

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME D'AVRIL 2019

Participants au débat :

Sébastien Jean : *Directeur du CEPII*

Philippe Waechter : *Chef économiste – Ostrum Asset Management*

Christophe Blot, Éric Heyer, Xavier Ragot, Xavier Timbeau : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : Nous commençons par la conjoncture internationale. Je vous soumetts quelques questions qui servent à mettre nos propres analyses en perspective, selon vous : pensez-vous que la guerre commerciale va se poursuivre ? L'aplatissement de la courbe des taux suggère-t-il un risque de récession aux États-Unis ? Le risque de crise financière est-il plus important aujourd'hui ? Jusqu'où ira le ralentissement de l'économie chinoise ?

Sébastien Jean : Avant de répondre à ces questions, il est utile de se demander quelles sont les principales sources d'incertitudes dans l'économie mondiale. Bien sûr la guerre commerciale en fait partie, mais plus largement, les États-Unis sont aujourd'hui une source d'incertitude importante : d'une part on peut craindre une décélération de la croissance et d'autre part ce retournement potentiel peut être très brutal étant donné le peu de marge dont disposent les politiques économiques pour limiter ses effets ; le tout est renforcé par le caractère délibérément imprévisible des décisions du président. Le Brexit est une autre incertitude, sans doute moins grande à l'échelle mondiale, mais majeure dans le cadre européen. Il faut y ajouter les questions qui se posent autour de la soutenabilité de la trajectoire économique italienne, dans un contexte où la tension politique ne fait que renforcer les questionnements sur la capacité de l'économie à retrouver la croissance tout en maîtrisant son endettement et en conservant la

confiance des marchés. Il faut citer, enfin, le ralentissement de l'économie chinoise, même s'il semble bien maîtrisé, ainsi que les questions géopolitiques autour de l'Iran.

L'épisode récent des relations sino-américaines montre l'escalade des tensions. Il y a encore deux semaines, les négociations progressaient bien selon les Américains. Il semble que les Chinois aient significativement modifié leur position de négociation, notamment parce qu'ils ont sous-estimé la santé de l'économie américaine (et, partant, leur propension à prendre le risque d'un échec de la négociation) et qu'ils ont considéré que leurs demandes étaient politiquement inacceptables. La volte-face récente de Trump est aussi très significative de par le fait que personne ne l'a critiquée aux États-Unis, ce qui montre qu'elle est pour Trump une stratégie payante. Même les milieux d'affaires expriment aujourd'hui largement une grande défiance vis-à-vis de la Chine, et pour beaucoup d'entre eux soutiennent une attitude de confrontation. Le risque est de provoquer un krach boursier ou des répercussions économiques graves qui lui seront reprochées. Même si les deux pays parviennent à un accord comme vous le prévoyez dans votre prévision, l'incertitude persistera ; non seulement Trump ne retire pas nécessairement toutes les barrières douanières qu'il a posées mais il continue sans cesse à menacer.

L'autre sujet majeur de tension commerciale est le secteur automobile. Dans ce cas, je ne serais pas nécessairement aussi confiant que vous dans le fait que ce conflit va s'apaiser, et que les Américains ne donneront pas suite à l'enquête en cours. Un délai de six mois est certes accordé, mais je ne vois pas sur quelles bases un accord pourrait être trouvé, et je pense que la tentation sera grande, côté américain, de s'en servir pour imposer des sanctions unilatérales.

Xavier Ragot : Si jamais Trump décide de poursuivre son effort de relocalisation de la production sur le sol américain, quel sera l'impact sur le commerce automobile mondial ?

Sébastien Jean : Les importations américaines d'automobiles et de pièces représentent 360 milliards de dollars, un chiffre énorme, dans lequel les sanctions éventuelles concerneraient principalement les importations en provenance d'Europe (60 milliards dont 25 milliards rien que pour l'Allemagne, pour la France il s'agit surtout de ventes de nos équipementiers) et du Japon. Si Trump impose 25 % de droits de douane, c'est un marché très concurrentiel qui sera encore plus impacté. Les constructeurs allemands s'en alarment depuis quelques

mois. Mais avec Trump, comme toute contradiction est possible, il est difficile de faire des projections.

