

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 27 OCTOBRE 2015

Participants au débat :

Olivier Passet : *Directeur des synthèses chez Xerfi*

Jean-Pierre Petit : *Président des Cahiers Verts de l'économie*

Danielle Schweisguth : *Société Générale*

Éric Heyer, Xavier Ragot, Christine Riffart,

Xavier Timbeau : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : Notre débat sera structuré en trois parties. Nous attendons vos commentaires sur les prévisions OFCE concernant l'économie mondiale, la zone euro et la France. Sur l'économie mondiale, nous vous proposons cinq questions : la baisse du pétrole sera-t-elle durable ? Le ralentissement de l'économie chinoise constitue-t-il une menace sérieuse pour les pays émergents et les pays développés ? Y a-t-il un risque de bulle financière ? Quel sera le rythme de normalisation de la politique monétaire américaine ? Pourquoi les anticipations d'inflation à long terme baissent-elles à nouveau ? Retenons d'abord deux volets : pétrole/Chine et finance/politique monétaire.

Jean-Pierre Petit : Les deux premiers thèmes sont liés : la baisse du prix du pétrole et des matières premières est très conditionnée à ce qui se passe en République populaire de Chine. De notre côté (Les Cahiers Verts de l'Économie) nous avons toujours bien identifié les déséquilibres macro-financiers internes à la Chine comme étant la source principale de risque sur ce cycle d'expansion mondiale qui a démarré à l'été 2009. Nous avons émis de grosses réserves sur le potentiel chinois des prochaines années pour

plusieurs raisons : le surinvestissement, le pic d'investissement (taux d'investissement sur PIB de plus de 44 %) ayant déjà conduit à une baisse très forte de la rentabilité du capital, donc de la croissance réelle (à l'instar des pics de taux d'investissement connus au Japon en 1973 et en Corée en 1991). Ensuite la bulle de dette : après Lehmann Brothers, la Chine a tout « lâché » en matière de politique monétaire et budgétaire ; elle a libéré les quotas de crédit sur les banques publiques, elle a baissé considérablement les taux d'intérêt et réserves obligatoires. On a aussi assisté en 2008-2010 à la plus importante relance budgétaire depuis l'après-guerre. Tout cela a débouché sur une explosion du ratio de dette globale (publique et privée) sur PIB, qui est passé de 140 % en 2008 à 225 % aujourd'hui ; la Chine a largement dépassé aujourd'hui le seuil critique de risque élevé de crise financière de la BRI et de façon très significative depuis 2013. Troisièmement, la République populaire de Chine a deux dégonflements de bulles à gérer : une bulle immobilière, une sur-construction dans les grandes villes et particulièrement sur les régions côtières et une bulle boursière, la grosse erreur publique de 2015. Un dégonflement de bulle actions qui n'a pu être enrayerée en dépit des toutes les mesures prises. Aujourd'hui, il n'y a pas encore de signe de *hard landing*, mais bien que de nombreuses mesures aient été prises pour maintenir une croissance autour de 6,5 %, cette thématique restera le risque principal de l'économie mondiale.

Ce qui est frappant pour 2015 est que le gouvernement chinois a perdu en partie la confiance qu'on portait en lui. D'abord parce qu'il a perdu en partie la main sur le cycle car l'économie chinoise est devenue plus complexe et plus internationalisée. Ses erreurs de communication, le caractère souvent contradictoire entre les objectifs de court et moyen terme, les doutes récurrents sur la fiabilité des chiffres chinois ont fait le reste. Il est aussi probable qu'il ait perdu une partie de la confiance des ménages du fait de sa mauvaise gestion de la crise boursière. Il a aussi sans doute perdu celle des investisseurs internationaux. Pour preuve, toutes les sorties nettes de capitaux des grandes entreprises internationales implantées en Chine. Pour la première fois depuis 37 ans, la Chine est devenue une « partie du problème ». La Chine représente 15 % du PIB mondial, 38 % du PIB émergent (en dollars) et influence, notamment par le biais du commerce des pays asiatiques et le prix

des matières premières tous les pays émergents. Pratiquement tout le continent latino-américain, une grande partie du Moyen-Orient, plus de la moitié de l'Afrique, la Russie, ... Au total, comparativement au *Consensus forecast* et à vos prévisions, je reste beaucoup plus réservé sur le potentiel de l'économie mondiale.

