + Thaïlande : production manufacturière (GA en %)



Graphique 6b
Production manufacturière (100 en 2002:1)



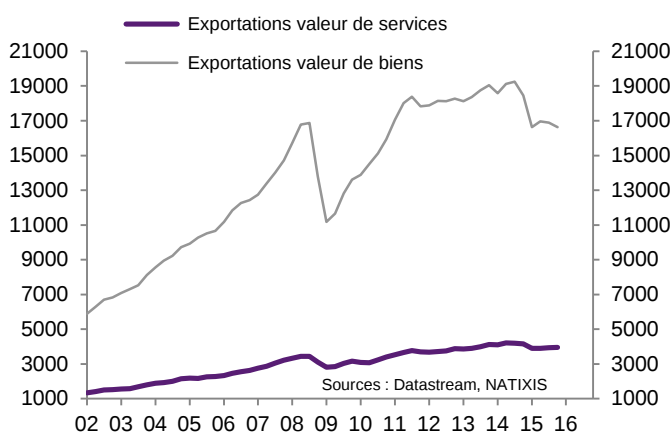
Graphique 6c
Production manufacturière (GA en %)



**Deuxième
conséquence :
affaiblissement du
commerce mondial
et ses effets**

Les échanges de services sont de beaucoup plus petite taille que les échanges de biens (**graphique 7**).

Graphique 7
Monde : exportations en valeur des biens et
services (mds de \$ par an)



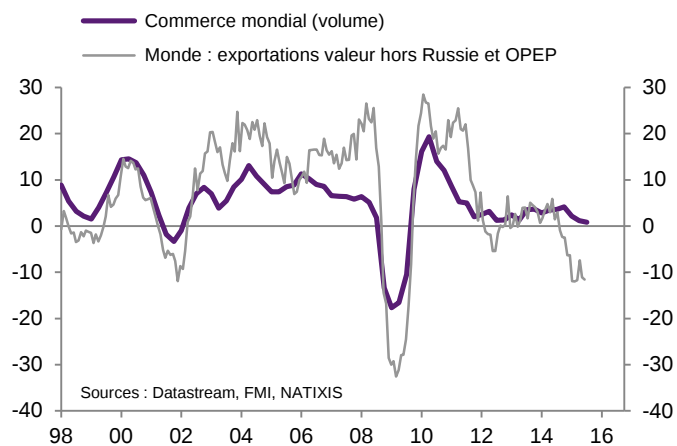
Le passage du Monde à une économie de services conduit donc à un affaiblissement du commerce mondial (graphique 8) qui a plusieurs conséquences importantes :

- **affaiblissement des économies des pays dont la croissance était fortement liée aux exportations :** Japon, Allemagne, Corée, Taïwan, Australie par exemple (**graphiques 9a/b**) ;
- **disparition de la corrélation entre les cycles économiques régionaux**, cette corrélation étant assurée dans le passé par les flux de commerce extérieur. On peut prendre aujourd'hui l'**exemple des Etats-Unis et de la zone euro**. Il devient possible que les Etats-Unis soient en fin de cycle d'expansion et la zone euro en début de cycle d'expansion (**graphique 10a**).

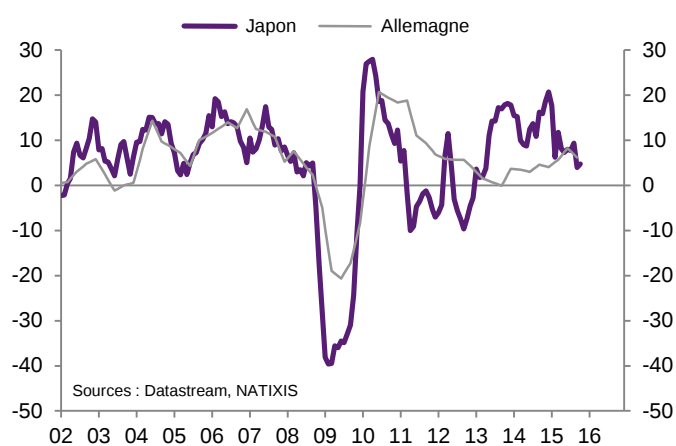
En conséquence de la décorrélation des cycles économiques, il apparaît :

