

mai 2019

Le changement complet mais récent d'orientation stratégique de la Fed et de la BCE tend à ancrer durablement les taux d'intérêt réels, à court comme à long terme, en territoire anormalement négatif. Cette mutation peut s'apparenter à une forme de « fuite en avant monétaire », même si les prix des biens et services semblent largement maîtrisés. Cette stratégie concourt à s'opposer au processus de consolidation spontanée du cycle mondial des affaires, après 10 ans d'une reprise modeste et non-inflationniste d'économies désormais contraintes par leurs capacités de production et après l'avertissement donné par l'effondrement temporaire des marchés boursiers fin 2018. Le revirement monétaire cherche ainsi à empêcher que ce ralentissement, issu d'un freinage industriel dans l'automobile et l'électronique et du retournement économique européen et asiatique, ne se transforme en récession, en s'étendant davantage aux Etats-Unis, où les effets favorables de la relance budgétaire et fiscale pro-cyclique s'estompent. Pourtant, a contrario des cycles antérieurs caractérisés notamment par un excès d'investissement productif ou immobilier et par des tensions inflationnistes, l'absence de déséquilibres économiques majeurs - hormis l'endettement mondial record - réduit le risque de contraction de l'activité, tout en justifiant à court terme la décision de sursoir au processus de normalisation monétaire.

Cependant, les inquiétudes sont multiples et s'autoalimentent. Elles concernent surtout le renforcement du protectionnisme à l'international, l'issue du Brexit, la situation très atypique des comptes publics américains et l'accumulation d'une dette importante, en particulier sous la forme de crédits à effet de levier dans les entreprises les plus fragiles. S'y ajoutent l'ampleur incertaine de la modération chinoise, voire américaine, l'évolution erratique des prix du pétrole, la bulle obligataire, la fragilité de certains pays émergents et l'accentuation du risque politique et social en Europe, dont les catalyseurs sont la dérive prévisible du déficit public en Italie et la révolte des gilets jaunes en France. Il est donc probable que la croissance de la plupart des pays avancés s'affaisse en 2019 et plus nettement en 2020, sans toutefois déboucher sur une récession, avant de rejoindre de 2021 à 2023 un rythme tendanciel plutôt modéré - du fait du tassement démographique et du recul structurel de la productivité globale des facteurs de production - mais singulièrement un peu plus inflationniste.

La France n'échapperait pas au ralentissement général de la demande mais bénéficierait des mesures Macron et du rôle d'amortisseur que joue traditionnellement le stabilisateur automatique en cas de fléchissement de l'activité et du commerce mondial, en raison de l'importance de son secteur public et de sa plus faible exposition à l'industrie. Le PIB (1,3% en 2019, 1% en 2020, puis retour à la croissance potentielle de 1,3% l'an en 2021-2023) progresserait à un rythme légèrement supérieur à celui de la zone euro, jouissant paradoxalement du déficit français de compétitivité à l'exportation face à l'atonie des échanges mondiaux et profitant de l'addiction à la relance keynésienne financée par la dérive de l'endettement public. En 2019, le pouvoir d'achat soutiendrait la consommation malgré la remontée induite du taux d'épargne : il serait temporairement stimulé par le recul de l'inflation, par les réductions de la taxe d'habitation et de cotisations salariales de fin 2018 et par les mesures d'urgence annoncées en décembre. A moyen terme, les contraintes d'offre, singulièrement en matière d'emplois qualifiés, et la modération de l'investissement productif limiteraient la capacité d'accélération de l'économie, en dépit de l'impact positif des réformes du marché du travail et de la fiscalité du capital.

UNE PHASE DE RALENTISSEMENT SPONTANÉ ?

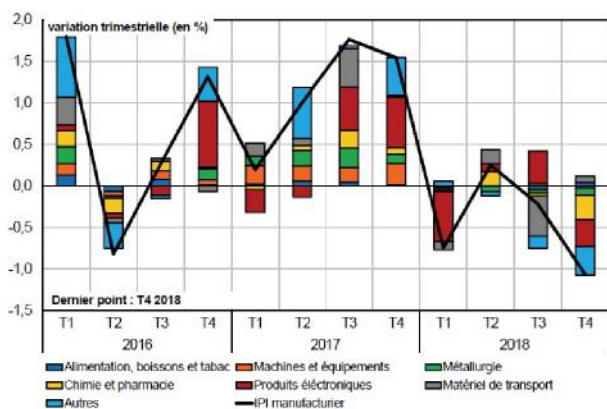
L'économie mondiale est entrée dans une phase de ralentissement spontané, après 10 ans d'une expansion relativement modeste et surtout sans véritable dérive inflationniste susceptible de justifier un processus de durcissement monétaire, à l'inverse de la plupart des cycles antérieurs d'après-guerre.

UN DECROCHAGE INDUSTRIEL

Ce retournement conjoncturel trouve son origine à partir de l'été 2018 dans le freinage de l'activité industrielle, principalement dans l'automobile mais également dans l'électronique, ce qui contribue à la contraction des

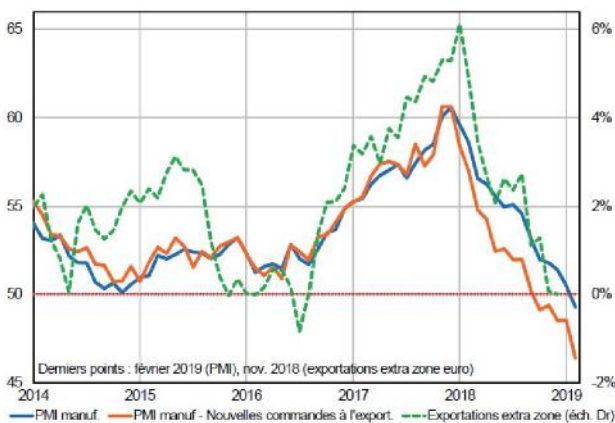
échanges mondiaux. La zone euro, dont le secteur industriel (cf. graphiques 1 & 2) représente encore un poids important de la valeur ajoutée, spécialement en Allemagne et en Italie, a été touchée en premier, tout comme les économies d'Asie, à l'exemple de la Chine. En particulier, l'industrie automobile a subi un choc sectoriel venant de l'entrée en vigueur en septembre 2018 des nouvelles normes environnementales d'essais d'homologation WLTP, concernant les émissions polluantes. L'Allemagne a d'ailleurs échappé de peu à une récession technique au second semestre 2018, contrairement à l'Italie, qui l'a éprouvée de plein fouet.

