

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 20 AVRIL 2017

Participants au débat :

Olivier Garnier : *chef économiste et membre du Comité de direction du Groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE*

Jean-Michel Six : *Économiste en chef chez STANDARD & POOR'S*

Christophe Blot, Éric Heyer, Paul Hubert, Xavier Ragot,

Xavier Timbeau : *OFCE*

Xavier Ragot : Le document sur nos prévisions préparé en vue de ce débat est de nature différente de celui des précédentes prévisions en raison des prochaines élections. La conjoncture dans les mois à venir dépendra du résultat des élections et des décisions du prochain gouvernement. Des prévisions plus précises pour la France seront donc développées en juillet, après les élections, à l'aide des premières mesures prises par le candidat vainqueur.

Commençons par l'international pour finir par le national et nous vous donnons la parole sur les thèmes concernant le monde : Le risque des émergents s'est-il dissipé ? Les taux longs vont-ils continuer à augmenter ? Y-a-t-il un risque de guerre des monnaies ? Ou encore : la croissance potentielle a-t-elle diminué ?

Monde

Olivier Garnier : Sur le diagnostic mondial, les grandes lignes de votre prévision sont très proches des nôtres, ainsi que de celles du FMI publiées hier qui sont d'ailleurs très légèrement supérieures. La bonne surprise est la poursuite du raffermissement de l'activité mondiale, malgré les chocs et les incertitudes géopolitiques et

politiques (Brexit, élection de Trump, élections en Europe, ...). En particulier, l'élection de Trump aurait pu faire craindre un nouveau *tantrum*. Or, au contraire, on a vu les flux de capitaux revenir vers les marchés émergents, provoquant ainsi un redressement des taux de change et des prix des actifs sur ces marchés. De même, dans les pays développés, les indicateurs de confiance sont plutôt bien orientés, en dépit des risques politiques évoqués, tout comme les marchés financiers ou les marchés actions.

Ce scénario soulève néanmoins des interrogations. Tout d'abord, les évolutions récentes des taux longs américains et du dollar ne semblent pas vraiment traduire des anticipations de net changement du *policy-mix* aux États-Unis. Notamment les taux longs ont initialement remonté mais ils tendent maintenant à plafonner : les marchés obligataires ne semblent pas attendre une relance budgétaire de grande ampleur avec un durcissement monétaire. De même le taux de change du dollar s'est replié depuis le début de cette année, alors que les politiques envisagées par l'administration Trump devraient au contraire le renforcer. Tout ceci témoigne de doutes sur le calendrier et l'ampleur des baisses d'impôts.

Ensuite, les indicateurs de confiance sont globalement très bien orientés mais les données « dures » ne sont pas aussi bonnes, notamment aux États-Unis. Enfin, hors effet de la remontée du prix du pétrole (qui marque aussi le pas), l'inflation mondiale ne montre pas encore de signe de franche accélération. Dans ce contexte, le mouvement de *reflation trade* engagé sur les marchés à la suite des élections américaines commence à s'essouffler.

Jean-Michel Six : La question centrale est de savoir quelle est la croissance potentielle aujourd'hui. Mais avant cela, il convient de préciser que nous sommes en train de vivre une double transition. D'une part on voit bien qu'on arrive au bout de ce qu'une politique monétaire peut apporter en matière de relance et de sortie de crise. C'est clair dans le cas des États-Unis. De même, la contribution extrêmement positive de la politique monétaire de la BCE pour rétablir les conditions d'une reprise est dorénavant achevée. La Fed a déjà ouvert la question très importante du bilan d'une part et la gestion des taux sur les dépôts bancaires d'autre part. La tâche de la Fed va être très compliquée et elle devrait rester en arrière à cause

du gros risque sur les marchés, sans compter les remplacements de personnes-clés à sa tête d'ici février prochain.

Concernant l'Europe, dans votre prévision vous prévoyez un rebond important en conséquence d'un *output gap* important. Or ce qui pourrait apparaître comme un automatisme n'est pas évident, l'Italie en est le meilleur contre-exemple. Par ailleurs la politique économique peut aller à l'encontre d'un fort rebond, en témoigne le *trade-off* entre politique intérieure et politique extérieure aux États-Unis en ce moment.