- **la décorrélation des taux d'intérêt (graphiques 10b/c)** ; nous regardons toujours l'exemple récent des Etats-Unis et de la zone euro ;
- **la décorrélation des marchés financiers (graphique 10d)** ;
- **la forte variabilité des taux de change (graphique 10e).**

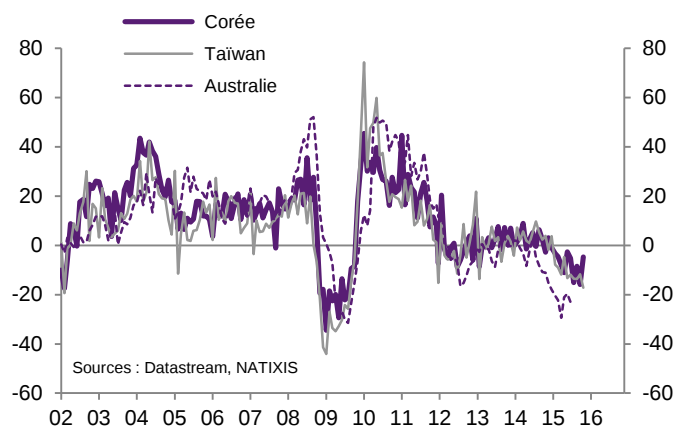
Graphique 8
Commerce mondial et exportations (GA en %)



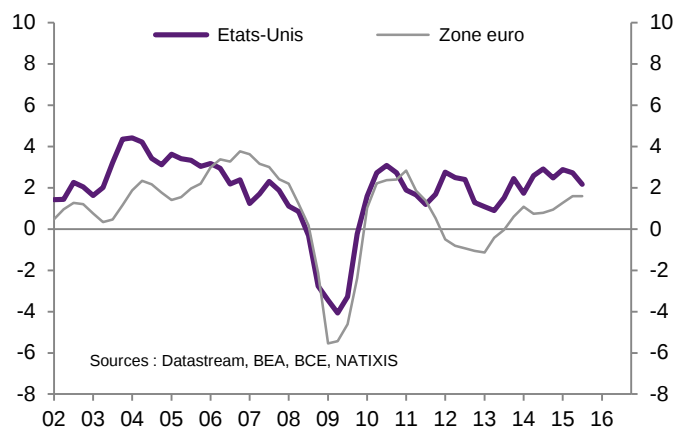
Graphique 9a
Exportations (valeur, GA en %)



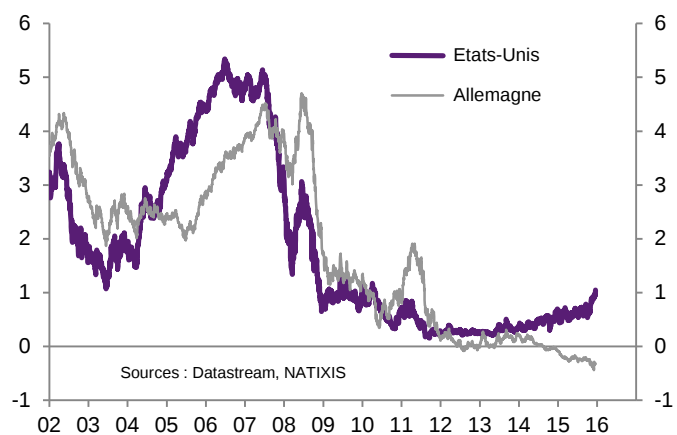
Graphique 9b
Exportations (valeur, GA en %)



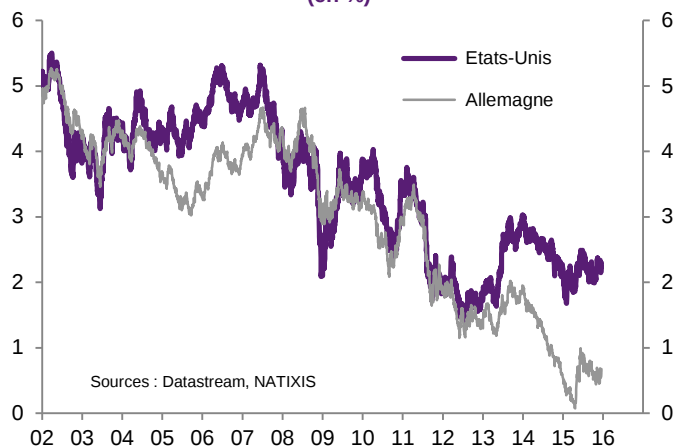
Graphique 10a
Croissance du PIB volume (GA en %)