Graphique 1. Evolution trimestrielle de la production manufacturière en zone euro



Sources : Eurostat, calculs DG Trésor.

Graphique 2. Exportations extra zone euro et climat des affaires dans l'industrie



Sources : Markit, BCE.

De plus, dans un contexte de fortes incertitudes politiques et commerciales, ce décrochage s'explique non seulement par l'appréciation passée de l'euro en 2017 mais aussi par la décélération de la consommation, en lien avec l'émergence d'un mini-choc pétrolier de la mi-2017 à octobre 2018. En effet, le pouvoir d'achat ne bénéficie plus de la baisse des cours de l'or noir de 2014 à 2016, qui l'avait mécaniquement soutenu durant cette période. En outre, les économies émergentes comme la Turquie ont été fragilisées par les chocs de change de l'été 2018. L'activité en Chine s'est essouffée en raison des tentatives gouvernementales d'assainissement de son

secteur financier, le recul induit du commerce extérieur contribuant d'ailleurs à faire trébucher au quatrième trimestre le commerce mondial. A son tour, l'économie américaine semble être rejointe par le tournant récessif du cycle industriel, après avoir été portée de manière exceptionnelle en 2018 par la relance budgétaire et fiscale pro-cyclique de Donald Trump, dont les effets positifs s'estompent progressivement. En particulier, le climat des affaires dans le secteur manufacturier américain tend à se tasser depuis le début 2018, tout en restant supérieur au niveau traduisant la limite de contraction de l'activité. Toutefois, dans la plupart des pays, les services, voire la construction (sauf celle des Etats-Unis), secteurs souvent protégés par leur faible exposition internationale, apparaissent encore résilients. La logique économique voudrait pourtant qu'ils soient finalement rattrapés par le décrochage du cycle industriel. En conséquence, le rebond mécanique du PIB du premier trimestre 2019, tant aux Etats-Unis (3,1% l'an) qu'en Europe (1,5% l'an), reste encore fragile.

RETOUR AU POTENTIEL D'ACTIVITE ?

Après avoir dépassé un pic en 2017, la croissance de la plupart des pays est venue se heurter à une force de rappel fondamentale : la production potentielle. Celle-ci se définit comme la croissance maximale atteignable en employant les facteurs de production disponibles, en travail et en capital, ainsi qu'en gains d'efficacité dans la combinaison de ces deux facteurs, à savoir le progrès technique, sans provoquer de tensions inflationnistes. La croissance potentielle, qui détermine un rythme tendanciel de visée à moyen terme, évolue donc en fonction de trois paramètres (cf. tableau 1) : l'accroissement du facteur travail, dépendant des trajectoires démographiques (surtout de l'évolution de la population en âge de travailler) et du comportement d'activité ; l'accroissement du facteur stock de capital dont dispose l'économie, dépendant des flux d'investissement et d'amortissement du capital productif ; les gains de productivité globale des facteurs (PGF), dépendant de l'incorporation du progrès technique ou de l'optimisation des organisations.

Tableau 1. Estimation de la croissance potentielle en 2023 en % l'an

En %	Accroissement de la quantité de facteurs		PGF : Gains de productivité	Total : Croissance potentielle
	Part Travail	Part Capital		
USA	0,	0,5	0,9	2,
Chine	6	3,5	1,3	0
Allemagne	0,	0,5	0,7	4,
France	1	0,6	0,4	9

Source : calculs Coe-Rexecode

Il apparaît que la croissance potentielle de la plupart des économies s'est nettement affaiblie, même dans les pays émergents comme la Chine, où elle serait de seulement 4,9% l'an pour 2023, contre une estimation de 7,4% entre 2010 et 2018 et de 10,6% entre 2000 et 2010. Elle serait

de 2% aux Etats-Unis comme au Brésil, de 0,5% au Japon, de 1,2% en zone euro comme en Espagne, de 1,3% en Allemagne comme en France et de 0,3% en Italie. Ce phénomène découle certes du contexte économique, politique et social de chaque pays et de la stratégie préalable de correction des déséquilibres structurels. Il s'explique surtout par le recul prévisible de la démographie, celui-ci étant plus ou moins marqué selon les pays (la population en âge de travailler serait en contraction dans la plupart des principales économies, sauf aux Etats-Unis) et, plus spécifiquement, par l'existence plus ou moins durable de faibles gains de productivité, venant d'une insuffisance d'investissement productif et des séquelles de la crise financière la plus violente depuis 1929 (pertes en capital physique - dues à l'accroissement cumulé des défaillances d'entreprises - et en capital humain - liées à une perte d'employabilité des chômeurs de longue durée -). À propos de la France, sa croissance potentielle serait légèrement plus élevée qu'elle ne l'a été lors des huit dernières années, en raison de l'impact favorable des différentes mesures adoptées de politique économique, spécialement celles portant sur le marché du travail ou sur la fiscalité du capital.

Graphique 3. Etats-Unis : part des entreprises rencontrant des difficultés à embaucher



Source : NFIB - National Federation of Independent Business
© Rexecode

La progression soutenue de l'activité en 2016-2017 a ainsi buté sur l'accès aux ressources humaines - la première des raretés -, notamment en travail qualifié, sans pour autant provoquer de véritables tensions salariales. Ce phénomène a concerné les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne et la France ou encore certains pays d'Europe centrale et de l'Est. En particulier, 35% des entreprises américaines se déclarent confrontées à des difficultés à pourvoir un ou plusieurs postes de travail, une proportion qui apparaît inédite depuis 1990 (cf. le graphique 3 ci-dessus), ce qui s'explique certes outre-Atlantique par le contexte de quasi plein emploi. La croissance de la plupart des pays s'est donc orientée vers des rythmes beaucoup plus lents mais aussi plus soutenables, en rejoignant une progression plus tendancielle. Cette force de rappel s'est ainsi exercée d'autant plus fortement que ces économies se situaient déjà à un stade avancé de leur expansion et que des inquiétudes majeures sont venues altérer la confiance que les agents privés avaient dans la pérennité du bon déroulement du cycle conjoncturel. Ce

pessimisme a été nourri par l'exacerbation des rivalités commerciales, avec les menaces américaines d'escalade protectionniste envers la Chine, voire envers l'Europe - l'automobile allemande -, par des craintes de non aboutissement des négociations liées au Brexit, par les turpitudes italiennes en matière de finance publique ou encore par les tensions au sujet de l'Iran.

