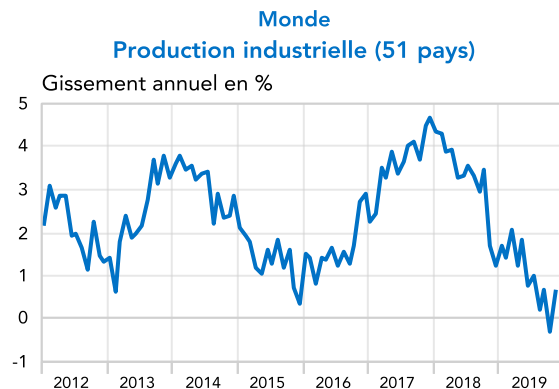


La croissance sous l'emprise des taux bas

L'année 2018 s'était conclue sur la montée de périls géopolitiques et économiques. Les tensions commerciales dont les Etats-Unis sont l'épicentre s'exacerbaient. Des sanctions économiques avaient été prononcées à l'encontre de l'Iran. Les incertitudes suscitées par le Brexit confinaient à un véritable brouillard. Les taux d'intérêt étaient orientés à la hausse, en particulier aux Etats-Unis où la Fed avait procédé en décembre à la quatrième hausse de ses taux directeurs et anticipait d'en réaliser deux autres courant 2019. Les économies émergentes et la zone euro avaient connu un franc fléchissement de la croissance auxquels seuls les Etats-Unis avaient échappé. Les marchés boursiers comme le prix du pétrole avaient pour leur part vivement décroché fin 2018 face à ces sombres auspices.

Début 2020, le paysage économique est très différent. Certains des nuages qui s'accumulaient fin 2018 se sont estompés. L'année 2019 s'est notamment conclue sur la promesse d'un accord prochain, ou plutôt d'une trêve, sur le contentieux commercial entre Etats-Unis et Chine. Les marchés boursiers ont conclu l'année sur une nouvelle envolée. Mesurée en moyenne annuelle, la progression de l'indice boursier mondial est cependant très faible (2,4 % en 2019 contre +25 % quand elle est mesurée en fin d'année). Les cours de pétrole ont fait preuve d'une grande sagesse malgré des incidents répétés sur les conditions d'approvisionnement. La croissance mondiale instantanée, exprimée en rythme infra-annuel, a été au final



Source : Calcul Rexecode

© Rexecode

très proche en 2019 de celle observée en 2018. **Le ralentissement économique ne s'est pas grandement amplifié à l'échelle mondiale** : la croissance instantanée se stabilisant par exemple en zone euro ou ne faisant que s'éroder dans les économies émergentes.

Pourtant, les craintes de survenue d'une prochaine récession n'ont fait que s'accroître au cours de l'année. Cela a été le cas au gré des révisions des anticipations de croissance effectuées par les principaux organismes de prévision ou encore quand les échanges mondiaux ont commencé à se contracter. Elles l'ont été plus encore quand, en août, la courbe des taux aux Etats-Unis s'est inversée (pour l'écart entre les taux souverains à 10 et à 2 ans), une indication qui par le passé a précédé de 12 à 18 mois l'entrée de l'économie américaine dans une phase récessive. Cette inversion de la courbe des taux ne s'est toutefois pas durablement prolongée. Surtout, elle procède du **tournant majeur adopté par la plupart des banques centrales avec la Fed en tête**. Loin de relever de 50 points de base son principal taux directeur comme elle anticipait de le faire fin 2018, cette dernière l'a, à l'inverse, abaissé à trois reprises en 2019. **La détente monétaire, permise notamment par la sagesse des prix à la consommation malgré les velléités d'accélération salariale aux Etats-Unis comme en zone euro, a ainsi contribué à prolonger la phase d'expansion en cours, même à un rythme modéré**. Elle s'est doublée dans le cas de plusieurs pays d'une amorce de relance budgétaire. Cela a été

Taux directeur mondial



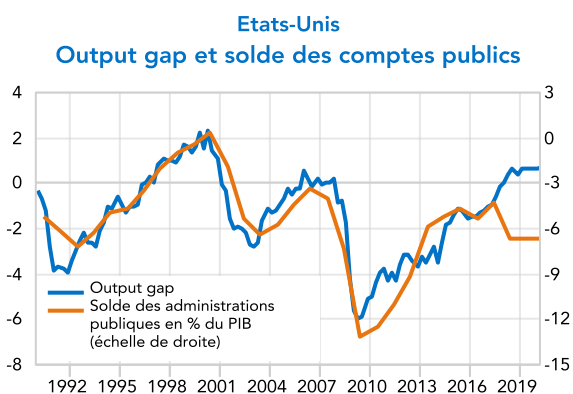
Source : calcul Rexecode

© Rexecode

le cas en Chine, en Corée par exemple. Une relance qui se dessine au Japon et qui s'est installée au centre de nombreux débats en Europe.

