

## DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 13 AVRIL 2018

*Participants au débat :*

**Laurent Clavel** : *Responsable de la Recherche Macroéconomique,  
AXA Investment Managers*

**Paola Monperrus-Veroni** : *Économiste senior, Direction des études  
économiques du Groupe Crédit Agricole*

**Éric Heyer, Paul Hubert, Mathieu Plane, Xavier Ragot,**

**Xavier Timbeau** : *OFCE*

### Monde

**Xavier Ragot** : Commençons par l'environnement international. À votre avis, quel sera l'impact de la politique budgétaire aux États-Unis ? Y-a-t-il un risque de krach boursier aux États-Unis ? Sont-ils en fin de cycle ? Les taux de chômage peuvent-ils encore baisser sans entraîner une hausse de l'inflation ?

**Paola Monperrus-Veroni** : À la fois sur le scénario international et sur le scénario France, nos prévisions coïncident. Mais nous prévoyons 2,8 % de croissance aux États-Unis et 2,9 l'année prochaine. Là nous sommes plutôt dans une logique d'accélération l'année prochaine alors que vous prévoyez un ralentissement. De ce fait nous n'inscrivons pas de retournement du cycle américain à l'horizon de notre prévision, en revanche la probabilité d'un retournement à partir de 2020-2021 a augmenté et est proche de 50 %. Pour nous cette relance budgétaire aux États-Unis arrive peut-être à un mauvais moment dans le cycle et elle risque de provoquer une surchauffe qui devrait se faire sentir plus tard ; pour le moment on constate une amélioration de la profitabilité à la suite de la baisse d'impôts qui permet de maintenir les valorisations des actifs risqués cohérentes avec la profitabilité et la trajectoire de relèvement des taux de la banque centrale. Lorsque ce stimulus sera terminé, on entrera dans une nouvelle phase du cycle avec un autre

partage de la valeur ajoutée mais cette séquence se situe au-delà de notre scénario.

Pour l'instant nous ne voyons pas de risque de krach boursier aux États-Unis, justement parce qu'on assiste à une meilleure profitabilité. Même si le cycle des États-Unis arrive à maturité, les résultats en matière de chômage et d'inflation sont encore bons. Actuellement des marges existent encore sur le marché américain qui empêchent de générer des véritables tensions inflationnistes. Après un épisode à la hausse des anticipations d'inflation en début d'année, et en regardant en zone euro les niveaux des taux à long terme assez bas, on se demande si nous ne sommes pas en train d'entrer dans un processus inverse ; à la suite des menaces de guerres commerciales, ne devrait-on pas envisager à la baisse les anticipations de croissance et d'inflation ?

**Laurent Clavel** : Par mon métier, notre grille de lecture de toutes ces questions se fait à travers les marchés financiers. Notre scénario est proche de celui de l'OFCE, avec 2,9 % de croissance cette année, très au-dessus du potentiel que nous estimons à 1,7 %. Nous assistons donc à une forte résorption du déficit de demande. Sur l'impact de la politique budgétaire aux États-Unis, il nous semble que la couverture médiatique européenne est exagérément défavorable à ce que fait Trump. L'interprétation de sa guerre commerciale avec la Chine comme des négociations avec la Corée du Nord est mauvaise ; il fait comme il le dit dans son livre « The Art of the Deal », sa négociation est très agressive au début mais cela permet, à ses yeux, d'ouvrir le débat ! De même il veut obliger les Chinois et ses voisins de l'ALENA (Canada, Mexique) à ouvrir leur marché intérieur. Aujourd'hui la mondialisation des biens est terminée – depuis 2005 le taux d'ouverture mondiale est stable – et nous ne croyons pas à une nouvelle phase de mondialisation sur les biens. À l'inverse, l'intérêt est de prolonger cette phase par une mondialisation des services, d'autant plus que pour les Américains le marché des services chinois est une grande aubaine, notamment les services financiers. Autre exemple de couverture médiatique exagérément négative, le stimulus budgétaire. Ce stimulus vise surtout les personnes qui ont déjà beaucoup d'épargne donc cela entraîne beaucoup d'effet d'aubaine avec un multiplicateur keynésien faible. Par ailleurs, à ce moment du cycle, l'investissement privé va être évincé, le multiplicateur sera faible... mais tout de même pas nul. Donc oui nous nous attendons à une croissance très au-dessus du potentiel, notamment grâce au stimulus budgétaire.