Olivier Passet : Le diagnostic de l'OFCE est très complet, conjuguant tous les effets que l'on peut attendre d'un ralentissement chinois (et plus généralement des grands BRICS), sur la croissance des pays avancés. Les différents canaux de transmission du ralentissement des émergents sont bien pris en compte : les effets commerciaux (négatifs), les effets prix (positifs) et effets financiers (positifs si on se limite à l'impact sur les taux d'intérêt). Ce dernier canal est néanmoins celui qui comporte la plus forte incertitude. Peut-être sous-estimons-nous les effets de richesse induits par le repli du capital sur les pays avancés. Peut-être, a contrario, sous-estime-t-on les désordres financiers induits par un éventuel *hard landing* chinois. Car il est vrai, que lorsque l'on prend en compte tous les éléments de diagnostic que vient de rappeler Jean-Pierre Petit, il est très difficile de ne pas envisager un *hard landing*. Tous les éléments paraissent réunis lorsque l'on applique nos grilles d'analyse usuelles.

À cela près que l'on ne dispose pas des chiffres exacts pour l'économie chinoise : on ne connaît notamment ni le taux de croissance actuel, ni le degré de ralentissement. La simulation économétrique de l'OFCE est de ce fait très bienvenue. On peut en effet se demander s'il n'y a pas déjà une catastrophe camouflée, qui mord dès à présent de manière significative sur nos performances. Vous avez eu raison à l'OFCE d'évoquer deux scénarios : une crise de *post-bulle* de crédit (et dans ce cas on peut craindre le *hard landing*) ; mais vous évoquez aussi la possibilité d'une transition. Ce deuxième scénario n'évite pas un ralentissement de la croissance chinoise. Mais il serait de moindre ampleur et il serait fondamentalement moins déstabilisant pour le reste du monde. Le risque est en effet de plaquer nos analyses sur un pays très loin de nos frontières. Si l'on regarde par exemple avec nos propres références le taux d'investissement chinois, il semble hallucinant alors que relativement aux dimensions de la Chine il ne l'est pas tant que cela : il témoigne du fait que la Chine côtière (développée) cherche à investir la Chine intérieure. De même pour le taux d'endettement. Il est donc bien difficile de savoir si la Chine est en

crise de suraccumulation/surendettement ou si elle est en train de changer de modèle. Mais même si l'on évoque la possibilité d'une transition structurelle dans un pays en rattrapage, les incidents de parcours sont nombreux on le sait.

Au regard des chiffres, la seule chose qui paraît certaine, c'est que les performances de croissance ont considérablement ralenti en Chine. Pour notre part à Xerfi, nous analysons d'abord la crise des émergents comme une étape supplémentaire de la crise de 2007-2008. La dépréciation de l'euro a déplacé l'ajustement des surcapacités mondiales sur les pays émergents. Et ce déplacement devrait être relativement positif pour les pays développés ; jusque-là, c'est l'Europe qui avait pris à sa charge l'ajustement des surcapacités mondiales. Du coup, on observe une Europe qui va mieux dans un monde qui va moins bien, le ralentissement de l'économie réelle dans certaines zones du monde se doublant d'un risque financier. C'est pour ces raisons que notre diagnostic, comme le vôtre, de reprise sur les pays développés, demeure très prudent. Globalement les prévisions de croissance mondiale restent faibles (autour de 3 %). Le jeu à somme nulle que nous décrivons entre pays avancés et émergents est en soi inquiétant car nous ne parvenons toujours pas à avoir une diffusion positive de la croissance à l'ensemble du monde : cette incapacité donne raison à ceux qui parlent de stagnation séculaire. Et dans vos prévisions, pour en sortir, vous rappelez les limites des politiques monétaires et vous insistez sur les enjeux de l'investissement, ce qui est essentiel.

Jean-Pierre Petit : Sur la Chine il est important de regarder les données macro et microéconomiques. Je pense que le pouvoir de commande de l'industrie manufacturière sur le cycle macro reste élevé et que l'industrie (même si son poids a baissé) fait toujours face à des contraintes puissantes ; baisse de rentabilité du capital (poids du surinvestissement passé, hausse des coûts salariaux unitaires, ...), contraintes de compétitivité-prix (du fait de la « force » du renminbi), pressions déflationnistes assez intenses (PPI en baisse de 5,9 % en glissement en octobre). Dès lors, la pression baissière de l'industrie sur le cycle va demeurer.