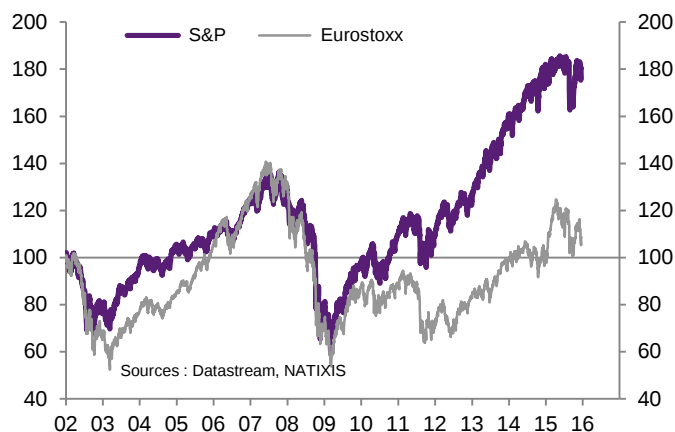
Graphique 10b
Taux d'intérêt à 2 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



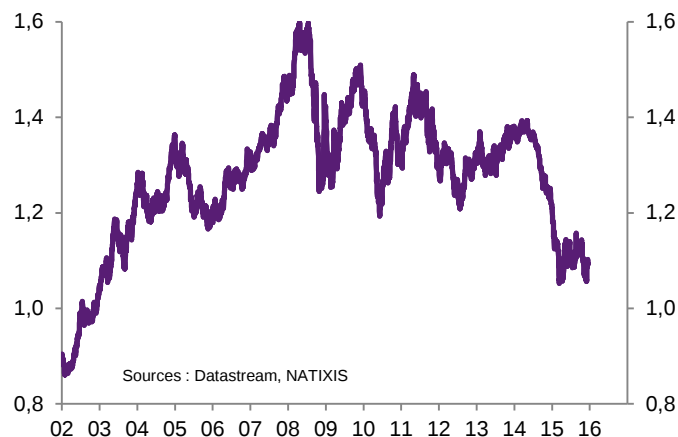
Graphique 10c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 10d
Indices boursiers (100 en 2002:1)



Graphique 10e
Taux de change du dollar contre euro (1€ = ...\$)

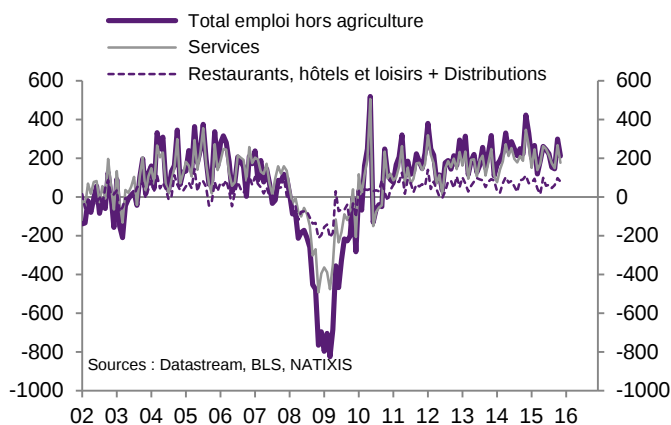


**Troisième
conséquence :
fonctionnement
différent du marché
du travail**

Le développement des services et la contraction de l'industrie conduisent à la bi-polarisation des marchés du travail : les emplois se créent dans les services peu sophistiqués, avec des salaires faibles, et dans les secteurs sophistiqués (Nouvelles Technologies, Finance, services sophistiqués aux entreprises) avec des salaires élevés.

Nous allons prendre ici **l'exemple des Etats-Unis**. On voit bien **la concentration des créations s'emplois dans les services peu sophistiqués (graphique 11)**.