Un autre impact de la politique budgétaire aux États-Unis est qu'elle affaiblit le dollar ; la variation du change n'est plus conforme aux modèles, avec un différentiel de taux d'intérêt à court terme qui est aujourd'hui totalement décorrélié du change et ce depuis plus d'un an. Cette politique budgétaire et l'élargissement considérable du déficit américain ont été à notre sens intégrés dans les prix de marché. Donc nous pensons que le dollar ne va pas se renforcer davantage. Cette politique budgétaire est modérément inflationniste mais en revanche lors du prochain ralentissement, que nous ne pouvons pas encore précisément dater, les Démocrates, qui devraient être au gouvernement, risquent d'être contraints par les Républicains (dans l'opposition) à faire de la consolidation budgétaire pro-cyclique<sup>1</sup>, catastrophe que la zone euro a faite en 2011, 2012, 2013 et la France une année de plus en 2014 !!

Le risque de krach boursier aux États-Unis existe déjà. Au premier trimestre les valorisations des actions américaines ont été très modérées. Il faudra attendre le retournement de l'opinion sur le niveau de dette, qui est très élevé aujourd'hui, pour les voir repartir à la hausse.

« Les États-Unis sont-ils en fin de cycle » : je partage votre diagnostic que l'*output gap* est fermé comme au Royaume-Uni, en Allemagne ou au Japon (pas en France) ; ces quatre pays n'ont pas vécu de *double deep* en 2011, mais nous ne croyons pas qu'ils soient en fin de cycle. D'abord à cause du stimulus mais aussi de l'élan de dérégulation (financière notamment) aux États-Unis, ce qui montre une grande capacité d'extension du cycle. La question est de savoir si on peut créer une « bulle réelle », un *output gap* qui est significativement positif, et une des façons d'y parvenir est de faire de la dérégulation. C'est ce qu'a fait Trump avec l'énergie. Le marché américain de l'extraction hypothécaire ne s'est jamais remis de la crise financière mondiale mais si on incite les ménages à se ré-endetter, alors une croissance supérieure au potentiel est possible encore quelques années. Au total, on va pouvoir repousser l'échéance du cycle mais potentiellement en augmentant l'amplitude.

Jusqu'où va baisser le taux de chômage sans créer de l'inflation ? Un bon papier de la Fed de San Francisco montre qu'après la mondialisation des biens, nous sommes passés à un nouveau choc d'offre, la

---

1. Page D., « The US's dangerous deficits: Part one – Public finances », Recherche AXA IM, mai 2018.

numérisation. On le voit par exemple en France avec l'effet de l'arrivée d'un quatrième opérateur mobile sur les prix. Aux États-Unis, les effets sont nombreux, désinflationnistes et a-cycliques. Si on enlève ces effets de la numérisation, sur la seule partie qui est historiquement bien corrélée avec le cycle, l'inflation américaine remonte. On ne le voit pas sur les salaires parce que la productivité n'accélère pas, ce qui est alarmant. Mais si l'on regarde le coût du travail unitaire, on retrouve une pente sur la courbe de Phillips, ce qui implique que la poursuite de la baisse du taux de chômage va entraîner une hausse de l'inflation. L'an dernier, la Fed a procédé à trois hausses de taux, contrairement à ce qu'anticipait le marché en début d'année. Nous pensons que cette situation va se poursuivre cette année avec une Fed aux commandes et des marchés qui suivent et intègrent les hausses dans les prix (taux longs).