Philippe Waechter : Je voudrais faire une remarque préliminaire. Je trouve l'ensemble de votre prévision très optimiste. Il n'y a pas de choc persistant et finalement tous les éléments convergent vers une situation perçue comme plus normale. La guerre commerciale ne serait qu'un épisode qui, comme en 2016, n'est pas grave et ne laisse pas de traces durables ; le Brexit se passerait plutôt bien et même les banques centrales finiront par remonter leurs taux, signal de retour, enfin, à la normalité.

Je vous trouve hyper optimistes. Sur la guerre commerciale, je crois davantage à un choc persistant. D'ailleurs, à l'instant (le 13 mai), la Chine vient de déclarer des représailles sur 200 milliards d'importations américaines en Chine. Je ne vois pas du tout d'accord entre les Chinois et les Américains.

Christophe Blot : Auriez-vous tenu le même discours avant les tweets de Trump ? En effet, au début du mois de mars, Donald Trump indiquait que les négociations étaient en bonne voie.

Philippe Waechter : Oui et je l'ai écrit sur mon blog le 21 février. La vraie problématique porte sur la technologie et cela se traduit par l'attitude des Américains vis-à-vis de Huawei, de China Mobile, ou encore des pressions faites sur les États européens pour qu'ils n'adoptent pas les infrastructures Huawei (Allemagne, le 11 mars article du *WSJ*). La vraie question porte sur le leadership technologique et sur le pays qui détiendra l'avantage spécifique de définir la norme technologique. Cela conditionnera le développement des innovations associées à la 5G et donnera un avantage à celui qui définira la norme tant sur les produits connectés que la voiture autonome. Les Américains ne lâchent pas l'affaire et les Chinois ne veulent pas faire machine arrière. C'est ce bras de fer qui rend la situation complexe avec des effets persistants et probablement négatifs sur l'activité car cela entretient de l'incertitude.

Les 25 % sur l'automobile, c'est très inquiétant car il n'y a pas d'entente avec l'Europe, les Américains s'opposent aux Chinois et aux Européens en même temps. La dynamique commune avec l'Europe qui, auparavant, était assez cohérente est rompue et devient hétérogène. Les comportements apparaissent moins coopératifs et cela engendre de l'incertitude et un risque sur l'activité économique. En s'opposant aux Chinois et aux Européens en même temps, l'administration américaine joue un jeu complexe, davantage basé sur le rapport

de force systématique que sur la coordination. (Depuis l'administration US a reporté la fin d'une taxe sur l'automobile européenne mais sans l'annuler).

Sur la question des taux d'intérêt, la question générique est celle de savoir quand l'activité va accélérer durablement et quand des tensions inflationnistes y seront associées. Pour l'instant, l'économie globale n'est pas dans ce scénario et c'est pour cela que les taux resteront durablement bas. Les banques centrales et la BCE ne connaissent pas plus que les autres le moment d'un tel scénario. Elles s'inquiètent de l'allure de la croissance dans les prochains mois et aucune d'entre elles ne prévoit de remontée de taux, ni la BCE, ni la Fed et je ne parle même pas de la Banque d'Angleterre ou de celle du Japon. Sur les marchés, ces anticipations se traduisent par un effondrement des taux longs et une inversion de la courbe des taux US qui est toujours annonciatrice d'un net ralentissement de l'activité.

Ces perspectives très médiocres expliquent pourquoi aux États-Unis par exemple l'investissement a été très médiocre en dépit de la baisse d'impôts. Les entreprises ont préféré racheter leurs actions plutôt que d'investir ; les entreprises ne jouent pas le même jeu que Trump qui souhaite relocaliser. Donc on peut penser que le point haut du cycle américain est le 3,6 % de chômage du mois d'avril.

Éric Heyer : Oui mais on n'imagine pas à ce jour une récession. Nous nous indiquons quand même un ralentissement au-dessous du potentiel signifiant une hausse du chômage à l'horizon de notre prévision.