UN CYCLE ATYPIQUE SANS RECESSION ?

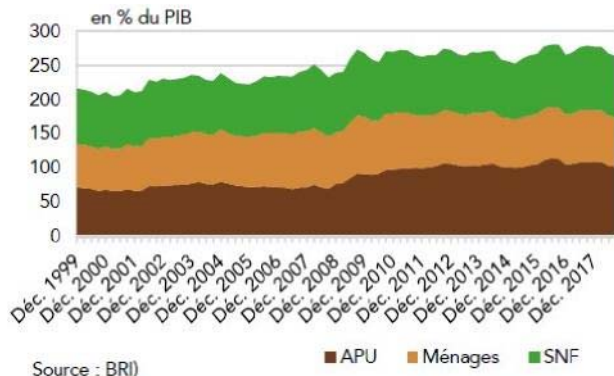
Contrairement aux fins classiques de cycle conjoncturel, l'économie réelle ne semble pas connaître les déséquilibres majeurs qui seraient susceptibles de transformer ce retournement en véritable récession, hormis l'endettement record des entreprises et des Etats. Ainsi, il n'existe a priori pas d'excès manifeste d'investissement productif (à l'exemple, le plus récent, de la récession de 2000) ou d'investissement immobilier (une partie des racines essentielles de la crise de 2007) ou encore de véritables tensions inflationnistes. De tels excès induiraient alors certainement une correction majeure ou, dans le cas d'une hausse continue des prix, une réaction vigoureuse de durcissement monétaire des banques centrales, action aux effets mécaniquement contra-cycliques (il s'agirait dans le cas de la BCE d'un début de normalisation monétaire), pour satisfaire leur principal mandat de lutte contre l'inflation (bien avant l'objectif théoriquement secondaire de préservation de la croissance). Plus précisément, le taux d'investissement productif demeure plutôt bas tant aux Etats-Unis que dans la zone euro. De même, le marché immobilier, dont les prix ne s'envolent pas encore, ne rencontre pas d'excès d'investissement résidentiel de part et d'autre de l'Atlantique.

De plus, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste largement maîtrisée en avril 2019 (2,1% après 2% l'an en mars aux Etats-Unis, 1,2% après 0,8% l'an en mars dans la zone euro), justifiant à court terme la décision de sursoir au processus de normalisation monétaire face au ralentissement économique. Pourtant, les sources propices à un petit surcroît d'inflation à court terme ne sont pas asséchées, qu'il s'agisse des tensions sur les recrutements, de l'arrêt de l'approfondissement des échanges mondiaux (d'où un affaiblissement possible de la concurrence par les prix) ou encore de la faiblesse des gains de productivité (phénomène potentiellement créateur d'une future hausse des prix des entreprises dans le but de préserver leurs marges).

A contrario, le niveau d'endettement mondial a déjà dépassé un record, à plus de 250% du PIB dans les économies avancées selon la BRI (cf. graphique 4). Il provient avant tout des entreprises (SNF) et des administrations publiques (APU), tant aux Etats-Unis que dans la plupart des pays avancés. Il demeure un risque majeur, même si celui-ci est fortement atténué par le maintien durable des taux d'intérêt à un niveau extrêmement bas. Ce recours à l'endettement, qui a été

favorisé par l'innovation financière et par la baisse régulière des taux d'intérêt à partir des années 1990, a probablement joué un rôle de substitut à la faible progression relative des revenus, notamment salariaux.

Graphique 4. Economies avancées : poids de l'endettement du secteur non financier



Concernant les Etats-Unis, le déséquilibre lié à l'endettement tient d'abord de l'accumulation d'une dette importante sous la forme de crédits à effet de levier dans les entreprises américaines les plus fragiles. Les porteurs de cette dette supportent par ailleurs de plus faibles garanties, en raison d'un affaiblissement de la protection par les clauses (covenants) et de la dégradation de la qualité du crédit. De plus, la baisse tendancielle de la notation sur la qualité des obligations d'entreprises accentue la vulnérabilité du système financier selon l'OCDE, le FMI et la BRI.

S'y ajoute ensuite la situation très atypique des comptes publics américains, dont le solde déficitaire s'est creusé en haut de cycle sous l'effet de la relance budgétaire et fiscale de Donald Trump. Cette situation n'est pas unique. Elle renvoie à celle vécue en 1966-1967, quand le Président Johnson, confronté à la guerre au Vietnam, avait effectué une relance budgétaire de grande ampleur, alors même que le taux de chômage était inférieur à son niveau structurel et que le niveau d'activité dépassait le PIB potentiel. Cette politique pro-cyclique avait été à l'origine de l'entrée dans une phase d'accélération de l'inflation, nourrie par le choc pétrolier de 1973, mais combattue par le durcissement monétaire de Paul Volcker à partir de 1979 (tournant politique de la « Grande Modération »), pour enrayer une dérive des prix devenue terriblement néfaste à l'économie réelle.

Enfin, en à peine une décennie, la Chine a quasiment rattrapé le taux d'endettement des agents non financiers américains ou de la zone euro, sous l'effet de politiques de soutien à la demande interne menées ces dernières années. Cependant, les autorités chinoises poursuivent une politique prudente de baisse des taux d'intérêt et de soutien ciblé à la distribution de crédits, afin d'éviter toute crise brutale, dans la mesure où la consommation devient le socle essentiel de la croissance.

FIN DE CYCLE ET RETOUR AU POTENTIEL ?

Le scénario tendanciel décrit la poursuite du ralentissement initial de l'activité mondiale en 2019, processus mécanique qui, au-delà de rebonds temporaires, s'approfondirait en 2020, sans pour autant muter en contraction. Dès 2021, la plupart des économies retrouveraient des rythmes tendanciels plus soutenables. Cependant, les multiples inquiétudes, en grande partie déjà nommées, qui s'autoalimentent, continueront vraisemblablement de peser sur la confiance et les anticipations d'investissement et de consommation des agents privés. Celles-ci sont la source des risques majeurs toujours susceptibles d'entraîner une récession.