**Xavier Ragot** : Quatre questions : 1) Quelle est la relation entre déficit budgétaire et taux de change ? 2) Aux États-Unis la dette publique rapportée au PIB est élevée mais la dette des entreprises est faible, ce qui renvoie au partage salaire/profit aux États-Unis où la part salaire est faible ; comment évaluer la soutenabilité de cette dette des entreprises (*corporate*) et comment prévoir l'évolution des salaires ? 3) « Bulle réelle » : c'est un nouveau concept qui renvoie à une possible suraccumulation du capital. Comment mesurer cette possible suraccumulation ? S'agit-il de la dépréciation du capital à venir du fait d'une hausse non-anticipée des taux d'intérêt pour de nombreux projets moins rentables ? 4) Sur la *digital economy*, l'effet direct des gains induits par l'économie numérique sur le prix de l'équipement du capital est bien visible, il est reflété dans l'indice de productivité ; y-a-t-il autre chose d'invisible qui générerait des tensions désinflationnistes ?

**Éric Heyer** : Autre question plus terre à terre, afin de confronter vos prévisions aux nôtres, jusqu'où le dollar va-t-il se déprécier ? Par ailleurs le stimulus budgétaire aujourd'hui inquiète car il diminue les marges de manœuvre lorsque le cycle se retournera, en revanche le symétrique pour la politique monétaire inquiète moins, pourquoi ? Est-ce parce que l'on compte davantage sur les politiques non conventionnelles *via* le bilan des banques centrales ?

**Laurent Clavel** : En fait, si on regarde ce cycle monétaire en projetant sur deux ans, avec quatre hausses de taux cette année et sans doute trois ou quatre l'année prochaine, on arrivera à un niveau de taux *Fed fund* pas si bas que ça. Par ailleurs, une fois le taux directeur

effondré à zéro au prochain ralentissement, le QE serait relancé, comme outil pérenne de la politique monétaire. Ainsi, le *shadow Fed fund rate* (équivalent fictif du taux directeur qui intègre la politique monétaire non-conventionnelle) donnera de nouveau des marges de manœuvre importantes à la politique monétaire.

**Éric Heyer** : Le déficit budgétaire américain au moment de la crise de 2007 était à 3 %, aujourd'hui il est à 5 %...

**Paola Monperrus-Veroni** : C'est peut-être une question de timing, il faudra bien du temps pour reconstruire le déséquilibre créé jusqu'en 2007. Entre temps on peut gagner des marges en termes de taux directeur pour faire face. La réponse est peut-être là : nous sommes dans un régime de modération salariale afin de garantir la profitabilité et c'est peut-être ce nouveau cycle financier qui va pallier ce manque de revenu salarial et créer un effet de levier pour les ménages, comme ce fut le cas sous l'administration Clinton.

**Laurent Clavel** : Au lieu de faire du *Housing affordability Act*, la grande mesure de George W. Bush, on peut faire du *Iphone affordability Act*, tout le monde peut tout acheter même sans travail ni revenus, c'est ce que j'entendais par créer une « bulle réelle », c'est-à-dire pousser la croissance (*via* la consommation et l'endettement) au-delà de son potentiel même une fois l'*output gap* résorbé.

**Xavier Timbeau** : Le *Income affordability Act* était destiné à combler une défaillance de marché lorsque les *Prime* n'accédaient pas au marché alors qu'ils étaient solvables. Ensuite le développement du *Subprime* sur la bulle immobilière a conduit à l'accélération de la bulle.

**Laurent Clavel** : Le discours de Bush était « Tout le monde doit être propriétaire », ce qui induit de ne pas regarder la qualité du crédit. Pour autant, des bulles apparaissent aux États-Unis régulièrement sans provoquer de récessions mondiales de l'ampleur de la crise financière mondiale de 2008-2009. Aujourd'hui le Trésor américain réduit la maturité d'émission ; dans une période où les taux longs sont relativement bas, c'est pour le moins surprenant. Entre l'effet d'aubaine et raccourcir la maturité en période de taux bas, il me semble qu'il y a un juste milieu bien représenté par l'Agence France Trésor qui a gardé sa maturité relativement constante.

