

# DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME D'OCTOBRE 2019

Participants au débat :

**Bruno Cavalier** : *chef économiste – Oddo Securities / Oddo BHF*

**Bruno De Moura Fernandes** : *économiste – Coface*

**Éric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot** : *OFCE*

## Monde

**Xavier Ragot** : Le ralentissement du commerce mondial s'explique-t-il uniquement par la guerre commerciale ? Quel sera l'ampleur du ralentissement américain ? Jusqu'où ira le ralentissement de l'économie chinoise ? Les banques centrales peuvent-elles reprendre le contrôle de l'inflation ? Faut-il s'inquiéter de l'endettement des entreprises ?

**Bruno Cavalier** : Aujourd'hui nous assistons à une sorte de phobie de la récession, comme si la communauté des journalistes, des économistes et des investisseurs voulait montrer qu'elle ne risquait pas, cette fois-ci, de succomber à l'aveuglement qui avait précédé les deux précédentes récessions. Au risque, de voir des signes de récession un peu partout. Pour ma part je ne crois pas que nous soyons dans une dynamique récessive, même s'il est incontestable que l'économie a nettement baissé de régime depuis 18 mois et doit surmonter plusieurs chocs. La forte hausse des barrières tarifaires, qui a contribué au ralentissement du commerce mondial, est le premier de ces chocs, et sur ce point nous n'avons pas de point de comparaison pertinent. Mais ce choc n'explique pas à lui seul le coup de froid conjoncturel mondial. Nous avons aussi assisté début 2018 à une conjonction de turbulences politiques. L'économie italienne qui avait renoué avec un sentier de croissance correct a vu sa reprise cassée après les élections de mars 2018 ; on a observé aussi une montée de l'incertitude

politique en Allemagne au printemps 2018 quand s'est formée la grande coalition incertaine provoquant de l'anxiété sur l'économie européenne ; aux États-Unis, c'est le moment où l'équipe économique entourant Donald Trump est recomposée au profit de personnes qui encouragent l'aventurisme du président américain sur les questions commerciales plutôt que de tenter de le canaliser. À partir de là, le *policy-mix* américain devient déstabilisant, avec une relance budgétaire pro-cyclique, des critiques de plus en plus dures de Trump contre la Fed et le grand chambardement commercial. On voit donc bien les conséquences d'un choc politique. Sur le ralentissement chinois, on le rationalise a posteriori en accusant le choc commercial alors qu'il s'agit plutôt du resserrement des conditions financières qui affaiblit la demande chinoise.

Dix-huit mois plus tard, où en est-on ? On semble entrer dans une phase d'apaisement des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine. De plus, certains risques politiques paraissent atténués, c'est le cas de l'Italie et du Brexit. Concernant la Chine, on observe aussi une longue liste de mesures d'assouplissement sélectif dans le domaine fiscale, monétaire, de change, ce qui stabilise le climat des affaires. Enfin et surtout, le réglage monétaire global a été nettement assoupli. Globalement on devrait pouvoir éviter la récession cette fois-ci, au moins jusqu'à la prochaine élection américaine.

**Bruno De Moura Fernandes** : En effet tout le monde voit la récession arriver, traumatisés que nous sommes par la crise de 2008, or les indicateurs observables feraient plutôt penser au ralentissement de 2000-2001. Chez Coface, nous partageons globalement vos prévisions et n'attendons pas de récession similaire à 2008 mais un fort ralentissement, principalement des États-Unis. Au-delà de la guerre commerciale, le problème est le côté imprévisible des décisions du Président Trump. La guerre commerciale est une tendance de long terme et qui devrait durer entre la Chine et les États-Unis. Même en considérant le programme des démocrates, il ne faut pas s'attendre à un assouplissement de cette guerre. Avec l'Europe Trump a une nouvelle fois reporté sa décision de droits de douane sur les automobiles européennes, mais la menace persiste, elle est utilisée comme un procédé de négociation.