Philippe Waechter : L'activité pourrait ralentir beaucoup plus vite qu'on imagine à l'horizon 2020 si on ajoute les conditions fiscales qui vont être pénalisantes pour les ménages en 2019. Par ailleurs on s'aperçoit que les capacités d'adaptation du secteur privé ne sont pas aussi performantes qu'on imaginait. Remarquez que le taux d'endettement des entreprises est revenu au niveau de 2007 au risque de rigidifier la capacité d'ajustement de celles-ci en cas de choc externe.

Sébastien Jean : On a le sentiment que l'année prochaine les relances budgétaires arriveront à leur terme et qu'un ralentissement très fort potentiellement peut arriver. Beaucoup de raisons font redouter un vrai retournement. Comment réagirait Trump dans ce contexte en cette prochaine année d'élection ? Justement dans vos prévisions on voit une impulsion budgétaire négative très forte aux États-Unis.

Philippe Waechter : La réaction de Trump pourrait être de se crisper vis-à-vis de l'extérieur. Il va reporter la faute sur les autres, ce qu'il a fait en 2016, réaction qui l'a fait gagner. Ma prévision pour les États-Unis est au-dessous de 1, entre 0,5 et 1 % de croissance, ce qui n'est pas dramatique mais accuse l'essoufflement par manque de ressources.

Xavier Ragot : Sur l'éventualité d'une crise financière, comment voyez-vous les choses à court et moyen terme ?

Philippe Waechter : Cela fait dix ans qu'une crise financière terrible est annoncée ! On l'attend. Après un choc financier on attend toujours des répliques. Celui de 2008 était particulièrement brutal et très régulièrement on nous annonce la crise ultime. On ne l'a pas vu depuis 10 ans mais de telles annonces remportent toujours un certain succès.

Il y a deux aspects à une crise financière, le premier c'est une dévalorisation boursière. Sur ce point, le marché américain est très cher principalement parce que les entreprises rachètent leurs propres actions. Un ajustement, à l'exception de celui de 1929, n'a généralement pas d'impact macroéconomique fort. L'interrogation porte davantage sur l'endettement des entreprises, notamment les *leveraged loans* pour lesquels on constate des conditions moins contraignantes que par le passé. Cela est préoccupant compte tenu du niveau de l'endettement global des entreprises et du manque de souplesse que cela engendre pour s'ajuster en cas de choc. Le *repackaging* de ces prêts sous forme de CLO n'a rien à voir avec les *subprime*. Il faut cependant être attentif à tous les niveaux pour éviter les risques excessifs.

Du côté des ménages, rien d'alarmant, un taux de défaut des emprunts sur l'automobile un peu plus important mais rien de grave, rien à voir avec emprunts immobiliers de 2007. Sur l'occurrence d'une crise financière, ne doutons pas qu'il y en aura encore, il y a une certaine régularité à celle-ci.

Sur l'économie chinoise, c'est un peu la France des années 1970, on passe de l'industrie aux services ; en France on est passé de 6 à 2 % de croissance, en Chine on peut penser être en-dessous de 5 % d'ici 2025. Cela n'empêche que de vraies questions sont posées en Chine : les autorités chinoises sont très réactives parce que la dette des entreprises est très élevée, parce que le *shadow banking* se développe trop rapidement et la banque centrale souhaite éviter les ruptures et les excès. C'est pour cela que PBoC est très active et ajuste sa stratégie monétaire en permanence. Le risque aussi est le retour du politique notamment

après l'intervention de Xi Jinping, en décembre dernier, lors des 40 ans des mesures de libéralisation de l'économie prises par Deng Xiaoping. En redonnant du poids aux entreprises publiques, cela pourrait être une source d'inquiétude pour les entreprises privées.

Sébastien Jean : La transition chinoise est lente, la consommation ne prend que très progressivement le relais de l'investissement, notamment. Et lorsque que l'État veut relancer la croissance, il le fait davantage par l'investissement. Par ailleurs, dans la comparaison avec la France, le bémol est le taux d'urbanisation qui est encore inférieur à 60 % en Chine, alors qu'il pourrait bien atteindre 75 à 80 % à terme. L'urbanisation est un facteur considérable dans la structure de l'économie chinoise et ses facteurs de croissance.