Le terme de « bulle réelle » est sans doute mal choisi, mais je l'entendais par distinction de « bulle de valorisation des actifs financiers ». Historiquement, on voit qu'il est possible d'avoir un *output gap*

positif pendant deux ou trois ans. Ceci signifie que l'économie américaine n'est pas condamnée à ralentir au niveau de la croissance potentielle (que nous estimons autour de 1,7 %), on peut aussi construire un excédent de demande.

Sur le point numérisation/inflation, la Fed de San Francisco regarde l'IPC à un niveau assez fin afin de déterminer les variations historiquement bien corrélées à l'inflation (les effets change, importations, etc.) et détermine s'il existe des tensions sur la partie cyclique de l'inflation. Par exemple en France, l'arrivée de Free a eu de gros effets a-cycliques de compression des prix. Mais il est difficile de voir des effets prévisibles de la numérisation sur l'IPC et beaucoup moins sur les statistiques de productivité. Cependant on ne peut pas exclure un effet « à la 1996 » avec des gains de productivité sous-estimés dans les premières estimations des comptes nationaux et qui apparaissent au fur et à mesure des révisions. Aux États-Unis, les gains de productivité de 1996 sont ainsi passés de 1 % à 3,5 % annualisés. C'est sans doute ce qui nous attend même s'il est difficile de mesurer des prix de services.

**Paul Hubert :** On a dit que le programme de QE aux États-Unis deviendrait un outil conventionnel, avec une taille de bilan plus élevée. Or sur la base actuelle de réduction du bilan de la Fed, il retrouvera en points de PIB son niveau de 2007 en 2021 environ. Aujourd'hui l'anticipation des marchés semble être que la réduction du bilan va continuer au rythme actuel. Dans ce cas, comment analysez-vous la fin de la normalisation, à quel niveau et quelle date ?

**Paola Monperrus-Veroni :** Même question, lorsque l'on parle de déréglementation, s'agit-il de recommencer sur un nouveau cycle financier de crédit qui consiste à rajouter plus de deux ans au cycle, ce qui retarderait le retournement d'autant. Pourquoi maintenir cette taille de bilan ?

**Laurent Clavel :** le Président des États-Unis a déjà fait de la déréglementation, sur l'énergie par exemple où il est revenu sur 20 ans de politique environnementale. Sur la déréglementation financière, ce sera sans doute plus compliqué politiquement car le Congrès devrait s'y opposer. Par ailleurs, le sujet n'est pas seulement celui de la réglementation mais aussi celui de la supervision, c'est-à-dire de l'application des règles existantes ; et c'est justement là, à travers les nominations à la tête des différentes agences publiques de supervision, que l'assouplissement pourrait se faire.

Sur la politique monétaire non conventionnelle (QE), il est difficile de modéliser exactement son impact sur les prix de marché : est-ce le stock ou le flux qui joue ? quel rôle pour les anticipations (de flux et de stock) ? Peut-on dire qu'en Europe, le marché a bien intégré la fin du QE de la BCE quand le BTP est en dessous de 2 % ? Dans quelques mois, quand le plafond de non-réinvestissement dépassera le montant des rédemptions (actifs arrivant à maturité et non réinvestis), la réduction du bilan de la FED sera en pilotage automatique, c'est-à-dire que son montant sera dicté par l'arrivée à maturité de bons du Trésor non réinvestis. Par ailleurs, comme le dit l'ancien patron de la FED Ben Bernanke, le niveau cible du bilan de la Fed est sans doute plus élevé qu'il n'était en 2007.

Autre vrai sujet pour la BCE. Imaginons qu'on remonte les taux directeurs, les réserves excédentaires des banques sont rémunérées en-dessous du taux. Or ces réserves excédentaires de l'ensemble du secteur bancaire (aux États-Unis comme en Europe) sont exactement égales au QE. Du coup, si les taux remontent suffisamment, il faut rémunérer les dépôts des banques auprès des banques centrales à un taux potentiellement supérieur au taux moyen du stock d'actifs. Or, contrairement à la Fed, la BCE a acheté beaucoup de papiers courts allemands ou français à un taux négatif. À ce stade (avec un taux de dépôt toujours à -0,4 %), ce n'est pas un débat d'actualité ; mais cela reste un sujet intéressant à moyen terme.