Olivier Garnier : Pour revenir aux économies émergentes, nous ne notons pas de risque systémique, surtout si l'on considère à part le cas de la Chine. Le taux d'endettement des économies émergentes a certes nettement augmenté mais cet endettement est moins susceptible que dans le passé de provoquer des crises systémiques : la dette externe émane cette fois-ci principalement des entreprises non financières (plutôt que des banques et des états), qui pour certaines d'entre elles disposent en outre de revenus en devises (sauf dans des secteurs tels que les télécoms). Pour autant, cet endettement *corporate* va être un frein durable à l'investissement et à la croissance, d'autant que beaucoup de ces pays émergents étaient déjà en fin de cycle et n'ont pas fait suffisamment de réformes pour développer leur croissance potentielle. Donc il ne faut pas s'attendre à ce qu'aujourd'hui les pays émergents viennent jouer leur rôle traditionnel de soutien à la croissance mondiale.

Le cas de la Chine est particulier : les autorités chinoises ont réussi à relancer la croissance dans le secteur manufacturier, mais au prix d'une ré-accélération du crédit. Le risque en Chine à l'horizon de 2 ans n'est pas celui d'une crise émergente classique (*via* le financement externe) mais plutôt d'une crise à l'image de celle des *subprime* aux États-Unis : un gonflement des bilans avec des actifs de moins en moins liquides financés par des dépôts à court terme. Ce risque serait amplifié si la politique menée aux États-Unis venait à exercer une forte pression à la hausse sur le dollar qui pourrait entraîner des anticipations de décrochage de la monnaie chinoise et une reprise des sorties de capitaux.

Jean-Michel Six : Pour résumer je dirais qu'il faut souhaiter que la Chine ralentisse car si ce n'est pas le cas une chute brutale survenant plus tard aurait des conséquences très négatives sur le reste du

monde. Le leadership chinois utilise aujourd'hui son bilan pour maintenir une croissance qui normalement devrait diminuer plus rapidement si on se fonde sur l'expérience coréenne, japonaise, de transition d'un modèle d'investissement vers un modèle de consommation. Ce qui nous inquiète c'est qu'il y a peu de défaut aujourd'hui dans l'économie chinoise au vu de leur rythme de croissance affiché.

Sur le reste des émergents, leur contribution à la croissance a été très faible ces dernières années ; en 2016 le taux de croissance en volume du commerce mondial était inférieur à 2 %, ce qui est un taux de récession mondiale ; ce taux très faible est expliqué par la faible contribution des émergents dont les perspectives économiques restent pour les mois à venir foncièrement dépendantes de la politique monétaire américaine. Si on évoque le Trump *tantrum*, sur le seul mois de novembre 2016 il y a eu 26 milliards de dollars de sortie de capitaux des marchés obligataires émergents et 4 milliards de sortie des actions des émergents. Mais sur les chiffres de décembre-mars, au contraire, on observe un fort retour des investisseurs, 41 milliards net *in-flow* vers la dette émergente et 29 milliards sur les marchés des actions des émergents. Cette forte volatilité va persister tant qu'il n'y a pas une clarification de la politique fiscale américaine.

Xavier Ragot : Une question sur ce sujet : quelles sont les probabilités que vous attribuez à un changement de paradigme de la politique monétaire américaine ? Comment les acteurs des marchés voient cette probabilité d'une hausse des taux ou des taux faibles et une inflation légèrement supérieure à 2 dans les années à venir ? Quelle est votre point de vue sur le scénario central américain, sur la politique monétaire et l'influence du taux de change du dollar ?

Olivier Garnier : Je ne crois pas à un changement de paradigme en matière de politique monétaire *stricto sensu*. Le risque porte plutôt sur les aspects institutionnels, en particulier du fait de la vieille tentation du Congrès américain de vouloir davantage encadrer l'indépendance de la Fed. En matière de politique monétaire, on observe dans une partie de l'entourage de Trump un courant ancien plutôt critique envers le recours aux politiques non conventionnelles de la Fed. Donc je ne pense pas que la nouvelle administration cherchera directement ou indirectement (*via* les nominations à venir) à faire pression sur la Fed pour différer les

hausse de taux prévues, d'autant plus que la politique de Yellen est très graduelle et donc guère conflictuelle.