L'autre dimension qui caractérise la Chine, ce sont les injonctions contradictoires à la stabilité financière et à la stabilité sociale. Le premier objectif impose de limiter la croissance du crédit et de mettre de l'ordre dans le système financier, ce qui a été largement amorcé, en particulier depuis 2015. La seconde nécessite de soutenir la croissance, dont le crédit est l'un des principaux moteurs. Une chose est claire : lorsque les deux entrent en conflit, la priorité est donnée à la stabilité politique, qui passe par la stabilité sociale, c'est-à-dire le maintien d'un niveau d'emploi suffisant. Entre le ralentissement ces dernières années et les risques américains, l'État chinois a réagi en baissant la fiscalité sur les ménages, en mettant en œuvre des relances budgétaires et en assouplissant la politique monétaire, ce qui a d'ores et déjà porté ses fruits en termes de croissance.

Éric Heyer : Un ralentissement de l'activité en dessous de 6,0 % en Chine permet-il d'éviter une crise sociale ?

Sébastien Jean : Tout dépend de la nature de la croissance, si elle se fait par un différentiel d'emplois de services rémunérés à un niveau moindre que celui de l'industrie, alors la transformation structurelle n'induit qu'une croissance modérée. Pour les décennies à venir, la réforme structurelle de la Chine devra notamment répondre au besoin énorme du développement des services de santé et d'accompagnement des personnes âgées.

Philippe Waechter : il y a un vrai problème culturel, les entreprises françaises qui ont essayé de prendre en charge justement les soins aux personnes âgées ont échoué parce que culturellement elles ne s'adaptaient pas.

Sébastien Jean : Par ailleurs je ne suis pas aussi pessimiste sur l'impossibilité d'accord car les Chinois en ont besoin. Si on arrivait au conflit, il y aura une crise de surproduction car l'Europe se protégera aussi et des secteurs entiers se retrouveront en surproduction massive. Bien sûr jamais les Chinois ne se laisseront humilier, mais si un accord leur permet de sauver la face, ils l'accepteront.

EUROPE

Xavier Ragot : Sur l'Europe, nous avons quelques questions précises à vous soumettre : Le pari italien peut-il réussir ? La croissance allemande est-elle à bout de souffle ? La croissance espagnole va-t-elle se poursuivre sur le même rythme ? La BCE est-elle condamnée à pratiquer des taux bas ? Et enfin, le risque de « no deal » est-il écarté au Royaume-Uni ?

Sébastien Jean : Sur la situation macroéconomique en Europe, vous ne parlez pas du marché immobilier pourtant la question se pose, en particulier au Royaume-Uni où le Brexit pourrait baisser les anticipations. Autre incertitude, l'Italie pour laquelle les discussions récentes ont parfois donné l'impression que certains responsables européens considèrent qu'une restructuration de la dette italienne devrait être un préalable à tout plan d'aide, alors qu'il n'est pas du tout évident à mon sens que la zone euro pourrait résister à une telle restructuration. Sur la conjoncture de la zone euro, on observe que l'Allemagne a connu un problème ponctuel marqué dans l'automobile, après lequel on peut attendre une amélioration, je suis moins pessimiste que vos prévisions.

Philippe Waechter : Sur l'Europe et la zone euro en particulier, l'Italie est un vrai risque. Chaque investisseur raisonne cependant en pensant que la BCE sera toujours là en dernier ressort. Le risque politique y est élevé. La Ligue est très haut dans les sondages et les élections européennes vont montrer s'il y a basculement : exclusion du parti 5 étoiles, en dessous du parti démocrate dans les sondages, et on peut imaginer un rapprochement de la Ligue et de Forza Italia par exemple.