Sur la question du commerce mondial, l'incertitude des États-Unis crée du ralentissement au niveau mondial et c'est une tendance conjoncturelle. Mais des tendances structurelles existent, notamment

le ralentissement de la croissance qui diminue les flux économiques, on le voit à travers la demande de pétrole qui faiblit : 1,5 million de barils supplémentaires par jour en 2018, contre seulement 500 000 en 2019. Par ailleurs le commerce mondial n'a jamais retrouvé son rythme de croissance d'avant la crise de 2008 ; après 2008 les chaînes de valeur se sont moins développées. À ces facteurs s'ajoutent les incertitudes quant aux droits de douane avec la Chine qui aux États-Unis impactent la production et l'investissement. Les décideurs hésitent, soit ils diminuent les marges soit ils délocalisent au Vietnam ou ailleurs, sans toutefois savoir quels y seront les droits de douane dans quelques mois. Il leur est donc difficile de déterminer quelle stratégie adopter.

**Éric Heyer** : Un autre aspect n'a pas été évoqué, l'économie semble devenir duale entre un secteur industriel qui entre en récession alors que les services ne semblent que faiblement être impactés par le ralentissement. Ce découplage entre un secteur de l'industrie en récession et un secteur des services qui se développe peut-il être durable ?

**Bruno Cavalier** : Ce découplage sectoriel dure maintenant depuis 18 mois, ce qui en soi est déjà remarquable. Cela montre qu'un large pan de nos économies, le plus large à vrai dire, est assez peu concerné par les chocs qu'on a évoqués plus haut. Aujourd'hui le socle de la demande intérieure aux États-Unis ou en Europe n'est pas affecté par la guerre commerciale. Ce qui compte beaucoup plus, c'est l'état du marché du travail dans l'ensemble des pays développés, et l'état du marché du crédit. Par ailleurs, le secteur de la construction qui est un secteur très sensible aux taux d'intérêt, et qui a des capteurs partout dans l'économie, ménages, marché du travail, secteur bancaire, etc, réagit très bien à l'assouplissement des conditions monétaires. Ce découplage sectoriel peut perdurer tant que l'emploi continue de progresser à bon rythme, ce qu'on observe aux États-Unis et en Europe, et que le secteur de la construction se reprend comme aux États-Unis.

**Éric Heyer** : Donc l'industrie peut rester en récession encore quelque temps ?

**Bruno Cavalier** : Les dernières données manufacturières montrent une stabilisation du climat des affaires en Chine, de même qu'aux États-Unis et en Allemagne, à des niveaux toutefois différents dans ces trois cas. Disons qu'on a peut-être passé la phase la plus aiguë de la récession industrielle, mais il subsiste des poches de faiblesse ici et là. On a eu le choc Boeing et le faible investissement du secteur pétrolier

aux États-Unis, on a le choc automobile en Allemagne... Mais il y a peu de contagion au reste de l'économie, donc on peut continuer avec une industrie très mal en point et le reste de l'économie qui va bien, ou pas trop mal. Notons toutefois que la narration des marchés est à 90 % fabriquée par des données industrielles, l'appareil statistique date de l'époque de la société industrielle et il contribue à cette phobie récessive actuelle.

**Bruno De Moura Fernandes** : On observe un marché du travail dynamique partout avec un taux de chômage très faible et une demande intérieure solide dans quasiment tous les pays de la zone euro. Aux États-Unis et au Royaume-Uni nous anticipons également pour 2020 une consommation des ménages résiliente. À l'inverse, l'industrie rencontre des difficultés, dont on remarque qu'une grande partie vient du secteur automobile qui est très pro-cyclique et qui est donc sensible au ralentissement de la croissance. Au-delà des facteurs conjoncturels, ce secteur doit actuellement faire face à d'importants changements réglementaires et à un choc d'innovation qu'est la voiture électrique, nécessitant un investissement particulièrement lourd. Et ce secteur de l'automobile entraîne avec lui nombre de sous-secteurs qui sont aussi affectés, comme les métaux, la chimie ou le plastique. Il est difficile de déterminer si ce découplage va durer. Si les services aux entreprises devraient être forcément impactés tôt ou tard, la tendance pourrait ne pas être homogène dans le secteur des services. Les statistiques sur les défaillances d'entreprises montrent la même chose, le secteur des services aux particuliers se porte bien contrairement aux services aux entreprises.