Jean-Michel Six : On peut se poser deux questions : quelle est la marge de manœuvre de la Fed aujourd'hui en termes de hausse de taux ? Et une hausse des taux est-elle nécessaire compte tenu de la nouvelle croissance potentielle ? Si on prend toute la richesse privée des agents non financiers américains (ménages et entreprises non financières), rapportée au PIB nominal, nous sommes sur un ratio de 9, ce qui est au-delà des pics atteints avant la crise. Il y a donc eu une forte envolée du prix des actifs aux États-Unis qui limite cette capacité de hausse bien gérée de la part de la Fed qui doit contrôler les anticipations sur les marchés pour éviter le moindre krack sur le prix des actifs. La Fed va essayer maintenant d'alléger son bilan, ce qui aura aussi des conséquences sur les marchés. Le taux naturel d'équilibre, comme la croissance potentielle, a beaucoup baissé. La remontée des taux américains, je le redis, est un risque important pour l'économie mondiale dont on ne parle pas assez.

Olivier Garnier : À propos de la Fed, le changement pourrait se produire moins sur la partie monétaire que sur la partie réglementation bancaire et financière, sur laquelle l'exécutif américain va chercher à reprendre davantage la main.

Xavier Timbeau : Sur les émergents, on n'a pas évoqué l'Amérique latine, le Venezuela, le Brésil, le prix du pétrole et ses conséquences sur la Russie ? Peut-on craindre des risques géopolitiques ?

Olivier Garnier : Oui les risques géopolitiques sont toujours là. Sur le pétrole, la prévision de l'OFCE d'un prix moyen du baril de pétrole de 58 dollars en 2017 (après 44 dollars en 2016) me paraît un peu haute. On peut douter de la solidité des accords de l'OPEP, sans compter la hausse de la production américaine.

Jean-Michel Six : On a dit que les gisements de gaz de schiste avaient été coulés aux États-Unis par les bas prix du pétrole, or c'est faux, il y a eu de grosses restructurations de l'industrie et ils ont pu redémarrer rapidement avec pour conséquence le plafonnement du prix du pétrole que rechercherait l'OPEP.

Olivier Garnier : Sur la Russie, on peut dire que d'un point de vue purement macroéconomique les autorités ont plutôt bien géré

l'ajustement en laissant la monnaie s'ajuster. Ceci s'est fait au prix de pertes de pouvoir d'achat massives, dans un contexte où Poutine a utilisé le nationalisme pour les faire accepter. La croissance russe va redevenir légèrement positive en 2017-2018, mais sans vraiment la capacité d'accélérer : outre l'insuffisance des réformes structurelles pour moderniser et diversifier l'économie hors du secteur de l'énergie, l'embargo a stoppé les investissements directs en provenance de l'étranger.

Jean-Michel Six : Nous prévoyons 1,5 % de croissance en Russie cette année et 1,7 en 2018. Ils ont bien géré la baisse du pétrole avec la baisse du rouble.

On voit bien le Brésil enfin sortir de la récession, qui passera de -4 % en 2015 et en 2016, cette année on attend 0,5 %. L'Amérique du Sud est un continent très exposé au protectionnisme américain.

Olivier Garnier : On n'a pas une vision claire de ce qui s'est passé dans le commerce mondial qui, d'une manière inédite, a crû moins vite que l'activité mondiale. S'agit-il d'une rupture structurelle dans le processus de mondialisation, ou d'une simple évolution cyclique ? À cette interrogation s'ajoutent les incertitudes sur les mesures qui seront éventuellement prises par l'administration Trump dans le domaine du commerce. Va-t-on voir par exemple les constructeurs automobiles américains recourir davantage à des sous-traitants localisés aux États-Unis plutôt qu'au Mexique ?

Éric Heyer : Nos prévisions divergent sur les États-Unis ? Quelles en sont les raisons ?

Jean-Michel Six : En effet vous envisager 1,8 % de croissance en 2017 et nous sommes à 2,3 %. On ne voit pas bien la source. Nous pensons que nous sommes dans une situation de quasi plein emploi, il y a un effet richesse lié à la Bourse américaine à ne pas sous-estimer, le climat des affaires est plutôt stimulé par la nouvelle administration. Oui le commerce extérieur est affaibli par le dollar, mais ce n'est pas nouveau, donc en delta, le dollar ne s'apprécie pas spécialement en 2017.