Le cycle économique des pays avancés demeurerait encore largement guidé par celui des Etats-Unis, dont l'exubérance atypique provient d'une relance budgétaire en 2019, après la réforme fiscale pro-cyclique de 2018, au prix d'un déséquilibre accru des comptes publics. Portée au-delà de sa croissance potentielle par ces soutiens artificiels qui s'épuisent, l'économie américaine se heurte naturellement aux tensions sur les recrutements (la main d'œuvre disponible étant plus difficile à mobiliser), aux mesures protectionnistes déjà adoptées et à une perte de compétitivité, née de l'appréciation du dollar (celle-ci résulte du rythme relativement plus élevé de sa conjoncture à l'échelle mondiale).

Son économie ne peut donc que ralentir, au risque de nourrir une dérive inflationniste, via la transmission progressive de la hausse des salaires dans le système de prix, ce qui nécessiterait alors raisonnablement (la question de l'indépendance de la Fed étant en jeu !) une réaction vigoureuse de durcissement monétaire. Ce ralentissement, opportun pour réduire des tensions, serait non seulement la conséquence du moindre dynamisme de la demande mondiale mais aussi du fléchissement de l'investissement productif. Celui-ci pâtirait d'un partage de la valeur ajoutée devenu moins favorable aux marges des entreprises et des inquiétudes sur le niveau d'endettement d'entreprises à faible qualité de signature. Le PIB américain progresserait autour de 2,5% en 2019, pour s'affaïsser à 1,3% en 2020, avant de remonter à 1,5% en 2021, pour retrouver un rythme proche de 2% l'an dès 2022. L'inflation serait d'environ 2,4% l'an, hormis en 2019 où elle atteindrait 1,9%.

La Chine, rivale géopolitique et économique des Etats-Unis mais en situation de surendettement privé, demeure un autre grand sujet de préoccupation, du fait d'un risque éventuel de décrochage brutal. En effet, le recul de son commerce extérieur, lié en partie aux tensions protectionnistes américaines, a fait trébucher le commerce mondial dès le quatrième trimestre 2018. Sa performance de l'année dernière a été la plus faible depuis 28 ans (6,6% l'an), en raison de la dégradation des perspectives de recrutement au sein des entreprises, de la détérioration de la confiance des ménages et de la hausse du service de la dette pesant sur le pouvoir

d'achat (20% du revenu disponible des ménages). De plus, le ralentissement de l'activité est voulu et piloté par les autorités politiques depuis 2013, afin de rééquilibrer le modèle de croissance vers la consommation au détriment de l'investissement et des exportations et d'encourager un processus de désendettement structurel pour contenir les risques financiers liés au « shadow banking ». La consommation, qui contribue désormais à hauteur de 55% à la croissance, est ainsi devenue le principal socle de l'économie depuis 2011, grâce notamment à la forte progression des salaires urbains entre 2000 et 2010 (13% par an en termes réels).

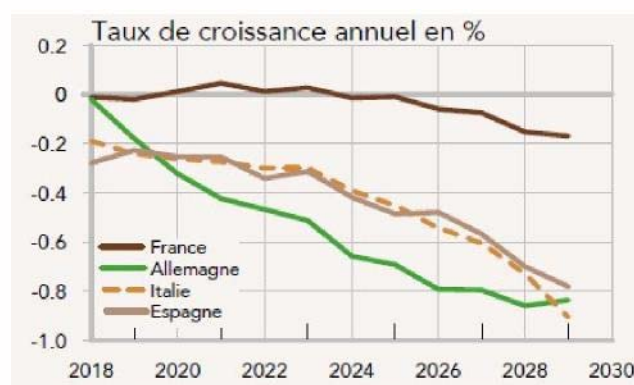
Il est fort probable que ce ralentissement se poursuive graduellement et sans heurts majeurs sur l'horizon 2019-2023, même si la consommation est appelée à s'essouffler pour des raisons à la fois conjoncturelles (perspectives moins bonnes en matière de recrutement) et structurelles (vieillesse de la population et recul de 0,3% l'an de la population en âge de travailler, poids du service de la dette). A court terme, les autorités gouvernementales ont mis en œuvre de nouvelles mesures de relance, qui atténuent sensiblement les craintes d'un « Hard landing ». Celles-ci représenteraient environ 2,9% du PIB : ce stimulus budgétaire resterait donc très inférieur à celui de 2008, qui avait atteint 12,5% du PIB à l'époque. De plus, contrairement aux relances passées surtout ciblées sur les investissements en infrastructures, ces soutiens ont pris la forme d'allègements fiscaux en faveur des ménages et des entreprises (2,1% du PIB en 2019) et apporteraient 0,9 point à la croissance selon *Coe-Rexecode*. Outre les politiques publiques, l'essor de la classe moyenne éviterait à la consommation de s'effondrer à moyen terme.

Enfin, la stratégie d'internationalisation de la monnaie de l'Empire du Milieu, cohérente avec la volonté de développement interne et d'abandon induit d'une stratégie implicite de mercantilisme, devrait pousser les autorités politiques à faciliter de nouveau l'appréciation du yuan à moyen terme. Il s'agirait d'attirer les investisseurs étrangers vers les actifs chinois, dans la mesure où le solde courant, jusqu'à présent structurellement excédentaire, basculerait en territoire négatif dès 2019.

Quant à la zone euro, elle connaît certes un choc temporaire, probablement plus durable et violent qu'escompté, lié au passage aux nouvelles normes automobiles WLTP. Toutefois, ce choc ne doit pas masquer une tendance sous-jacente au ralentissement économique vers 1% l'an en 2019-2020, avant de retrouver un rythme potentiel estimé à 1,3% l'an dès 2021. Cet affaiblissement provient en effet du freinage de la demande mondiale, des fortes incertitudes qui affectent l'investissement et la consommation, sans parler de la fin du rattrapage des crises passées (Subprime en 2007-2008 et risque d'éclatement de l'Europe en 2011-2012) et des situations économiques toujours aussi hétérogènes selon

les pays. De plus, de multiples menaces entretiennent l'incertitude à défaut de faire dérapier la conjoncture en récession. Plusieurs doivent être citées, qu'il s'agisse du retournement cyclique américain, du risque de Hard Brexit (selon l'INSEE, en se concentrant seulement sur le canal des échanges, l'impact négatif étalé sur plusieurs trimestres serait pour la France de 0,6% de PIB en l'absence d'accord, contre 0,3% de PIB en cas de Soft Brexit), du spectre d'une hausse des tarifs automobiles américains, des divergences politiques au sein de l'Europe, de l'incapacité de l'Italie à contenir son déficit public et, à moyen terme, de l'impact négatif d'une population en âge de travailler (*cf. graphique 5*) désormais déclinante (recul de 0,2% par an en 2018-2023, hormis en France où elle ne fait que stagner).