**Éric Heyer** : L'endettement des entreprises nous préoccupe aussi.

**Bruno De Moura Fernandes** : Aux États-Unis ou en Allemagne, le taux d'endettement des entreprises est encore faible comparé au PIB. En revanche en France, il a continué à progresser depuis la reprise alors même qu'il était déjà élevé. À court terme, les entreprises devraient pouvoir continuer à se refinancer relativement facilement, dans un contexte de taux d'intérêt très faibles, poussant les banques à prendre plus de risques, à la recherche d'une plus grande rentabilité. Toutefois, lorsque les conditions deviendront nettement moins avantageuses, l'endettement élevé des entreprises sera un facteur important de risque.

**Bruno Cavalier** : De mon côté je serai un peu plus circonspect, car même si les taux restent bas, même si les *spreads corporate* ne

semblent pas s'écarter notablement, même s'il n'y a pas une bulle de crédit généralisée, il y a de toute évidence des zones de fragilité. On le voit par exemple avec le développement du non coté (*private equity*), tout le monde est à la recherche de rentabilité, au risque d'aboutir à des cas d'endettement et de valorisation excessifs. Tout cela invite à penser que lors de la prochaine récession américaine, le choc sera plutôt du côté des entreprises, comme en 2001, que des ménages, comme en 2007.

## Europe

**Xavier Ragot** : Une question pour faire le lien avec l'économie européenne, la politique monétaire actuelle contribue-t-elle suffisamment à stabiliser le cycle européen ou la nouvelle présidente de la BCE devra-t-elle être plus (ou peut-être moins ?) accommodante ? Les taux bas sont-ils une menace ou une opportunité ?

**Bruno Cavalier** : Avant de critiquer l'action de la BCE, comme beaucoup le font actuellement, il faut poser les termes du débat de manière très simple. Soyons pragmatiques, la zone qui a le plus pâti de la guerre commerciale ce ne sont ni les États-Unis ni la Chine mais l'Europe. Dans ces conditions, doit-on faire de la stabilisation macroéconomique, ou pas ? Oui est la réponse qui s'impose. Une fois que ce point est tranché, il faut se demander comment ? Les outils sont peu nombreux, on devait idéalement marcher sur deux jambes : le monétaire et le budgétaire mais on voit bien que le budgétaire fait défaut en Europe. Donc il reste la BCE. Quelle est l'alternative à la politique conduite par la BCE ces dernières années ? Aucune. Un mauvais procès lui est fait. On pourrait souhaiter un autre calibrage du *policy-mix*, peut-être avec davantage de stimulation budgétaire et des actions monétaires un peu moins agressives. Mais cet autre programme de *policy-mix* n'est pas réalisable facilement et rapidement.

**Xavier Ragot** : Le Haut conseil à la stabilité financière a essayé d'introduire la possibilité de taux plancher sur les crédits immobiliers pour essayer de coupler la politique monétaire globale européenne aux taux d'intérêt sur certains segments de marché afin d'éviter des bulles ou de l'instabilité financière. Pour la Coface est-ce un sujet au-delà du sujet de l'endettement des entreprises ?

**Bruno De Moura Fernandes** : Le fait que la BCE ne peut faire autrement qu'être accommodante ne supprime pas les risques,

notamment celui de voir augmenter le nombre d'entreprises « zombies », c'est-à-dire qu'elles sont très endettées et très peu rentables mais elles survivent grâce à des taux d'intérêt anormalement bas. Par ailleurs, ce phénomène est encouragé par la fragilité de certaines banques, qui préfèrent continuer à les financer plutôt que d'afficher des pertes. Ce qui induit une mauvaise allocation des ressources et une productivité à la baisse. C'est une des pistes qui expliquent une croissance potentielle plus faible. En France, le taux de défaillances d'entreprises diminue constamment depuis 2010 alors que le taux d'entreprises « zombies » progresse. Si la croissance ralentit fortement ou que les conditions de financement se dégradent nettement, on pourrait assister à une hausse spectaculaire des défaillances d'entreprises. Par ailleurs la grosse quantité de liquidités sur le marché entraîne un risque accru de bulles, et c'est dans cette optique que la BCE souhaite intervenir sur le marché du crédit immobilier, par crainte des bulles dans le secteur de la construction.