## Europe

**Xavier Ragot** : Sur la période 2018-2020 je perçois un consensus assez fort sur les prévisions américaines et le débat se porte surtout sur un possible dissensus après 2020. Sur l'Union européenne, plusieurs questions sont mises en débat : Le Brexit aura-t-il vraiment lieu ? La croissance italienne est-elle condamnée à rester faible ? Y-a-t-il un risque de surchauffe en Allemagne et quel est le taux de croissance potentielle de l'économie allemande ? Quelle serait le nouveau point de faiblesse de la zone euro ? Enfin plus généralement la croissance potentielle peut-elle varier rapidement dans le cycle économique ? Cela pose la question de sa mesure.

**Laurent Clavel** : Dans notre scénario central, nous anticipons un BINO (*Brexit In Name Only*) ; juridiquement le Royaume-Uni aura quitté l'Union européenne, les drapeaux disparaîtront et le passeport des

citoyens britanniques sera changé. Ainsi, l'avis majoritaire de l'opinion émis en juin 2016 sera respecté. De cette façon, le Royaume-Uni se dirige vers un système pseudo-norvégien, il continuera à contribuer au budget avec un accès au marché commun relativement préservé. Les raisons de notre position sur l'avenir du Royaume-Uni tiennent à l'absence d'unité politique derrière Theresa May et surtout au problème irlandais, crucial et sans solution. Si May avait eu une majorité absolue, elle aurait pu par exemple décaler la frontière entre les deux îles (Irlande et Grande-Bretagne) ; or sans majorité, elle a dû s'allier aux Unionistes Nord-irlandais qui souhaitent l'unité totale du Royaume-Uni (Irlande du Nord comprise). Sans compter que pour des raisons historiques et politiques, la frontière entre les deux Irlande est très sensible. Donc il n'y a pas de sortie possible du problème irlandais.

**Paola Monperrus-Veroni** : Pour nous sur le sujet du Brexit, tout est possible. Etant donné la longueur de la période de transition actuelle, on va se retrouver *de facto* dans la situation que vous décrivez, sauf que l'instauration du passeport pour les services financiers n'est pas un petit événement, surtout dans la perspective de l'harmonisation et de l'union bancaire.

**Laurent Clavel** : tout à fait d'accord sur le passeport financier mais en termes de comportement des agents économiques, l'impact est déjà en cours ; trop d'incertitude a entraîné l'exode ; une partie en Europe, une partie ailleurs. Par ailleurs l'Union européenne n'est pas prête à faciliter les affaires des Anglais qui auront moins que les Suisses n'ont eu.

**Paola Monperrus-Veroni** : Par ailleurs si on entre dans une phase où les accords bilatéraux sont privilégiés aux accords multilatéraux, le Royaume-Uni ne sera plus dans la bonne position affichée par son ministre des Affaires étrangères.

**Xavier Timbeau** : Tout cela pèse sur le niveau à long terme du potentiel du Royaume-Uni, ce qui peut se traduire par une dépréciation durable de la livre. Avez-vous des ordres de grandeur en termes de perte d'activité ?

**Laurent Clavel** : Krugman a estimé la perte à 2 points de PIB. Ce qui n'est pas beaucoup mais il faut se méfier du poids des sur-réactions des commentateurs sur un sujet émotionnellement chargé. De plus, les prix de marché, et surtout la devise, ont vite dévissé. C'est une leçon pour les pays de la zone euro : face à un choc asymétrique, comme celui du Brexit, c'est le change qui devrait absorber le choc. Il n'y a