Ensuite il faut s'interroger sur la capacité future de résistance de la consommation, alors même que l'emploi donne des signes de dégradation. Il y a aussi de quoi questionner la soutenabilité de la dynamique du crédit compte tenu de la progression des prêts non

performants dans le bilan des banques. Sans parler du *shadow banking* sur lequel on ne sait pas grand-chose à cet égard.

Quand on accumule autant de problèmes, il faut craindre l'erreur de pilotage comme ce fut le cas avec le « lâchage » de Lehmann Brothers en 2008 qui fut la plus grosse erreur depuis l'après-guerre.

Indépendamment de la Chine, les autres pays émergents ont d'autres problèmes additionnels : des problèmes de compétitivité structurels mais parfois de compétitivité-prix, des problèmes de rigidité à la baisse de l'inflation, des problèmes de gouvernance, des problèmes de profitabilité (les marges sont très basses), de problèmes de restriction de l'offre de crédit, car il ne faut pas oublier que la dette *corporate* privée a progressé presque partout dans le monde émergent et non pas uniquement en Chine (le ratio dette privée/PIB a progressé de 20 points entre fin 2007 et fin 2014 dans le monde émergent hors Chine, soit la même progression qu'avaient connu les pays développés entre 2000 et 2007).

Christine Riffart : On parle de *hard landing* mais en même temps l'économie chinoise est une économie centralisée avec une gouvernance forte, elle a des réserves de change phénoménales, peut-on assister à une crise financière massive ou les autorités sont-elles capables de gérer une crise financière en prenant à sa charge une partie de la dette privée ?

Xavier Ragot : La sur-accumulation du capital en Chine entraîne une pression déflationniste certaine. Si le système bancaire est entièrement consolidé, il n'y aura pas de problème de solvabilité, de crise bancaire, comme ce fut le cas au Japon dans les années 1990. Des économies fortement centralisées peuvent absorber les dettes même avec des tendances fortement déflationnistes et une dépréciation du capital. La métaphore est sans doute davantage le Japon des années 1990, puis le monde déflationniste (1870 à 1900) que la crise Lehmann Brothers.

Jean-Pierre Petit : Le Japon des années 1980, c'est 4 % de croissance réelle et depuis le milieu des années 1990, c'est moins de 1 %. Mais il est vrai que la Chine présente des garanties de solvabilité et liquidité externes favorables ; outre les réserves de change élevées, on peut noter un faible niveau de dette extérieure brute, une très faible détention d'actifs chinois par les non-résidents,...

Cela devrait permettre d'éviter un choc récessif ample mais ne prémunit pas nécessairement contre un *hard landing*.

Éric Heyer : Il y a quand même une réserve de productivité en Chine que n'avait pas le Japon des années 1990. La productivité dans les villes est cinq fois supérieure à celle des campagnes, 45% de la population vit encore dans les campagnes et l'enjeu est de les faire venir dans les villes, induisant un choc de productivité qui entraînera lui-même un choc de salaire que n'a pas connu le Japon.

Europe

Xavier Ragot : Passons au second volet sur l'Union européenne et la France. Comment voyez-vous les problèmes à venir de politique monétaire, politique budgétaire, consolidation et ensuite la conjoncture française ?

Olivier Passet : Sur le chiffreage, Xerfi est extrêmement proche des prévisions OFCE. Nous observons pour la première fois une reprise synchrone en Europe, y compris de la périphérie. Vous donnez un aperçu assez complet des différents chocs qui affectent la trajectoire de la zone. Et le focus que vous faites sur l'effort de consolidation budgétaire est particulièrement intéressant, car nous avons tendance à nous considérer un peu trop hâtivement en période de neutralité budgétaire. Vos chiffres nuancent sensiblement ce point de vue. Nous n'avons notamment pas pris toute la mesure à Xerfi de ce qui se passe au Royaume-Uni : les effets négatifs de leur consolidation tardive.

Votre vision de la zone euro prévoit un rebond de la périphérie du Sud et un moteur relativement solide de demande intérieure au cœur. Le contexte budgétaire reste relativement sévère mais l'acquis en matière de pouvoir d'achat, lié à une désinflation importée, booste les demandes intérieures de toutes les économies de la zone euro. Nous partageons cette vision raisonnablement optimiste, dans laquelle se confirme une dynamique salariale favorable en Allemagne, même si la qualité du plein emploi y est médiocre.