**Xavier Ragot** : Parlons des pays européens. L'Allemagne est-elle en récession ? L'Italie est-elle condamnée à la stagnation ? L'Espagne s'en sort-elle mieux ? Quelle croissance pour le Royaume-Uni après le Brexit ?

**Bruno Cavalier** : Sur la conjoncture européenne je suis plutôt optimiste. Tout d'abord, comme on l'a déjà dit, on bénéficie de conditions financières favorables grâce à la BCE, et ce n'est pas rien. Par ailleurs, on note la bonne résistance des secteurs non manufacturiers qui résulte des bonnes conditions d'emploi et des bonnes conditions de crédit. De plus, le risque politique qui a pesé lourdement sur le climat des affaires il y a quelques mois est en recul. On a semble-t-il échappé en Italie à une nouvelle crise budgétaire qui aurait pu provoquer un fort écartement *desspread* ; sur le Brexit le risque de *no deal* semble pouvoir être évité, même s'il faut en passer par une phase d'incertitude politique. Reste une grande préoccupation en Europe qui est le risque allemand. Le modèle économique de l'Allemagne qui a produit les grands succès des vingt dernières années ne marche plus, l'économie est surexposée à la demande extérieure et a un secteur automobile surdimensionné et qui doit s'ajuster aux nouvelles contraintes environnementales, si bien que la chaîne de production et de valeur de moteurs électriques ne sera pas la même dans le futur. En outre, dans les débats de politique économique, la position générale des officiels, des banquiers centraux et des économistes en Allemagne me paraît déconnectée des réalités.

La critique contre la BCE est parfois proprement hystérique. Quant au rejet des politiques budgétaires de relance, c'est une position dogmatique, qui prive l'économie inutilement l'économie d'un soutien.

**Bruno De Moura Fernandes** : Le risque italien semble dissipé à court terme, mais la coalition entre un parti « anti-système » et un parti traditionnel qui a régulièrement été au pouvoir, le parti Démocrate, est fragile. Par conséquent, on ne peut écarter la résurgence du risque politique courant 2020 avec de nouvelles élections et un retour en force de la Ligue du Nord de Matteo Salvini... En Espagne, on observe une fragmentation politique à droite et à gauche. Toutefois, aujourd'hui le redressement post-crise immobilière porte ses fruits, le secteur bancaire est plus sain, le marché du travail plus flexible, et les baisses de salaires conséquentes ont permis aux entreprises d'être plus compétitives. Le taux de chômage reste élevé mais ne cesse de se réduire, et la croissance espagnole semble aujourd'hui davantage équilibrée entre la demande interne et externe. L'Espagne paraît donc être sur des bases solides. En l'Allemagne, c'est tout le modèle qui souffre et le choix de la spécialisation, dans l'industrie et tout particulièrement dans l'automobile, se paye aujourd'hui. Au Royaume-Uni, nous n'avons jamais cru à un *no deal* qui était une forme de bluff ; le parlement est très puissant et était opposé à un *no deal*. D'après les sondages, le parti Conservateur est en bonne position pour obtenir une majorité solide au Parlement, grâce à la dispersion des votes « anti-Brexit » entre les Lib Dems et le parti travailliste. Un tel scénario permettrait l'approbation de l'accord de Boris Johnson, puis renforcerait la position du gouvernement britannique, avec un Parlement uni derrière lui, lors de la phase de négociations commerciales avec l'Union européenne. Ces négociations cruciales s'annonçant longues et difficiles, l'incertitude devrait continuer d'affecter l'économie britannique en 2020.

## France

**Xavier Ragot** : La croissance de la France sera-t-elle au-dessus de celle de la zone euro en 2019 et 2020 ? Comment peut-on expliquer le rythme de créations d'emplois du 1<sup>er</sup> semestre et est-ce durable ? Comment peut-on expliquer le haut niveau du taux d'épargne actuel ? La politique fiscale du gouvernement est-elle efficace ? L'objectif de 7 % de chômeurs en 2022 est-il atteignable ? Le rythme d'ajustement

budgetaire prévu est-il compatible avec une trajectoire soutenable de la dette ?