Graphique 5. Population âgée de 15 à 64 ans



Source : Projections Eurostat (scénario de référence)

En 2019, au-delà des difficultés ponctuelles du secteur automobile, le soutien viendrait du recul de l'inflation et des nombreuses mesures budgétaires - en Allemagne et en France, ainsi qu'en Italie avec la mise en place du « revenu de citoyenneté » et en Espagne avec la revalorisation de plus de 20% du salaire minimum -, dont bénéficierait le pouvoir d'achat des ménages, sans évoquer le stimulus monétaire apporté par le changement d'orientation stratégique de la BCE.

L'évolution des prix du pétrole, souvent difficilement prévisible mais dont l'inflation dépend à court terme, demeure aussi un grand sujet d'interrogation dans la mesure où l'offre d'or noir est intrinsèquement politique, sans parler des risques géopolitiques. En effet, la remontée des prix du pétrole, quand elle se produit, soutient la hausse des prix et pèse sur la consommation et la croissance des pays consommateurs, tout en alimentant des effets de second tour, liés notamment à la réaction des salaires. Après l'effondrement des cours au quatrième trimestre 2018, tenant à la réapparition d'un sur-approvisionnement mondial significatif, lui-même issu d'un rebond trop agressif de la production de l'OPEP depuis l'été (dans le but de regagner des parts perdues de marché), on assiste à une correction à la hausse qui a porté les prix au-delà de 67 dollars par baril au premier trimestre 2019. Cela est dû au nouvel accord de limitation de production de l'OPEP et de la Russie (ceux-ci contrôlent conjointement 40% de l'offre pétrolière

mondiale, en dépit du départ récent du Qatar de l'OPEP) de 1,2 million de barils par jour de janvier à juin 2019 au moins. Cette décision a annulé le sur-approvisionnement moyen d'un même montant, qui s'était manifesté au second semestre 2018 selon l'AIEC. Un point haut d'environ 75 dollars pourrait ainsi être atteint au deuxième semestre 2019.

Cependant, à moyen terme, le sur-approvisionnement pétrolier devrait réapparaître, en raison de l'essor du schiste américain et des capacités actuellement sous-utilisées de production de pays comme l'Iran et le Venezuela. De plus, à partir de 2020, les faibles investissements pétroliers antérieurs de 2015-2016 n'affecteraient pas autant que prévu le niveau de production des champs conventionnels : selon l'AIEC, l'impact négatif ne serait que de 0,5 million de barils par jour, ce qui n'annihilerait pas l'excès d'offre (cf. graphique 6). Enfin, la demande pétrolière mondiale, qui suit une progression tendancielle d'environ 1,6% par an depuis 2013 (soit une élasticité de 0,4 par rapport à la croissance

du PIB mondial en volume), verrait l'essor déjà bien engagé du véhicule électrique l'amputer de 1% d'ici 2023. C'est ainsi que le cours du Brent évoluerait de 70 à 65 dollars par baril à l'horizon 2023, niveau proche d'une moyenne depuis 1980 des cours aux prix de 2023.

Graphique 6. Projection de l'offre et la demande mondiales de pétrole



Note : séries trimestrielles désaisonnalisées
Source : AIECE, calculs Rexecode (prévisions en pointillés)

DES TAUX D'INTERET DURABLEMENT BAS ?

LE REVIREMENT STRATEGIQUE RECENT DE LA RESERVE FEDERALE (FED) ET DE LA BCE

La Fed, tout comme la BCE, a complètement changé d'orientation stratégique dès janvier 2019, en repoussant à 2020 la poursuite pour l'une, la mise œuvre pour l'autre, du processus de normalisation monétaire.

Graphique 7. Bilan des banques centrales en % du PIB



Source : Banques centrales nationales, Calcul Rexecode

Les politiques monétaires redeviennent ainsi ultra-accommodantes, face à l'atonie de l'inflation sous-jacente, au ralentissement mondial et américain, ainsi qu'au décrochage industriel de la zone euro. Cette mutation peut s'apparenter à une forme de « fuite en avant monétaire », même si les prix des biens et services semblent largement maîtrisés. Ce tournant monétaire, en installant temporairement ces deux banques centrales dans un statu quo confortable (cf. graphique 7 sur le bilan des banques centrales en % du PIB), concourt donc à

s'opposer au processus de consolidation spontanée du cycle mondial des affaires, après 10 ans d'une reprise modeste et non-inflationniste d'économies désormais contraintes par leurs capacités de production et après l'avertissement donné par l'effondrement temporaire des marchés boursiers fin 2018.

Ce revirement complet tend alors à ancrer durablement les taux d'intérêt réels, à court comme à long terme, en territoire anormalement faible ou négatif, surtout en Allemagne et en France, comme si la croissance potentielle (cf. page 2 de ce Flash) de chaque pays était désormais largement inférieure à celle qui est généralement calculée par les principaux organismes internationaux et nationaux. Au-delà de l'émergence induite toujours possible de bulles d'actifs – il existerait d'ores et déjà une gigantesque bulle obligataire, avec un risque de krach en cas de remontée brutale des taux d'intérêt -, sur fond d'effets de leviers croissants, de prises de risque excessives et de nouvel appel à la dérive des dépenses publiques, la faiblesse extrême de la rémunération de l'épargne, liée en partie à cette « fuite en avant monétaire », est susceptible d'entraîner une allocation sous-optimale des investissements.

Cette situation relativement artificielle d'absence de « préférence pour le présent » (un taux d'intérêt excessivement faible ne représente plus le véritable prix d'un renoncement immédiat à la consommation pour épargner et investir), si elle dure trop longtemps, peut engendrer un cercle vicieux, qui produit en retour une réduction continue de la croissance potentielle, du fait d'une détérioration dans l'efficacité du processus de dépenses en capital. Ce piège risque de menacer à terme

la stabilité du système macro-économique et la crédibilité de la monnaie des zones économiques concernées, à moins qu'une hausse des prix, venant de sources inflationnistes (cf. page 3) que l'ampleur de la liquidité monétaire pourrait alimenter, finisse par imposer un durcissement des taux directeurs.