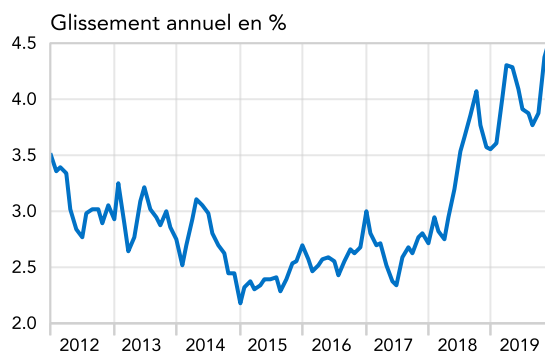
Cette lecture générale du contexte économique de 2019 enjambe toutefois des particularismes marquants. **L'année écoulée a ainsi vu l'industrie subir une quasi-récession à l'échelle mondiale.** Des chocs spécifiques se sont enchaînés pour plusieurs secteurs qu'il s'agisse de l'électronique, de l'aéronautique avec les déboires subis par Boeing et plus encore de l'industrie automobile notamment en Europe et plus particulièrement en Allemagne. 2020 dira si ces chocs sont purement sectoriels ou s'ils relèvent d'un retournement plus général. Un point clé est que ces chocs sont restés contenus dans les frontières du secteur industriel. Ils ne se sont pas propagés aux activités de services, ou alors seulement de manière feutrée, pas plus qu'au secteur de la construction. Ce dernier a même été ravivé aux Etats-Unis par les conséquences de la baisse des taux.

L'économie française est pour sa part restée sur une trajectoire de croissance molle, similaire à son rythme potentiel. Malgré une stimulation fiscale de l'ordre de 0,8 point de leur revenu en deux ans, une inflation très modérée et d'importantes créations nettes d'emplois, les ménages ont fait preuve de retenue en matière de consommation. Le principal soutien de la croissance en France a de nouveau été l'investissement, à la fois celui des entreprises et celui des administrations publiques en vertu de l'exercice du cycle électoral municipal. Ce dernier sera toutefois moins favorable en 2020. Au total, la croissance française aura été légèrement supérieure à celle de la zone euro, une observation inédite depuis 2013 expliquée avant tout par la forte contraction d'activité subie par l'industrie en Allemagne.



Source : CBO (août 2019), DG ECFIN AMECO © Rexecode

Inflation mondiale



Source : calcul Rexecode

© Rexecode

Les taux directeurs au plancher ?

En 2019, les Banques centrales ont donc opté pour un assouplissement monétaire. La Fed a baissé son taux directeur à trois reprises. La BCE a, quant à elle, repris son programme d'achats de titres. **En 2020, la poursuite de la baisse des taux n'est pas le scénario qui se dessine.** Plusieurs raisons : 1. En premier lieu, il n'y a pas de signes manifestes d'un fort ralentissement de la croissance qui nécessiteraient une réaction des banques centrales. 2. Les taux d'intérêt semblent aussi se caler par rapport à un taux référentiel de long terme, qui est beaucoup plus bas que par le passé. A contrario, la marge de remontée des taux d'intérêt est limitée. Par conséquent, les perspectives de voir une augmentation de la rémunération d'épargne est faible également.

L'inflation est à surveiller

Certes, l'inflation semble avoir disparu des écrans radars dans les pays développés, toutefois, le risque d'un retour de l'inflation n'est pas un scénario insensé. Les tensions sur les recrutements se traduisent d'ores et déjà par une accélération progressive des salaires en Europe de l'est, aux Etats-Unis, en Asie et dans une certaine mesure en zone euro. Cette accélération des salaires va sans doute se poursuivre en 2020. Par ailleurs, l'épidémie de peste porcine en Chine s'est traduite par une poussée des prix des biens alimentaires en Asie. A l'heure actuelle, la montée des prix alimentaires reste limitée à ce secteur et à l'Asie.

La question est de savoir quand ces accélérations se traduiront en une augmentation généralisée des prix à la consommation. A ce moment-là, les Banques centrales pourraient être prises à défaut et procéder à une hausse plus rapide des taux. **Le risque est ainsi plutôt à la hausse des taux d'intérêt qu'à la baisse.**