aucune raison d'avoir des ventes massives d'obligations d'État (de fait, les taux obligataires britanniques ont baissé fortement), on a bien le rôle contra-cyclique de l'État ; la politique monétaire s'est aussi ajustée pour soutenir l'économie (baisse de taux) et non pour défendre la devise. Aujourd'hui, nos modèles de taux de change (livre vs. dollar) indique un résidu (part non expliquée que nous lions à l'incertitude politique, notamment le Brexit) est nul ; les prix de marché n'intègrent donc plus le scénario d'un Brexit défavorable. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre, dont l'action reste éminemment dictée par les négociations du Brexit, considère qu'en absence d'issue défavorable sur le Brexit, alors le Royaume-Uni est au plein emploi, d'autant plus que le Brexit (même *soft*) constitue un choc d'offre est négatif et réduit donc l'*output gap* (écart au potentiel). Avec une inflation britannique qui est déjà à la cible, La Banque d'Angleterre va donc remonter tranquillement les taux.

**Éric Heyer** : Là on interprète le potentiel du Royaume-Uni mais comment du coup interpréter le ralentissement assez faible de l'activité malgré les efforts de consolidation budgétaire couplée aux effets négatifs liés au Brexit et à une éventuelle fin de cycle ? Est-ce la dévaluation qui a joué ? De plus nous avons un énorme décalage entre l'IPC et le déflateur, comment l'expliquer ?

**Laurent Clavel** : Le ralentissement au Royaume-Uni est faible mais il existe, simplement il est masqué par la réelle amélioration mondiale ; en différentiel, le Royaume-Uni sous-performe<sup>2</sup>. Pourquoi un ralentissement ? Nous pensons qu'il y a le choc d'inflation qui érode le pouvoir d'achat (ce qui marche bien dans le modèle) et il y a un léger effet investissement que l'on perçoit assez tardivement dû à l'incertitude Brexit. Par ailleurs, il y a l'effet fin de cycle, comme l'analyse la Banque d'Angleterre. Mais pourquoi le ralentissement est faible ? L'assouplissement des conditions de financement est considérable tandis que la dévaluation favorise les gains de parts de marché.

**Xavier Ragot** : Paola pourrait nous parler de l'Italie et faut-il lier le sujet de l'Italie à la prochaine crise de la zone euro !!!

**Paola Monperrus-Veroni** : On ne voit pas la sortie de la crise italienne. Les rythmes de productivité observés font peur, même si la crise a assaini le secteur des entreprises. La demande intérieure étant très faible depuis des années, les performances à l'exportation se sont

---

2. Bardaji J. et Clavel L., « [Brexit, so what ?](#) », *Risque* n° 112, décembre 2017.

accrues. Dans cette course à la survie, les entreprises médiocres ont défailli tandis que les meilleures sont restées en vie. Malgré les apparences, des réformes structurelles ont été mises en place, en premier lieu le secteur bancaire est devenu beaucoup plus sain grâce aux réformes sur la consolidation du système bancaire ; ensuite des réformes dans la justice civile qui accélèrent les temps de rétention dans les bilans ; ces réformes conduisent à une amélioration. Par ailleurs, avant la France, l'Italie a mis en place des négociations sur le temps de travail qui s'accordent mieux à l'évolution de la productivité. Mais on reste quand même dans un environnement où l'investissement public est extrêmement contraint depuis au moins deux décennies, la volonté de relance doit faire face à des moyens très limités et les marges de manœuvre ont plutôt été dirigées vers l'investissement à l'innovation qui reste très limité. L'économie italienne reste dans une phase d'appauvrissement du pouvoir d'achat des ménages, tout cela mène à des projections de croissance très faibles.

Concernant le niveau de stabilité de la dette, on sait qu'un pic est prévu en 2030 qui est surtout dû au vieillissement. On espère que l'inflation va gagner en puissance, que le cycle va continuer avec une dynamique modérée encore quelque temps ; cette dette est à maturité relativement longue, donc on prévoit un horizon de 7 ans où l'Italie peut encore vivoter.