Face à une inflation chroniquement basse et au risque de retournement brutal du cycle, la Fed a mis temporairement fin à son processus pourtant prudent et graduel de resserrement monétaire (taux et bilan) : celui-ci avait été amorcé dès octobre 2014 par l'arrêt de ses achats nets d'actifs, puis par le premier relèvement du taux principal directeur en décembre 2015. En 2018, elle avait procédé à quatre nouveaux relèvements de 25 points de base de ses taux directeurs pour les porter dans une fourchette comprise entre 2,25% et 2,5% en décembre, tout en poursuivant en douceur son programme de dégonflement de la taille de son bilan. Désormais, elle ne prévoit plus aucune hausse des taux directeurs en 2019, en dépit du plein-emploi et d'un début de développement de l'inflation salariale. De même, la réduction mensuelle des actifs obligataires d'Etat détenus par la Fed a été ramenée à 15 Md\$ de mai à septembre (contre 30 Md\$ auparavant), avant un réinvestissement total à partir d'octobre. Cependant, la réduction mensuelle des Mortgage Backed Securities (MBS) a été maintenue à 20 Md\$.

La Fed craint toujours de déstabiliser les marchés obligataires mais recherche un niveau de taux d'intérêt neutre pour l'économie : elle continuerait probablement d'affirmer son indépendance vis-à-vis de Donald Trump, au risque éminemment dangereux d'une perte de crédibilité à terme dans la monnaie américaine. Après la pause de 2019, elle infléchirait son rythme de hausse des taux directeurs de 25 points de base pour n'effectuer éventuellement qu'un dernier relèvement à 2,75% en 2020, en raison d'un léger rebond de l'inflation, en dépit du ralentissement économique.

La BCE a suivi le revirement stratégique de la Fed, malgré son retard dans le processus de normalisation monétaire. Un point clé sera le changement de son gouverneur, après le départ prévu de Mario Draghi le 31 octobre prochain. Elle devrait pourtant maintenir une politique monétaire globalement encore expansionniste sur l'horizon de prévision, dans le but d'atteindre l'objectif tant espéré d'inflation de 2% à moyen terme. En effet, l'atonie de l'inflation sous-jacente, le décrochage industriel récent de l'Allemagne et de l'Italie, des taux de chômage toujours élevés et les inquiétudes politiques encore marquées sur la pérennité de la zone euro ne l'incitent pas à envisager une première hausse des taux directeurs avant le troisième ou le quatrième trimestre 2020 au moins.

Cette hausse serait probablement d'abord circonscrite au taux de la facilité de dépôt. La BCE a certes mis fin aux

achats nets d'actifs en décembre 2018, en raison notamment de l'épuisement rapide du stock d'actifs sans risque rachetables. Elle a néanmoins annoncé la poursuite des réinvestissements des tombées pendant une longue période de temps, afin de prolonger l'effet de stocks du programme de rachats.

Enfin, le lancement d'un nouveau programme de prêts aux institutions financières (nouvelles TLTRO) ciblés à deux ans dès septembre 2019 est destiné à offrir une compensation aux banques commerciales, car celles-ci pâtissent des taux négatifs (-0,40% pour le taux de la facilité de dépôt) appliqués notamment aux 1900 Md€ de leurs réserves excédentaires (excès de liquidités) déposées à la banque centrale (soit une taxe d'environ 8 Md€ sur le secteur bancaire, concentrée sur les banques allemandes pour près de 2,5 Md€ et françaises pour près de 1,8 Md€ selon Lyxor AM). Cependant, ce type de refinancement (TLTRO) bénéficie surtout aux banques du Sud de la zone euro (Italie et Espagne), alors que les réserves excédentaires concernent les établissements du cœur de l'Europe (Allemagne et France).

Graphique 8. Taux d'intérêt en France



INERTIE A LA HAUSSE DES TAUX LONGS ?

De part et d'autre de l'Atlantique, les rendements nominaux des obligations d'Etat ne parviennent pas à se redresser autant que l'évolution du cycle l'imposerait en théorie, en raison de la répression financière exercée par les banques centrales et probablement du recul structurel des anticipations inflationnistes. Outre l'impact récurrent de politiques monétaires toujours ultra-accommodantes, de la mollesse de la croissance et de la faiblesse induite de l'inflation sous-jacente, d'autres explications sont aussi généralement avancées pour justifier cette pression à baisse sur les taux d'intérêt. Il s'agit de l'existence d'un excès mondial d'épargne, de l'entrée éventuelle des économies avancées dans une situation durable de stagnation séculaire, de l'aversion au risque ou encore de la pénurie d'actifs sans risque.

Malgré l'augmentation des déficits et des dettes publiques aux Etats-Unis et dans certains pays de la zone euro comme la France ou l'Italie, les taux longs se sont de

nouveau détendus dès le quatrième trimestre 2018 vers des niveaux anormalement bas et proches d'une situation non avérée de quasi déflation pour les pays cœurs de l'Europe. En début mai 2019, les taux à 10 ans sont notamment inférieurs à 2,6% outre-Atlantique, à 0,4% en France et quasi nuls en Allemagne. Ils semblent d'autant plus conserver une inertie à la hausse que pèse sur eux le changement récent et complet d'orientation stratégique de la Fed et de la BCE. En dépit du ralentissement économique, ils devraient cependant remonter légèrement à partir de ces niveaux extrêmement bas, en lien avec le rebond modéré de l'inflation puis le retour progressif vers des rythmes tendanciels – donc non récessifs - de croissance économique, à moins que des signes tangibles d'accélération salariale les poussent beaucoup plus haut.

Au-delà d'un risque probable de volatilité venant d'une contagion « partielle » avec les taux américains (début de correction de l'écart historique de rendements observé entre les Etats-Unis et l'Europe) et de l'augmentation éventuelle des « spreads » intra-européens, l'OAT 10 ans pourrait n'atteindre que 0,7% fin 2019, soit une moyenne

annuelle très faible de 0,55%, inférieure à celle de 2018. Toujours en moyenne annuelle, il atteindrait ensuite 0,9% en 2020, 1,1% en 2021, 1,3% en 2022 et 1,5% en 2023.