Graphique 11
Etats-Unis: variation mensuelle de l'emploi
(en milliers de personnes)



En conséquence de la bi-polarisation du marché du travail, on obtient :

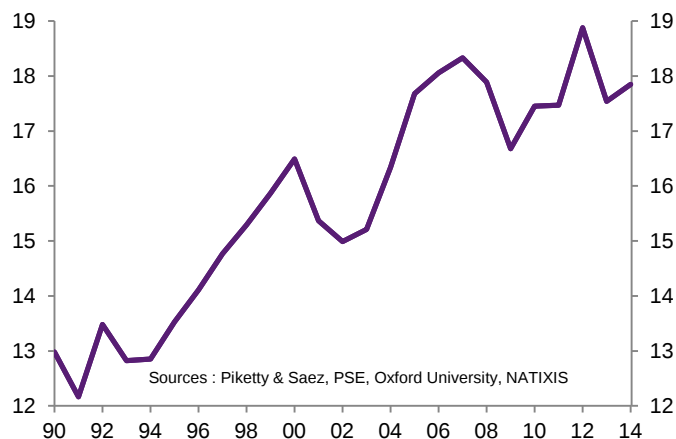
- l'ouverture des inégalités (tableau 1, graphique 12), et les risques politiques associés ;

Tableau 1
Etats-Unis : revenu réel moyen des ménages perçu par chaque quintile (en dollars de 2014)

	Quintile le plus bas	Deuxième quintile	Troisième quintile	Quatrième quintile	Cinquième quintile	Les 5% des ménages dont les revenus sont les plus élevés
1990	12 594	31 687	52 338	78 912	153 138	243 856
1991	12 254	30 778	51 123	77 932	149 443	233 217
1992	12 000	30 068	50 658	77 765	150 680	239 157
1993	11 877	30 109	50 471	78 434	163 415	280 474
1994	12 195	30 391	51 198	79 670	167 489	289 376
1995	12 883	31 488	52 650	80 935	168 900	291 497
1996	12 919	31 709	53 336	82 549	173 620	302 439
1997	13 004	32 511	54 696	84 716	180 614	316 957
1998	13 388	33 805	56 564	87 481	185 120	322 663
1999	14 092	34 603	57 920	90 145	192 235	334 123
2000	13 963	34 863	58 058	90 254	195 578	346 975
2001	13 553	34 055	57 002	89 375	195 188	348 287
2002	13 146	33 424	56 324	88 597	189 156	330 311
2003	12 867	33 052	56 106	88 809	189 318	325 967
2004	12 839	32 852	55 661	87 766	189 802	330 750
2005	12 916	33 164	56 129	88 284	193 457	340 836
2006	13 329	33 791	56 623	89 626	197 466	349 215
2007	13 189	33 617	57 055	90 331	191 793	327 922
2008	12 817	32 456	55 124	87 703	188 092	324 059
2009	12 747	32 283	54 657	86 833	188 513	325 939
2010	11 938	30 982	53 389	85 649	183 935	311 859
2011	11 831	30 742	52 467	84 298	187 395	327 846
2012	11 848	30 620	52 772	84 654	187 568	327 953
2013	11 784	31 317	54 620	87 888	196 516	339 938
2014	11 676	31 087	54 041	87 834	194 053	332 347

Sources : US Census Bureau, Natixis

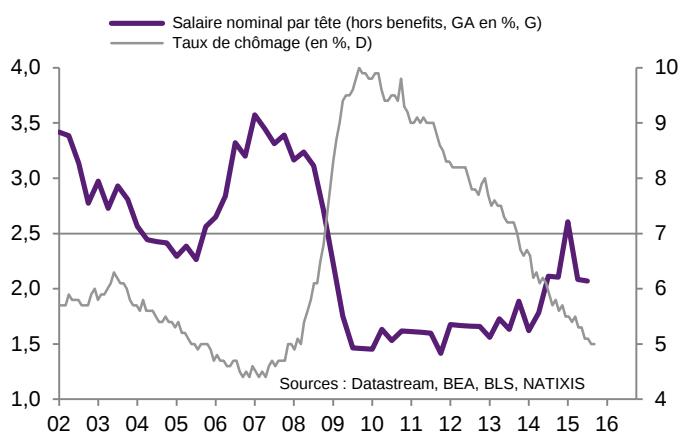
Graphique 12
Etats-Unis : proportion du revenu national détenu
par les 1% ayant le revenu le plus élevé