Une grande question européenne est de savoir comment faire pour ne pas être tous entraînés avec la déprime de l'Italie. On a tout fait pour que les l'Italie aille mieux, les prêts à taux zéro, on a créé le Plan Juncker, ... et pourtant ils n'ont pas réformé. Le danger est le suivant : quelles que soient les aides, les Italiens ne font rien qui permettrait une

résolution endogène de leur situation en cas de choc. Le risque est d'entraîner les Européens avec elle. Il y a en plus un risque d'une sorte de délitement de l'Europe si chaque pays applique les règles européennes que lorsqu'elles conviennent, comme Salvini le fait. Cette attitude observée aussi dans d'autres pays (Hongrie, Roumanie, Pologne, ...) crée de l'hétérogénéité et provoque forcément des interrogations sur l'Europe qui apparaît ainsi moins coopérative.

Par ailleurs, sur les taux d'intérêt, tout le monde dit depuis des années qu'ils vont remonter, or rien ne se passe, qui peut donner une prévision sur la remontée des taux ? Les taux allemands à 10 ans ont rarement été aussi bas, -0,06 %.

Xavier Timbeau : Cela ne peut pas durer éternellement, on ne peut pas rester perpétuellement à des taux à zéro, il y aura nécessairement un taux d'équilibre ; le taux de croissance nominal est très supérieur au taux d'intérêt, au bout d'un moment cela va poser problème sauf violation de la règle d'or.

Xavier Ragot : Sauf que la violation de la règle d'or devrait se traduire par un sur-investissement massif et une sur-accumulation du capital, ce qui n'est pas le cas.

Xavier Timbeau : Quel raisonnement permet de dire que les taux vont rester bas pendant dix ans encore ? Même si l'inflation reste basse, au bout d'un moment les taux, en nominal, vont passer au-dessus de 0,3.

Philippe Waechter : Sur la question du Brexit, j'imagine que le 31 octobre les Britanniques vont demander un délai supplémentaire. On ne voit toujours pas les éléments d'un accord interne. L'hétérogénéité au sein du corps social et aussi à l'échelle politique est telle que j'imagine mal un accord sur quoi que ce soit. Il y a une guerre d'usure entre les Britanniques et l'Union européenne. Les Britanniques paient un prix élevé pour le Brexit mais l'on voit la position européenne s'altérer. Au sommet du 10 avril, un désaccord sur le délai accordé aux Royaume-Uni est devenu public. En d'autres termes, le Brexit qui dure, coûte et provoque des comportements moins homogènes des deux côtés de la Manche. C'est cette comparaison qui va être intéressante. Les Européens, de guerre lasse, reviendront-ils sur le meilleur accord qu'ils avaient présenté à Theresa May ?

Sébastien Jean : En effet on ne voit pas bien les termes d'un accord se profiler, même si une solution à la norvégienne adaptée semblait

proche. La question du délai va se reposer mais dans ce petit jeu, le coût d'un « no deal » va diminuer au fur et à mesure qu'on s'y prépare alors que le coût d'un report va augmenter parce qu'il serait déstructurant pour l'Europe. Cette logique rendra un « no deal » plus probable à mesure que le temps s'écoulera.

FRANCE

Xavier Rago : En France, pourquoi ne voit-on pas d'accélération des salaires malgré les difficultés de recrutement ? D'après vous, où se situe le niveau du taux de chômage structurel ? La baisse de l'investissement des ménages va-t-elle durer ? La politique fiscale de soutien au pouvoir d'achat vous paraît-elle efficace ? Comment expliquer le haut niveau d'investissement en France et la faiblesse des gains de parts de marché ? Le gouvernement peut-il atteindre l'objectif de 7 % de chômage à la fin du quinquennat ? et enfin la dette publique présente-t-elle un risque à moyen terme ?

Philippe Waechter : La dette publique ne présente guère de risque, elle n'a pas beaucoup d'importance. Si elle inquiétait, les taux d'intérêt longs ne seraient pas aussi bas.

Sur la question récurrente du chômage structurel, le taux de chômage moyen en France métropolitaine est de 8,8 % depuis 1987 et le point bas est à 7 % en 2007. Une première étape serait de réussir à maintenir le taux de chômage durablement à ce taux de 7 %. Cela passera par l'augmentation de l'emploi, ce qui sera plus efficace que d'augmenter le temps de travail, *via* les heures supplémentaires, de ceux qui ont déjà un emploi.