Après sa stabilisation autour de 1,14 dollar en 2019, l'euro s'apprécierait à nouveau tendanciuellement contre le dollar, pour dépasser progressivement sa parité en termes d'égalisation des coûts salariaux dans l'industrie (soit l'euro à 1,19 dollar). Le dollar retrouverait ainsi sa trajectoire de dépréciation en change effectif nominal, en raison de l'accroissement des déficits jumeaux aux Etats-Unis, du ralentissement de la conjoncture dans ce pays, de l'amointrissement des effets de rapatriements des résultats conservés à l'étranger des sociétés américaines, de la fin du durcissement monétaire de la Fed et de l'amorce de relèvement des taux directeurs de la BCE à partir du troisième trimestre 2020.

FRANCE : IMPACT PROVISOIRE DES MESURES MACRON ?

HAUSSE TEMPORAIRE DU POUVOIR D'ACHAT

La France ne peut pas échapper au ralentissement général de la demande mondiale et européenne ainsi qu'à l'accroissement des incertitudes qui pèsent sur la confiance des agents économiques en l'avenir. A contrario, elle devrait bénéficier à court terme de l'impact des mesures Macron en faveur de la hausse immédiate du pouvoir d'achat des ménages et du rôle d'amortisseur que joue traditionnellement le stabilisateur automatique en cas de fléchissement de l'activité et du commerce mondial. Cela est dû à l'importance de son secteur public et à sa plus faible exposition à l'industrie.

A moyen terme, cette amélioration provisoire du pouvoir d'achat des ménages, que le Gouvernement a encore renforcée à la sortie du Grand débat national pour répondre en partie à la crise des gilets jaunes, risque d'altérer le processus de maîtrise des finances publiques et de redressement de la compétitivité des entreprises, alors même qu'un tel processus est nécessaire au relèvement de la croissance potentielle. Le PIB progresserait ainsi de 1,3% en 2019, après 1,6% en 2018 (mais 2,3% en 2017), puis à 1% en 2020, avant un retour à la croissance potentielle autour de 1,3% l'an en 2021-2023. L'inflation resterait faible, en raison du ralentissement économique. Elle atteindrait 1,2% l'an en 2019, du fait du recul antérieur des prix du pétrole. Ensuite, elle remonterait légèrement vers 1,6% l'an en 2020 pour atteindre 1,7% en 2021 et 1,8% en 2022-2023, en lien notamment avec une revalorisation des revenus

du travail, le taux de chômage étant désormais proche de son niveau structurel.

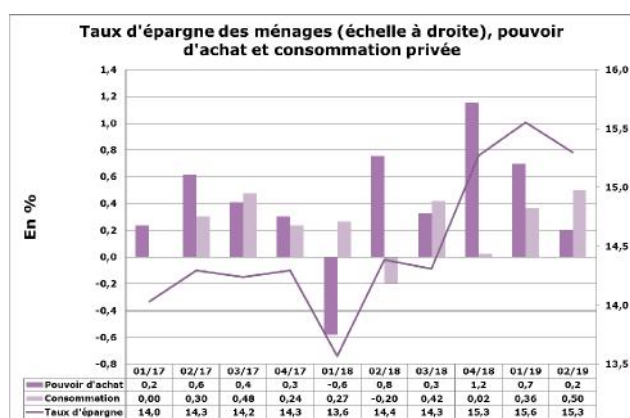
La croissance serait donc légèrement supérieure à celle de la zone euro en 2019. En effet, d'une part, l'économie jouirait paradoxalement du déficit français de compétitivité à l'exportation, face à l'atonie des échanges mondiaux et européens. Selon *Coe-Rexecode*, la part des exportations françaises de biens et services dans celles de la zone euro aurait diminué depuis 2000, passant de 17% à 12,9% en valeur en 2017, après 13,2% en 2016. Si cette part de marché était restée au niveau de 2000, le montant des exportations françaises serait accru de 210 Md€ en 2017 (soit 9,2% du PIB en valeur), le manque à gagner cumulé atteignant désormais 1700 Md€ depuis cette époque (pour un PIB nominal à environ 2293 Md€ en 2017). Selon le CNP (Conseil national de productivité, rapport d'avril 2019), la compétitivité hors-prix

expliquerait essentiellement le différentiel de performance de la France avec ses partenaires de la zone euro. Ainsi, malgré des impôts élevés à la production, les différences de coûts (compétitivité coût) entre la France et les pays européens se seraient stabilisées, dans la mesure où les coûts salariaux unitaires convergeraient dans la zone euro (sauf en Italie) depuis la crise financière.

D'autre part, la France profiterait temporairement de l'addiction à la relance keynésienne financée par la dérive de l'endettement public. Le pouvoir d'achat des ménages connaîtrait un accroissement marqué mais éphémère

d'au moins 2,2% en 2019, reflétant non seulement l'affaiblissement antérieur des prix du pétrole mais surtout l'impact des mesures Macron en faveur des gilets jaunes, avec un plan d'environ 10 Md€ (plus de 0,7% de revenus supplémentaires) centré sur les ménages ayant une forte propension à consommer. De nouvelles mesures pour un coût supplémentaire de près de 7 Md€ en 2020 ont été récemment ajoutées : une baisse de 5 Md€ de l'impôt sur le revenu (concentrée sur les classes moyennes, notamment les foyers fiscaux dont le taux marginal est de 14%) ; la réindexation des retraites inférieures à 2000 € avec un coût estimé de 1,5 Md€ ; la hausse à 1000 € du minimum contributif ; le versement automatique des pensions alimentaires... Tout ceci devrait induire une progression de la consommation privée supérieure à celle du PIB, donc soutenir en retour la croissance française.

Graphique 9. Taux d'épargne en France



Cependant, comme semble le montrer l'impact observé au premier trimestre 2019 sur les dépenses des ménages (*progression de seulement 0,36% sur un trimestre : cf. graphique 9*), l'effet multiplicateur de ce « choc de pouvoir d'achat » devrait être plus faible qu'auparavant, en raison du contexte général de ralentissement de l'économie européenne et, concernant l'économie domestique, de plusieurs modalités de fuites prévisibles :

- Une consommation représentant moins de 55% du PIB en volume, alors que d'autres postes de demande, tel l'investissement productif, apparaissent fragilisés ;
- Des besoins supplémentaires peu satisfaits par une offre domestique saturée faisant face à des goulots d'étranglement en matière de personnel qualifié, avec un défaut récurrent d'appariement des offres et demandes de qualifications, d'où une fuite à l'importation vers des produits étrangers, notamment chinois ;
- Une tendance à la remontée du taux d'épargne à plus de 15% dans un contexte où le degré d'incertitude quant aux perspectives futures (stabilité sociale, baisse

seulement marginale du chômage...) resterait proche de celui qui prévalait pendant la crise financière et limiterait la part des ressources nouvelles des ménages s'orientant vers la consommation.