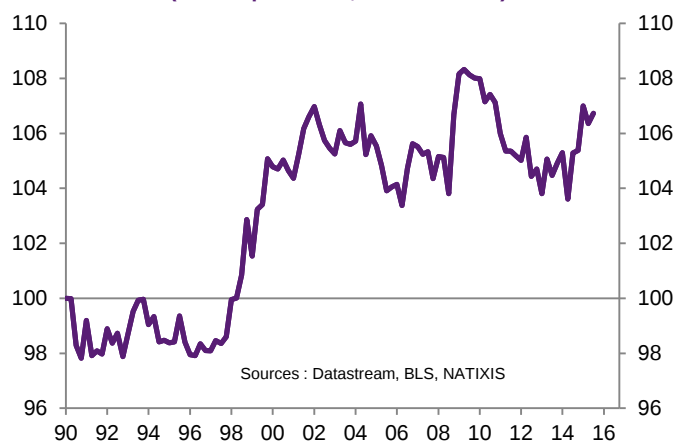
- **l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés**, avec des emplois de services dans les entreprises souvent petites, sans syndicats, offrant des emplois peu protégés. Il en résulte **la faiblesse des hausses de salaires même lorsque le chômage devient faible (graphique 13a)**, la **stagnation du pouvoir d'achat de la classe moyenne (graphique 13b)**, la **faiblesse de l'inflation même en fin de cycle d'expansion (graphique 13c)**.

Avec l'inflation faible, **la politique monétaire reste expansionniste pendant toute la phase d'expansion (graphique 14) ;**

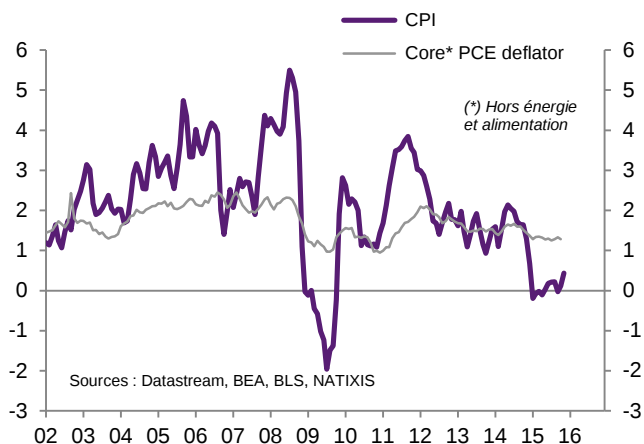
Graphique 13a
Etats-Unis : taux de chômage et salaire nominal par tête



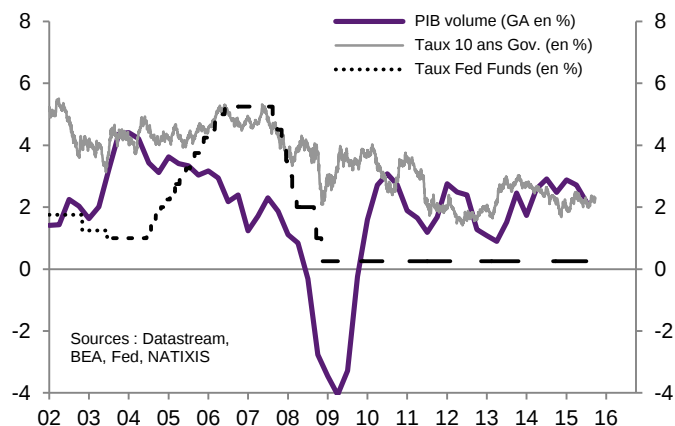
Graphique 13b
Etats-Unis : salaire médian réel
(déflaté par le CPI, 100 en 1990:1)



Graphique 13c
Etats-Unis : inflation et core PCE deflator (GA en %)



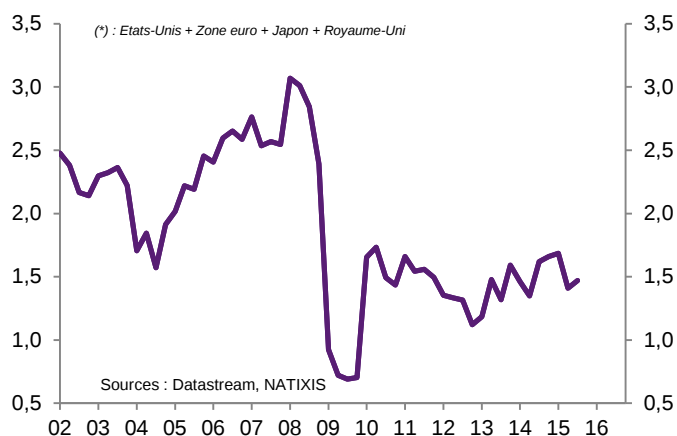
Graphique 14
Etats-Unis : croissance du PIB, taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux Fed funds