**Bruno Cavalier** : Il y a tout juste un an quand il n'était question que du mouvement des Gilets jaunes, pour nos interlocuteurs étrangers, la France était mal partie avec une conjoncture atone, un climat social alarmant, des réformes économiques en panne, .... Un an plus tard, on voit que notre structure économique plus tournée vers les services que l'industrie nous a protégés, contrairement à l'Allemagne, la demande intérieure est apparue assez résistante, on a bénéficié d'un ajustement de la politique budgétaire à un moment idéal (à la suite du mouvement des Gilets jaunes), et ce qui est très encourageant, c'est que la plupart des informations sur le marché du travail sont très bien orientées, beaucoup de recrutements, un emploi marchand en forme. Il faut remonter avant la crise de 2007-2008 pour voir une économie française avec des perspectives aussi favorables. La surprise majeure de 2019 est de comprendre pourquoi l'investissement des entreprises a été aussi solide et pourquoi la demande des ménages est restée aussi faible. On peut imaginer qu'en 2020 la consommation sera plus robuste du fait que les incertitudes qui entraînaient un taux d'épargne élevé vont se dissiper. Si ce choc positif de consommation avait lieu, on pourrait prévoir une croissance en 2020 et 2021 bien plus élevée que celle de 2019, je pense que votre prévision à 1,3 est timide, je prévois 1,7 %.

**Bruno De Moura Fernandes** : Sur la France nos prévisions sont similaires aux vôtres. Le taux de chômage structurel a progressé depuis la dernière crise, en lien avec le chômage de très longue durée : le nombre de personnes au chômage depuis trois ans ou plus a plus que doublé sur la période. Ce qui explique les difficultés de recrutement malgré le taux de chômage toujours élevé. La grande inconnue reste le temps que vont mettre les réformes sur la formation à porter leurs fruits. L'objectif de 7 % de chômeurs en 2022 semble très difficile à atteindre puisqu'il s'agira désormais d'intégrer des catégories de chômeurs de plus en plus éloignées de l'emploi. Notre seule discordance avec vos prévisions porte sur l'investissement des entreprises, qui devrait rester dynamique dans un contexte de contraintes d'offre et d'accélération de la demande interne, en lien avec les importants gains de pouvoir d'achat dont bénéficieront les ménages. À l'inverse, nous prévoyons une contribution externe moins importante que vous, en raison d'importations dynamiques, dans le sillage de la demande intérieure. Malgré l'environnement international peu porteur, nos



exportations devraient rester résilientes grâce à des secteurs-clés acycliques comme l'aéronautique, les cosmétiques, le luxe, les vins ou la pharmacie. De par leur structure sectorielle, les exportations françaises sont relativement moins dépendantes de la conjoncture mondiale.

**Mathieu Plane** : Pour les prévisions pour la France, on est un peu comme les ménages français, on est devenu prudent... Du coup, sur ces incertitudes, et le troisième trimestre le confirme, on a une consommation qui est assez peu dynamique au regard du pouvoir d'achat. Sur la hausse du taux d'épargne de 1 point, on a la moitié qui s'explique par le décalage entre la consommation et le pouvoir d'achat et l'autre moitié qui ne s'explique pas, si ce n'est pour des raisons d'incertitude accrue, dont les réformes à venir, notamment l'incertitude sur la réforme des retraites peut jouer un rôle. Il y a donc un aléa à la hausse qui est que la consommation pourrait être plus dynamique que ce que l'on a inscrit dans notre prévision. Sur l'investissement, on est également légèrement en-deçà en prévision de ce que donne notre équation d'investissement pour 2020 déterminée par le coût du capital, les taux de marge, les taux d'utilisation ou la demande adressée. Au final, on est plutôt prudent sur notre prévision de demande intérieure, mais en revanche on n'inscrit pas de contribution négative du commerce extérieur.

**Éric Heyer** : À propos de la hausse du taux d'épargne, on observe que c'est un point commun à plusieurs pays développés, peut-être faut-il voir la cause dans les taux d'intérêt très bas. On le verra dans la révision des comptes ■