Un lien peut-il être fait avec une nouvelle crise de la zone euro ? Au-delà du risque politique qui pèse sur l'Italie, celle-ci a fait preuve de prudence budgétaire, tenue par sa propre survie. Jusqu'à maintenant les institutions italiennes ont suivi l'accord coopératif voulu par la Commission européenne. On assiste à un accord des deux grandes forces politiques en Italie qui ont bien modéré leur position sur les réformes budgétaires mais leur programme électoral reste peu compatible avec cette orthodoxie budgétaire dont l'Italie a fait preuve jusqu'à maintenant. Malgré tout la Ligue et le mouvement Cinq étoiles semblent trouver des consensus autant sur le revenu minimum que sur la fiscalité. Globalement la coalition des deux forces semble plus ou moins fonctionner et adopter les contraintes européennes.

**Laurent Clavel** : Pour faire le lien avec la zone euro, le problème de la restructuration de la dette en Italie n'aide personne car l'Italie ne peut pas faire défaut sur l'extérieur. Selon les enquêtes et une mesure directe de l'*output gap*, une partie de l'accélération du PIB italien est de l'accélération potentielle et l'Italie semble retourner vers une croissance

potentielle de presque 1 % début 2018<sup>3</sup>. La fermeture du déficit de demande ne se fait pas assez vite par rapport à l'activité mesurée. L'écart de production est persistant malgré la croissance.

À propos du risque de surchauffe en Allemagne et d'une économie française en haut de cycle, la question est de savoir s'il s'agit d'une perte en niveau ou une perte en pente ? On voit dans beaucoup de pays et notamment en moyenne dans la zone euro que le TUC est revenu à son niveau moyen et on observe la même chose pour le chômage. Exemple en France le chômage est passé en dessous de la barre des 9% au T4, au niveau de sa moyenne 2000-2005. Le message est que l'*output gap* est fermé en France, fermé en zone euro et très positif en Allemagne. On le voit à travers les difficultés de recrutement qui sont au plus haut depuis toujours en Allemagne.

Et donc, les 6 % de chômage qui restent en Allemagne sont pérennes, c'est le chômage structurel. Les entreprises ne veulent pas recruter ces chômeurs qui représentent plutôt du PIB perdu et non pas de la croissance ou de l'*output gap*.

Si l'économie allemande est en surchauffe, comment est-il possible d'avoir un excédent courant ? La réponse est que l'euro est trop faible parce que la BCE fait une politique monétaire exagérément accommodante par rapport à la position de l'économie allemande dans le cycle. De fait, l'euro devrait s'apprécier puisqu'il y a un excédent courant de la zone euro (+ de 2 points de PIB). En général, l'inquiétude sur le risque de surchauffe porte sur les prix d'actifs, ainsi que sur le risque de stabilité financière. L'objectif des taux ultra bas est d'opérer un transfert des épargnants vers les endettés, de l'Allemagne vers les pays périphériques ; mais cela crée un risque pour les fonds de pension.

L'économie française ressemble beaucoup à celle de la zone euro, selon différentes métriques, à mi-chemin entre l'Allemagne et l'Europe du Sud. On peut donc se poser la même question pour la France et la zone euro, sur l'*output gap* et le chômage. Sous-estime-t-on le déficit de demande et l'impact des crises sur le marché du travail ? Y a-t-il un effet pérenne défavorable des crises sur le chômage structurel ? On constate de fait que le nombre de chômeurs de longue durée, c'est-à-dire qui sont au chômage depuis plus d'un an ou plus de deux ans (ces deux indicateurs sont disponibles pour l'ensemble des pays), a signifi-

---

3. Clavel L. et Madesclaire T., « *Multiple Voices: The Italian election - what you need to know* », *Recherche AXA IM*, février 2018.

cativement augmenté en Europe du Sud. Et il est ainsi probable que le chômage structurel soit plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'était en 2000-2005 dans ces pays.

Dans le cas de l'Allemagne, on l'a dit, le déficit de demande semble résorbé, voire nous sommes en surplus (*output gap* positif). Alors pourquoi la croissance des salaires allemands reste faible ? Historiquement déjà les salaires allemands n'étaient pas galopants, avant 2007. Les indexations à la productivité étaient absentes. Ceci est un vrai problème pour l'ensemble de la zone euro puisque sa pérennité repose sur une résorption des déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone. Une solution serait donc que les coûts du travail allemands accélèrent plus que partout ailleurs afin de réduire l'excédent courant allemand.