Dès lors, le rebond mécanique de la consommation privée, issu de la hausse du pouvoir d'achat, serait insuffisant pour porter la croissance au-delà de 1,3% en 2019 et de 1% en 2020. De plus, le taux de chômage resterait élevé, malgré l'enrichissement de la croissance en emplois depuis 2015. Il ne diminuerait qu'à la marge, n'apportant ainsi qu'un soutien limité à un véritable accroissement des salaires.

UN INVESTISSEMENT PRODUCTIF RESILIENT ?

De même, l'investissement productif ne serait que résilient, sans dynamique excessive, bien que les entreprises soient toujours confrontées à d'importantes difficultés d'offre et à un amortissement du stock de capital plus rapide que par le passé, malgré le tassement de l'activité. Il serait pourtant favorisé en 2019 par un effet temporaire de trésorerie d'environ 20 Md€ - résultant de la transformation du Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) en baisse pérenne de charges - et par des conditions de financement attrayantes. Il pâtirait dès 2020 de la réduction du taux de marge des entreprises, celui-ci subissant le contrecoup mécanique de son amélioration éphémère (liée à la prise en compte simultanée du CICE et du nouvel allègement de cotisation au titre de 2018) et l'impact progressif de la revalorisation de la rémunération du travail.

Enfin, après d'importantes livraisons aéronautiques et navales fin 2018, la contribution du commerce extérieur à la croissance redeviendrait négative en 2019-2020, du fait d'un contexte économique international globalement en ralentissement, des fuites à l'importation nées des mesures Macron, puis de la hausse progressive de l'euro.

A moyen terme, les contraintes d'offre, singulièrement en matière d'emplois qualifiés, et la modération de l'investissement productif limiteraient ainsi la capacité d'accélération de l'économie, en dépit de l'impact positif des réformes du marché du travail et de la fiscalité du capital. Cette phase baissière du cycle se déroulerait encore dans un climat politique et social tendu. Ceci devrait gêner le renforcement des réformes structurelles cherchant à assainir les finances publiques et à restaurer la compétitivité à l'exportation du tissu économique. Le déficit budgétaire devrait de nouveau franchir nettement la barre des 3% en 2019.

TABLEAUX SYNTHETIQUES DES PREVISIONS

Contexte économique et financier du scénario tendanciel en 2019/2023

En %	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB USA	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	1,3	1,5	2,0	2,0
Chômage USA	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,5	3,7	4,0	4,0	4,0
Inflation USA (moy.)	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4
PIB zone euro à 19 pays	-0,2	1,6	2,3	1,9	2,5	1,8	1,0	1,0	1,3	1,3	1,3
Chômage zone euro	12,0	11,6	10,9	10,0	9,1	8,2	7,8	7,8	7,5	7,4	7,4
Inflation zone euro (moy.)	1,3	0,3	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	1,7	1,6	1,7	1,7
Change euro/...dollars	1,33	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,14	1,16	1,18	1,20	1,20
Pétrole (\$ Brent)	108,9	99,3	53,0	45,1	52,7	71,7	68,4	70,0	65,0	65,0	65,0

CAC40 (31/12)	4 296	4 273	4 637	4 862	5 313	4 731	5 200	5 250	5 300	5 450	5 650
Taux directeur Fed	0,25	0,25	0,27	0,52	1,12	2,0	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Taux à 3 mois USA	0,27	0,23	0,32	0,74	1,26	2,3	2,72	2,90	2,85	2,80	2,80
Taux à 10 ans USA	2,33	2,53	2,13	1,84	2,33	2,9	2,69	3,00	3,10	3,20	3,30
Taux directeur BCE	0,50	0,13	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,10	0,25	0,50
Taux à 3 mois France	0,22	0,21	-0,02	-0,26	-0,33	-0,32	-0,30	-0,22	0,00	0,25	0,50
Taux à 10 ans France	2,20	1,67	0,84	0,47	0,81	0,78	0,55	0,89	1,10	1,30	1,50

Contexte économique de la France en 2019/2023

En %	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB	0,6	1,0	1,0	1,1	2,3	1,6	1,3	1,0	1,2	1,3	1,3
Conso. Mén	0,6	0,8	1,4	2,0	1,1	0,8	1,3	1,4	1,2	1,2	1,2
Invest. (snf+ei)	0,2	1,8	3,0	3,2	4,4	3,9	3,0 -	1,3	1,4	2,2	2,4
Invest. Mén	-0,5	-3,0	-1,5	2,8	5,6	1,8	0,7	0,1	1,2	1,6	1,6
Export	2,1	3,4	4,4	1,5	4,7	3,3	3,2	3,0	3,5	3,6	3,6
Import	2,5	4,9	5,7	3,1	4,1	1,2	3,4 -	3,6 -	3,5 -	3,5	3,4
Solde extérieur (*)	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,1	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0
Var. stocks (*)	0,2	0,7	0,2	-0,4	0,2	-0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0
Taux de Chômage (moyen)	9,9	9,9	10,0	9,7	9,1	8,7	8,5	8,5	8,4	8,1	8,0
RDB Mén (pouvoir d'achat)	-1,2	1,2	0,9	1,8	1,4	1,0	2,2	1,2	1,0	1,2	1,2
Taux d'épargne	14,2	14,6	14,1	14,0	14,2	14,4	15,2	15,0	14,8	14,8	14,8
Solde budg. (% PIB)	-4,0	-3,9	-3,6	-3,5	-2,7	-2,6	-3,5	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4
Inflation (glist. An)	0,7	0,1	0,2	0,6	1,1	1,6	1,7	1,3	1,8	1,8	1,8
Inflation (moy. An)	0,9	0,5	0,0	0,2	1,0	1,9	1,2	1,6	1,7	1,8	1,8

(*) Contribution en point de PIB

Source : INSEE, Datastream, prévisions Etudes & Prospective, EB