En effet en termes de politique budgétaire on voit bien des réductions d'impôts au deuxième trimestre dont on sait que l'effet est assez faible sur la consommation.

Olivier Garnier : La prévision de l'OFCE sur la croissance américaine en 2017 me paraît aussi un peu basse. Ceci étant dit, le PIB du premier trimestre pourrait à nouveau décevoir, ce qui rendrait alors plus difficile de dépasser un taux de croissance de 2 % en moyenne annuelle en 2017.

Éric Heyer : Peut-être que dans notre prévision la croissance potentielle américaine ainsi que l'impulsion budgétaire en 2007 sont plus faibles que les vôtres ?

Paul Huber : Depuis le début de l'année, la Fed a beaucoup communiqué sur le fait que la taille de son bilan allait commencer à diminuer en 2017. Le non-réinvestissement des actifs arrivant à maturité laisserait le bilan revenir à son niveau de 2007 à la fin de l'année 2021 de façon assez linéaire. Si on croit que ce sont les annonces de politiques économiques qui comptent pour les marchés financiers, on se rend compte que les publications annonçant cette réduction du bilan de la Fed n'ont eu aucun effet sur les marchés, ni de change ni de taux. Les marchés semblent avoir déjà anticipé cette réduction, auquel cas le coût de sortie des politiques non-conventionnelles serait assez faible.

Jean-Michel Six : Dans le cas présent ces annonces sont vues comme la fin du *Quantitative Easing*. La question aujourd'hui est celle de savoir s'il y aura un arbitrage entre vitesse de remontée des taux et rythme de réduction de la taille du bilan. Ces annonces ne signifient pas un changement de cap dans la politique monétaire.

Olivier Garnier : Assez habilement, ces annonces se font dans un contexte de marché assez favorable dans l'euphorie générale de Wall Street. Elles renforcent l'idée que tout va bien, attendons le second semestre pour le vérifier.

Union européenne et France

Xavier Ragot : Sur l'Union européenne, nous avons un ensemble de questions relatives à l'*output gap* des différents pays, leur croissance potentielle et les problèmes de chacun des pays : Brexit, croissance italienne et espagnole, surchauffe en Allemagne, ... ?

Jean-Michel Six : Avant tout, j'ai deux réactions fondamentales assez symptomatiques sur votre prévision dont par ailleurs nous partageons les résultats : 1) dans vos hypothèses, l'Europe n'a

aucune contribution à la croissance ; il n'y a pas de politique européenne dans votre document, le Plan Juncker n'est pas mentionné une seule fois, et si vous pensez qu'il ne sert à rien, il serait honnête de le dire ! Nous, nous avançons que si le résultat des élections est positif, on peut imaginer un scénario en 2018 où l'Europe sort renforcée des différentes élections nationales, avec des leaderships un peu plus crédibles et plus forts qui permettent d'appliquer des plans d'harmonisation et de ce fait relancer la croissance européenne.

L'Union bancaire n'existe pas dans votre papier, ni l'union des marchés ni la politique environnementale ! Aucune allusion au rapport entre croissance potentielle et transition énergétique ! Si on s'interroge sur la force du rebond et la rapidité pour fermer le *gap*, se pose alors la question de sa soutenabilité en matière environnementale. Par ailleurs, pour nous, risque de réapparaître la mutualisation de la dette, pas celle de la Grèce, mais une gestion un peu plus active de la dette au niveau européen. Ce qui pourrait relancer la dynamique européenne.

Olivier Garnier : À propos de la politique de la BCE, je suis un peu surpris par la prévision de l'OFCE : vous tablez en 2018 sur deux hausses de 25pb du taux de refinancement, avec la première hausse dès le deuxième trimestre ! C'est bien plus précoce que ce que le marché anticipe, et on comprend mal la raison de hausses de taux aussi rapides.

Xavier Ragot : Par rapport à cette possibilité d'une relance de la dynamique européenne par davantage de croissance ou un endettement européen par exemple, quelle est votre vision ?

Olivier Garnier : Une relance de la dynamique européenne n'est pas à exclure après les élections en France et en Allemagne, mais cela ne devrait guère avoir d'impact immédiat sur la croissance européenne. En fait tout est gelé depuis 12 mois du fait du contexte politique. Si les élections investissent des chefs de gouvernement pro-européens, l'effet sera d'abord sur la confiance car les éventuelles initiatives prendront du temps pour être décidées et surtout mises en œuvre.