La crise Volkswagen a également une importance, pour deux raisons. Elle en dit long sur la vulnérabilité des options de spécialisation du tissu productif allemand. La course à la taille et à la concentration dans les industries phares de la puissance alle-

mande, rend ce pays ultra-vulnérable aux bouleversements qui se dessinent dans ces secteurs : l'automobile, comme les biens d'équipement sont confrontés à des bouleversements majeurs (irruption des GAFAs, normes écologiques) qui peuvent modifier très rapidement les rapports de force et obligent à de profondes révisions des modèles d'affaires. Par ailleurs, aujourd'hui, l'Allemagne ne peut pas se payer le luxe d'un accident sur sa demande intérieure, si elle veut que son secteur automobile encaisse le choc qui l'affecte. C'est une bonne nouvelle pour le reste de l'Europe. Les intérêts sont convergents pour une fois.

Malgré cet optimisme de moyen terme, il n'en reste pas moins que nous avons encore des doutes importants sur la possibilité que s'enclenche une véritable dynamique de croissance endogène en Europe qui ne soit pas, d'une part, tributaire de cycles de crédit nous soutenable à terme. Qui ne soit pas, d'autre part, minée par la divergence réelle des économies.

À ce propos, la partie de votre prévision, qui concerne le cycle de crédit, est particulièrement intéressante. Elle souligne la puissance du mouvement de désendettement privé. Mais elle laisse entrevoir du même coup la possibilité que s'enclenche un nouveau cycle, du côté des entreprises notamment. Ce mouvement est peut-être déjà engagé d'ailleurs. Il est frappant à ce propos de constater le décalage entre l'observation micro et les indicateurs macro : nous avons des opportunités de levier considérables, alors que les indicateurs de la comptabilité nationale nous situent encore dans une phase de désendettement ou d'endettement assez modérée des sociétés non financières. Et c'est encore plus frappant pour les Etats-Unis que pour l'Europe : on sait qu'aux Etats-Unis, les fusions-acquisitions sont considérables et on ne voit pas d'explosion de la dette des entreprises.

Jean-Pierre Petit : Pour l'Europe, plusieurs questions se posent. La croissance espagnole est-elle durable ? Votre vision est optimiste. Aujourd'hui l'Espagne est en phase de rattrapage, le PIB réel est encore proche de 5 points en dessous de son niveau pré-crise ; les bilans bancaires et l'immobilier ont été « nettoyés ». Au-delà, certains indicateurs paraissent moins positifs : la dette est encore très élevée, les facteurs démographiques ne sont pas favorables et les dépenses d'éducation sont en déclin. La crise grecque ? Elle est loin d'être terminée et la grande question est celle de la restructura-

tion de la dette. La croissance potentielle nominale a diminué et les solutions passent par des restructurations, par du QE de la BCE et peut-être même par des solutions innovantes, par exemple des incitations fiscales pour faire rentrer les capitaux et les talents qui ont quitté la Grèce et qui pèsent sur le potentiel futur.

Quel est le potentiel de croissance de l'Allemagne ? L'Allemagne ne va pas si bien que cela. Les chiffres de profitabilité, productivité et d'investissement ne sont pas si bons. Le côté positif à court terme est que la demande interne est plus forte. Puis reste la question des migrants. Un million de migrants de prévus, cela est encore plus élevé qu'en 1992 avec l'arrivée des migrants d'ex-Yougoslavie (400 000). L'impact macro à court et moyen terme d'un tel phénomène est complexe à évaluer et dépend de toute une série de variables-clé liées aux immigrés; âge, qualifications, motivations, besoins des pays d'accueil, ampleur dans le temps des flux.... et à la qualité des systèmes d'intégration du pays d'accueil (emploi, logement, système éducatif,...). Les vagues migratoires puissantes et concentrées dans un pays comme c'est le cas aujourd'hui constituent un choc d'autant plus difficile à absorber. Par ailleurs, une telle vague migratoire comporte également un certain nombre de risques de dommages collatéraux politiques pour l'Allemagne et l'Europe.

La BCE a de son côté clairement indiqué que la dégradation des conditions extérieures continuait d'impliquer des risques baissiers pour la croissance et l'inflation dans la zone. Mario Draghi a montré une nouvelle fois sa clairvoyance et sa réactivité. Le renforcement du QE de la BCE est tout à fait justifié.