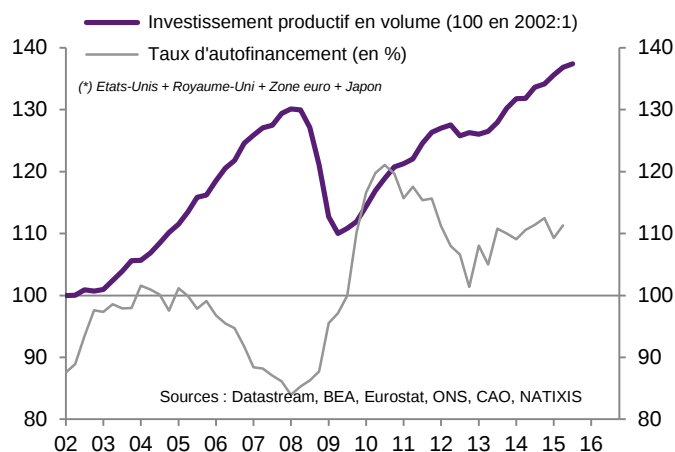
- le niveau élevé des profits avec la faiblesse des hausses de salaires (nous regardons ici l'ensemble des pays de l'OCDE, graphique 15a) ; avec des besoins d'investissement des entreprises affaiblis par la désindustrialisation, ceci conduit à des **profits supérieurs aux besoins d'investissement des entreprises** (graphique 15b), à l'accumulation de **réserves de cash** par les entreprises (graphique 15c).

La hausse des réserves de cash pousse au développement des acquisitions (**tableau 2**), aux Etats-Unis aux rachats d'actions (**graphique 15d**), à la hausse des dividendes (**graphique 15e**), qui est cependant faible.

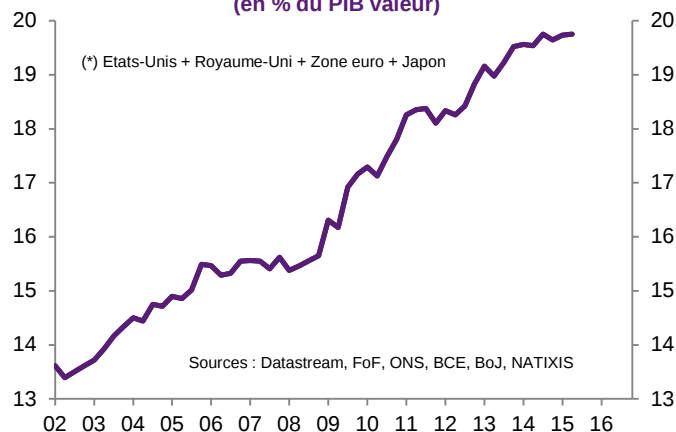
Graphique 15a
OCDE* : salaire nominal par tête (GA en %)



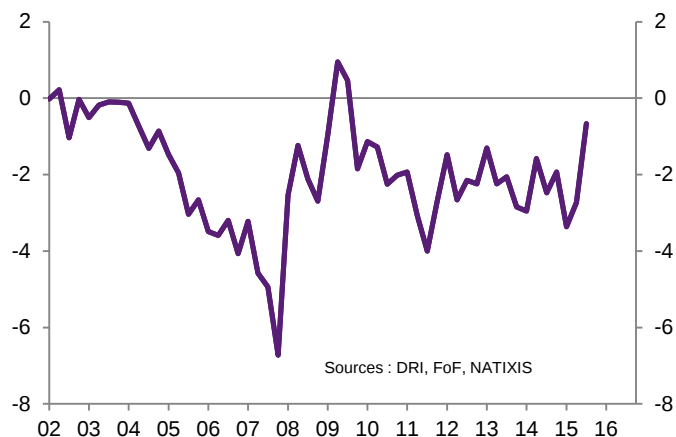
Graphique 15b
OCDE* : investissement et taux d'autofinancement



Graphique 15c
OCDE* : encours d'actifs liquides et monétaires
détenus par les entreprises non financières
(en % du PIB valeur)