Xavier Timbeau : Les réponses aux lacunes dénoncées dans notre prévision : la première est une question de méthode : nous avons fait le choix d'avoir un scénario de contexte européen plus

que de prévision ! Avec les élections nous n'avons pas pu analyser une future dynamique européenne (par exemple comment le faire si Marine Le Pen est élue ?). Pour le Plan Juncker, il est vrai qu'on aurait pu mettre une note de bas de page ! Pour l'instant le Plan Juncker I a eu un impact zéro ! Pour nous c'est principalement de l'argent déplacé (2 ou 3 dixièmes de point sur le capital), il n'y a pas d'impulsion budgétaire.

Sur la question environnement et croissance potentielle, contrairement à ce qu'on pourrait penser en lisant les prévisions, nous sommes de grands défenseurs de cette question que nous avons traitée par ailleurs. Pour nous la construction et la rénovation des bâtiments sont les gisements les plus importants de la croissance qui ne passent pas nécessairement par de l'investissement public mais plutôt par des effets de levier de financement tiers. Une question persiste qui consiste à savoir si ces éléments doivent intervenir en tant qu'éléments de relance budgétaire ou économique par des effets de levier ou alors ce sont des dynamiques longues avec un effort permanent qui produisent peu de résultats à court terme mais à long terme et qui sont masqués par les résultats de court terme.

Christophe Blot : Concernant la remarque sur l'absence de « contribution de la politique européenne », il faut quand même souligner le rôle de la politique monétaire, qui est la seule politique centralisée et qui a un effet sur la croissance que nous soulignons. Côté budgétaire, la Commission européenne suggère ce que devrait être l'impulsion budgétaire au niveau agrégé mais ces recommandations ne sont pas suivies par les Etats membres.

Sur la hausse des taux, notre scénario est alimenté par deux éléments. Certes, l'inflation « headline » ne retourne pas à la cible mais elle s'en approche, ce qui milite pour une politique monétaire qui reste expansionniste mais se normalise. Par ailleurs, la BCE peut intégrer une dimension sur le risque financier et ne pas souhaiter que la politique monétaire reste expansionniste trop longtemps.

Olivier Garnier : Cela voudrait dire que les 60 milliards d'achats nets mensuels tomberaient à zéro d'ici à début 2018 ? Cela paraît excessivement rapide. En revanche, je n'exclus pas en 2018, même avant la fin du programme d'achats d'actifs, la possibilité d'une hausse non pas du taux central de refinancement de la BCE

mais du taux de la facilité de dépôt, afin de réduire les effets de distorsion de son niveau négatif (-0,4%).

Christophe Blot : Effectivement si on regarde ce qui s'est passé au niveau de la Fed, il y a eu un décalage important entre le *tapering* (action par laquelle la Réserve fédérale a réduit progressivement ses achats de titres) et la première décision de hausse des taux. On peut prévoir que la BCE ira un peu plus vite car le contexte mondial est différent.

Xavier Timbeau : On a vraiment des éléments importants pour dire que la normalisation de la politique monétaire se produira beaucoup plus vite en zone euro qu'elle ne s'est produite aux États-Unis, à la fois parce qu'on a l'expérience de la sortie de la politique non conventionnelle, la BCE est en mesure de ménager l'équilibre des marchés et ensuite, l'équilibre politique à l'intérieur de la BCE est toujours un problème, sa fragilité à garder le cap.

Olivier Garnier : Il y a des arguments jouant en sens inverse et militant au contraire pour une normalisation plus lente en zone euro qu'aux États-Unis. D'une part, on peut se demander quelle est la capacité de la zone euro à supporter une remontée des taux, sachant que la politique monétaire reste le seul et principal élément de soutien. D'autre part, l'apurement des bilans des États et des systèmes bancaires n'est pas uniformément achevé au sein de la zone euro.

Xavier Ragot : Sur la contribution de l'Europe à la croissance, il faut distinguer deux niveaux d'analyse. Le premier est la prévention des crises, le second est la gestion du cycle économique. Dans l'Union bancaire on n'avance pas sur la question de la garantie des dépôts, ou sur l'évolution des marchés de capitaux, ce sont des problèmes structurels dont on a du mal à penser que cela peut changer la conjoncture à l'horizon de la prévision.