À court terme, la politique économique appliquée par le gouvernement qui consiste à doper la demande interne, *via* les mesures sur le pouvoir d'achat, pour compenser un choc extérieur associé à la contraction du commerce mondial est une bonne idée.

Sébastien Jean : Sur la France, je n'avais pas réalisé ce que vous montrez dans vos chiffres sur le décrochage de la consommation dû à la grise des Gilets jaunes, c'est spectaculaire. On peut penser que ce choc sera temporaire et qu'un rattrapage aura lieu. Autre argument, les mesures annoncées pour relancer le pouvoir d'achat sont progressives et vont favoriser les ménages qui sont susceptibles de dépenser plutôt que d'épargner.

Sur les parts de marché, la compétitivité française sur le long terme ne s'est pas améliorée depuis 2011 et les prévisions d'amélioration sont très limitées. La modération salariale en France par rapport à l'Allemagne ne représente pas grand-chose par rapport à la grande dégradation précédente ; les bas salaires interviennent peu dans la fabrication des produits exportés et de plus on n'a pas vu de relance de la demande dans les pays voisins. Il n'y avait donc pas les fondamentaux pour un vrai redressement. Par ailleurs on a fait davantage le choix d'une présence à l'étranger que d'exporter. Nous sommes à 0,6 point de déficit courant aujourd'hui. Avec 50 milliards d'euros de revenus des investissements en France par an en net, il faut aussi reconnaître que l'équilibre de la balance commerciale n'est plus aujourd'hui l'équilibre macroéconomique de la France.

Xavier Ragot : On a quand même la balance commerciale la plus négative d'Europe. Comment expliquez-vous cela ?

Sébastien Jean : C'est davantage le problème de l'ajustement de la zone euro que de la France. D'où la question : l'excédent de 3% de balance courante en zone euro sera-t-il résolu par une politique spécifique de relance de l'Allemagne et des Pays-Bas ou cela passera-t-il par le taux de change ? Au total on subit davantage les effets de la désindustrialisation que du déficit commercial. Désindustrialisation qui est très problématique socialement en termes d'aménagement du territoire.

Xavier Timbeau : la question est de connaître la sensibilité de cette situation au taux de change. Sommes-nous plus ou moins exposés ?

Sébastien Jean : On entend souvent dire que puisque l'Allemagne est spécialisée dans le haut de gamme, elle est moins sensible aux prix que la France ; à ma connaissance, aucune étude sérieuse n'a validé ce postulat, l'élasticité-prix du commerce extérieur est comparable en France et en Allemagne. La médiocre conjoncture industrielle actuelle résulte des choix industriels de délocaliser à partir de 2000, dont Renault a été pionnier. Et les conséquences sociales sur le territoire sont désastreuses.

Philippe Waechter : Sur ce point je rappelle que le Japon a été exemplaire, il a investi dans beaucoup de pays, ce qui lui a permis une stabilisation de sa propre macroéconomie. Les revenus venus de l'extérieur servent à stabiliser la situation interne lorsque c'est nécessaire. Les Japonais réduisent ainsi le risque sur leur propre activité en cas de situation conjoncturelle plus précaire. C'est assez judicieux. Les Français ont

fait un choix qui va dans ce sens avec pas mal d'investissements à l'extérieur. Cela se traduira par un compte courant équilibré en 2020, via les revenus de ces investissements. Il y aura un effet stabilisant. Alors que les Allemands qui fonctionnent avec une industrie interne forte mais qui exportent beaucoup sont très affectés quand la demande externe diminue.

Sébastien Jean : C'est vrai, mais cela pose de graves problèmes sociaux et territoriaux. L'ajustement à la perte de substance industrielle se fait souvent très difficilement et les difficultés peuvent parfois s'aggraver au cours du temps, en particulier dans des zones peu denses et peu attractives, du fait des effets d'agglomération ■