France

Olivier Passet : Vous prévoyez une situation française encourageante : comme nous, vous notez l'accumulation de signaux conjoncturels positifs et convergents du côté des entreprises et du commerce. Le rebond du second semestre devrait dès lors permettre d'aborder 2016 avec un assez bon acquis de croissance. Mais c'est le retournement qui se dessine du côté de l'investissement immobilier qui nous semble l'inflexion la plus significative, car elle ouvre la porte à une reprise « complète », pour la première fois depuis la crise, et plus riche en emplois également.

La principale ombre au tableau tient à l'environnement concurrentiel européen : je note que l'Espagne est en train de reprendre des positions concurrentielles en matière d'agroalimentaire et d'automobile notamment. La reprise qui se dessine en Italie également, peut être problématique pour certains secteurs français. L'effet d'entraînement pourra être ralenti par l'effet concurrentiel.

Sur l'impact du taux de marge et du CICE sur la croissance française, il sera invisible mais son effet semble sous-estimé, car son rôle d'amortisseur a été très positif. On observe bien un redressement des taux de marge dû pour moitié au CICE et l'autre moitié due à la baisse du prix des matières premières. Mais, sans débouchés, cela ne suffit pas à enclencher un cycle d'investissement. On a gagné en compétitivité sur les salaires également. Par rapport aux années 2000, en France, les coûts horaires du travail ont corrigé un quart de leur dérive par rapport à l'Allemagne. Mais le résultat final, en termes de compétitivité-prix, est très largement gommé par le comportement de marge des concurrents européens : la baisse des prix de production a été identique partout. Du coup, le véritable effet positif du CICE porte probablement sur la demande, car le principal effet du CICE est surtout d'avoir permis aux entreprises de restaurer leurs marges, d'accompagner la décrue des prix européens, sans trop taper sur les salaires.

Xavier Timbeau : On fait l'analyse en France que la baisse du prix du pétrole a permis d'augmenter les taux de marge alors qu'on ne voit pas du tout le même effet en Allemagne où l'on assiste pas à une remontée des taux de marge. La baisse du prix des matières premières est passée dans les prix de production. Le cas est flagrant dans le secteur des transports malgré une importante consommation de pétrole. Une des explications serait peut-être qu'en France les taux de marge étaient très dégradés, mais le mystère demeure.

Olivier Passet : De même pour le CICE, ce ne sont pas les secteurs les plus impactés par le CICE qui ont connu les plus fortes hausses de salaires.

Pour continuer sur la France, pour nous, la crise dans le bâtiment semble tirer à sa fin. Les perspectives dans le neuf ou dans l'ancien, laissent entrevoir qu'on a atteint un point bas. Le crédit repart très fortement également, sachant néanmoins qu'il y a beaucoup de renégociations de crédits qui modèrent son impact. Cette

vague de renégociation libère, il faut quand même le noter, du pouvoir d'achat, même si l'effet reste de deuxième ordre. On ne s'attend pas non plus à une reprise très forte, car l'effondrement n'a pas été massif, comparé à d'autres pays. Tout cela laisse présager de bons chiffres pour la croissance française, qui pourrait, nous sommes d'accord avec l'OFCE sur ce point, surclasser celle de l'Allemagne.

2016 ne connaîtra pas l'inversion de la courbe du chômage mais plutôt 2015 !!

Jean-Pierre Petit : Sans vouloir être déprimant, je pense que la croissance potentielle pour la France n'est guère supérieure à 0/0,5%. Concernant la conjoncture, notre taux de marge, en dépit de son redressement, reste encore inférieur à de nombreux pays européens dont l'Allemagne et l'Espagne. Et puis le climat de confiance des entreprises est encore faible compte tenu de l'amélioration conjoncturelle et des mesures prises. Il y a encore beaucoup de travail d'ajustement structurel à faire en matière de fiscalité des entreprises, de marché du travail, des normes de simplification, des réformes du secteur public etc.

Concernant la fin de la crise dans le bâtiment, il y a beaucoup de choses à améliorer dans les normes de construction. Autre observation, les taux d'intérêt immobiliers sont les plus bas de l'histoire et, si l'on reprend vos hypothèses de croissance mondiale, la Réserve fédérale devrait remonter assez fortement les taux d'intérêt et la BCE infléchir à la baisse son assouplissement monétaire. Dans ce cas, nous verrions sans doute que la résistance de l'immobilier ne serait pas si énorme que cela.