Dans les discussions autour de la politique monétaire dans l'Eurosystème, gestion de crise (éviter l'instabilité financière) et décisions sont liées, l'une freinant les autres.

Sur l'ensemble de la contribution au cycle, cela renvoie principalement au dialogue très concret franco-allemand, je suis pessimiste sur l'éventualité d'un point d'accord entre les ministères des Finances respectifs pour envisager une contribution européenne monétaire additionnelle ou budgétaire à la croissance du

cycle. L'Allemagne ne fera pas de concession aux autres pays en ce qui concerne l'application des règles. De nombreux économistes militent pour Maastricht 2.0 (c'est-à-dire un renforcement des règles budgétaires), pour repenser les frontières de la zone euro, ... je ne suis pas optimiste et notre scénario plutôt neutre est donc pour moi le plus probable.

Olivier Garnier : À propos de l'Allemagne, une question importante pour l'ensemble de la zone euro (et en lien avec le débat ravivé par Trump sur l'excédent de la balance courante allemande) porte sur l'évolution de l'investissement. Les économistes, y compris allemands, n'arrivent pas à expliquer pourquoi les entreprises allemandes investissent aussi peu, alors que leurs taux d'utilisation sont élevés et qu'elles n'ont pas de contraintes financières. La seule explication envisageable serait le maintien d'un niveau élevé d'incertitude, mais ce n'est pas complètement satisfaisant.

Éric Heyer : Dans les enquêtes de conjoncture, les chefs d'entreprises allemands ne disent pas qu'ils gèlent l'investissement, donc nous n'avons pas d'explication non plus.

France

Xavier Ragot : Quels sont vos points de divergence dans vos analyses sur la France ?

Jean-Michel Six : Un point intéressant à expliciter : dans votre prévision on voit une accélération en 2020, le PIB passe de 1,5 à 1,7 % ! Donc une fermeture du *gap* qui suggère une restauration de la compétitivité de l'économie. Et on se demande ce qui y contribue ; en regardant votre tableau on voit l'impulsion budgétaire qui passe de -0,5 à -0,2. Vous faites l'hypothèse qu'il n'y aura pas de détérioration supplémentaire du partage de l'offre. Or, sur la compétitivité, je n'ai pas trouvé dans le texte de développement qui explique cette amélioration ou la moindre détérioration de cette compétitivité extérieure de la France.

Olivier Garnier : Vous soulignez à juste titre que la France est l'un des seuls grands pays où le taux d'endettement des agents privés non financiers (entreprises et ménages) a continué d'augmenter au cours des dernières années. Or, dans vos projec-

tions à moyen terme, vous ne semblez pas prendre en compte la possibilité que des contraintes apparaissent de ce côté-là, d'autant que le ratio d'endettement public n'a pas lui non plus diminué, bien au contraire.

Éric Heyer : Je rappelle que ce scénario central sur la France n'est pas vraiment une prévision (pour cause d'élections). Notre hypothèse sur la compétitivité en France est la suivante : le CICE et le Pacte de responsabilité n'ont pas joué à court terme pour améliorer le PIB mais ont permis de restaurer les marges des entreprises. Les marges des entreprises, surtout pour celles qui exportent, sont arrivées à leur pic historique. Donc nous pensons qu'une fois cette étape des marges franchie, les entreprises vont pouvoir améliorer leur compétitivité.

Jean-Michel Six : Ce qui revient à penser que cette compétitivité est une compétitivité-prix. On aurait un problème de prix et pas de gamme.

Xavier Timbeau : Même si le positionnement en gamme est important, il y a toujours une élasticité-prix.

Éric Heyer : Par ailleurs, l'augmentation des marges peut être la première étape nécessaire à une stratégie de montée en gamme. Notre pari est que la politique d'offre de ce quinquennat va porter ses fruits dans le prochain quinquennat en termes de compétitivité. Nous faisons l'hypothèse que le prochain gouvernement respectera les engagements du Pacte de stabilité. Notre scénario (et non prévision) est donc une croissance de 1,6 en moyenne sur le prochain quinquennat.