**Éric Heyer** : Dans notre dernière prévision nous nous sommes trompés sur l'Allemagne où on avait prévu un ralentissement. Comment expliquer qu'ils ont continué à accélérer largement ?

**Xavier Timbeau** : Sortir de cette difficulté en définissant ce qu'est l'écart de production ou de potentiel à court ou long terme, en intégrant ou pas l'effet d'investissement. Si on intègre l'accélération du potentiel et si on élargit le débat pour savoir pourquoi l'investissement ne se produit pas et pas simplement sur la surchauffe des économies, cela déplace le débat sur le plus long terme, ce qui est plus intéressant.

**Laurent Clavel** : Oui c'est peut-être la loi de Jean-Baptiste Say à l'envers : « Une expansion longue peut augmenter le potentiel ».

En France, j'ai vu que vous aviez dit qu'il y avait un ralentissement au T1 dû au ralentissement du pouvoir d'achat grevé par l'augmentation des prélèvements obligatoires. Je pense que cela contribue au ralentissement mais l'explication me semble insuffisante. Dans les autres pays de la zone euro, cette mesure de prélèvements obligatoires n'a pas eu lieu et on observe pourtant un trou d'air au T1 sur l'ensemble de la zone euro, par exemple en Allemagne. À la suite de ce ralentissement, nous prévoyons, comme la plupart des conjoncturistes, un rebond au T2<sup>4</sup>. Mais si tout le monde a tort, c'est peut-être le début d'un ralentissement pérenne qui serait très inquiétant. Nos enquêtes évoquent seulement un trou d'air assez largement réparti parmi les pays. Nous concentrons notre attention sur l'Allemagne, pays davantage cyclique que la France et en avance de phase sur le cycle

---

4. Clavel L., « The seasonal first quarter GDP curse extends to Europe », *Recherche AXA IM*, mai 2018.

économique. Un ralentissement de l'économie allemande serait ainsi particulièrement inquiétant pour les économistes de marché.

**Mathieu Plane** : Bien sûr le risque de retournement existe, nous pensons qu'il y a un décalage de cycle entre la France et l'Allemagne. Les marges des exportateurs se sont bien redressées, nous pensons que nous n'avons pas encore mangé tout notre pain blanc et que nous n'avons pas encore atteint notre potentiel. Nous avons aujourd'hui davantage de marges de croissance qu'en Allemagne qui butte clairement sur des contraintes structurelles.

**Xavier Ragot** : Si vous aviez un concept équivalent à l'*output gap*, ce serait combien aujourd'hui ? Nous nous disons -2, la Commission dit 0,6, le trésor 1. Quel est le déficit de demande ?

**Laurent Clavel** : Pour nous c'est -1,2 au niveau de la zone euro<sup>5</sup> et donc de la France.

L'autre point est de savoir si la France va gagner des parts de marché. Pour nous, hors change on perd moins de parts de marché mais il reste quand même un problème de compétitivité hors-prix en France. Nous ne sommes pas très optimistes.

**Mathieu Plane** : Dans notre prévision, on neutralise les effets du commerce extérieur !! 2016 n'était pas une bonne année pour le commerce extérieur, marquée notamment par des événements exceptionnels comme la mauvaise production agricole ou la baisse du tourisme à la suite des attentats. En 2017, on assiste à une sorte de rattrapage et on ne met pas d'accélération sur 2018. Cette hypothèse est relativement conservatrice car si on regarde le niveau de l'investissement productif, le niveau des marges industrielles, les réformes mises en place, et si malgré tout cela on continue à perdre des parts de marché, que fait-on ? Il y aura bien un jour un effet et ils commencent seulement à se voir.

**Paola Monperrus-Veroni** : Pour nous il y a ralentissement de la perte mais c'est sans conviction pour la suite ■

---

5. Clavel L. et Kuhanathan A., « Are European corporates really witnessing a maturing economic cycle? », *Recherche AXA IM*, mai 2018