Graphique 15d
Etats-Unis : émissions nettes d'actions par les
entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Graphique 15e
OCDE* : dividendes nets versés par les entreprises
non-financières (en % du PIB valeur)

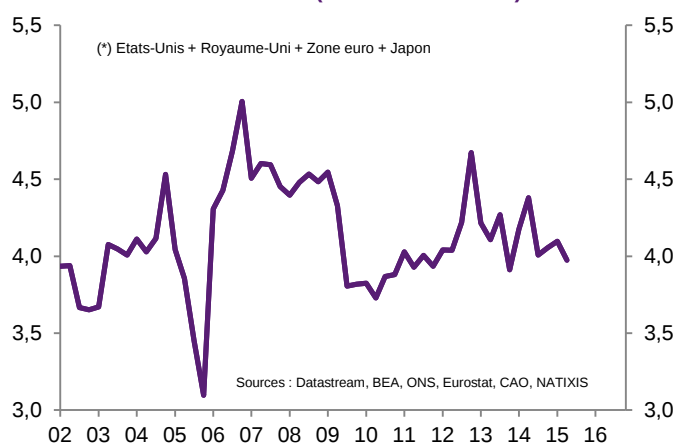


Tableau 2
Fusions et Acquisitions (transactions réalisées) Mds de \$ (YTD)

		Etats-Unis	Europe (yc Europe de l'est)			Etats-Unis	Europe (yc Europe de l'est)
2002	Q1 2002	90,2	99,4	2009	Q1 2009	251,4	146,0
	Q2 2002	196,6	238,6		Q2 2009	289,5	264,7
	Q3 2002	340,7	336,8		Q3 2009	459,3	366,3
	Q4 2002	439,5	482,4		Q4 2009	712,9	509,1
2003	Q1 2003	105,2	89,5	2010	Q1 2010	161,0	90,0
	Q2 2003	238,1	207,0		Q2 2010	308,5	243,7
	Q3 2003	331,3	339,2		Q3 2010	451,6	334,9
	Q4 2003	464,9	479,5		Q4 2010	696,7	516,3
2004	Q1 2004	88,7	100,7	2011	Q1 2011	255,0	174,3
	Q2 2004	290,5	201,4		Q2 2011	539,7	394,1
	Q3 2004	502,3	354,0		Q3 2011	699,4	519,6
	Q4 2004	777,1	467,2		Q4 2011	861,4	731,4
2005	Q1 2005	131,7	153,0	2012	Q1 2012	152,6	90,2
	Q2 2005	289,0	300,8		Q2 2012	424,6	217,8
	Q3 2005	578,2	597,8		Q3 2012	642,4	384,8
	Q4 2005	885,0	862,0		Q4 2012	882,1	512,7
2006	Q1 2006	331,2	256,7	2013	Q1 2013	212,1	138,8
	Q2 2006	579,1	388,0		Q2 2013	381,7	315,0
	Q3 2006	806,7	648,8		Q3 2013	593,8	453,7
	Q4 2006	1308,7	999,1		Q4 2013	864,6	585,8
2007	Q1 2007	415,4	290,6	2014	Q1 2014	333,9	102,4
	Q2 2007	753,9	555,6		Q2 2014	537,9	235,2
	Q3 2007	1193,7	797,0		Q3 2014	784,4	383,3
	Q4 2007	1714,5	1426,3		Q4 2014	885,8	629,4
2008	Q1 2008	288,2	398,4	2015	Q1 2015	317,6	210,2
	Q2 2008	374,1	607,4		Q2 2015	632,9	364,6
	Q3 2008	648,4	905,8		Q3 2015	1118,2	517,6
	Q4 2008	903,0	1123,9				

Sources : Thomson Reuters, Natixis

Synthèse : multiples conséquences pour les marchés financiers du passage du Monde à une économie de services

Nous l'avons vu ci-dessus, le passage du Monde à une économie de services a de **multiples conséquences pour les marchés financiers** :

- baisse des prix des matières premières ;
- décorrélation entre pays des politiques monétaires, des taux d'intérêt, des marchés financiers ;
- forte volatilité des taux de change ;
- faiblesse de l'inflation même en fin de cycle d'expansion et politiques monétaires restant expansionnistes ;
- hausse de la rentabilité des entreprises ;
- hausse des réserves de cash des entreprises, d'où forte activité de M&A, rachats d'actions, hausse de la demande.