

26 septembre 2019

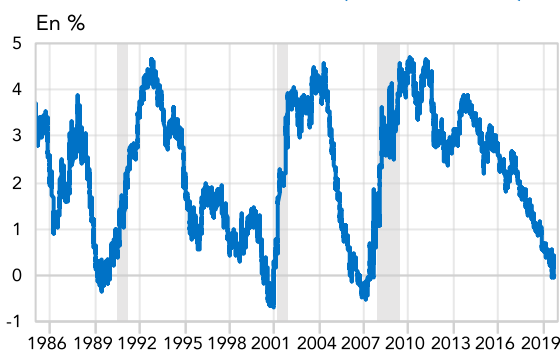
## Le bas régime de la croissance mondiale

**Les craintes de récession à l'échelle mondiale se sont accentuées au cours de l'été.** L'inversion (temporaire) de la courbe des taux aux Etats-Unis, l'escalade du conflit commercial sino-américain, les incidents sur la production de pétrole en Arabie Saoudite ou encore les soubresauts du Brexit dont aucun romancier, même le plus talentueux, n'aurait été en mesure d'en imaginer toutes les arcanes, alimentent ces craintes.

**Pourtant, les indicateurs économiques ne décrivent pas une situation pré-récessive. Les déclencheurs « habituels » des récessions du passé** (choc pétrolier durable, hausse de taux, désolvabilisation d'un nombre croissant d'emprunteurs de taille importante, chute de prix d'actifs...) **ne sont pas au rendez-vous non plus.** Et, quand bien même l'activité se dégraderait, **les pare-feux** habituels des récessions que sont les politiques monétaire et budgétaire **sont déjà activés.** Autant d'éléments qui invitent à conserver un scénario d'une croissance mondiale modérée, sans récession. Mais c'est aussi un scénario où s'accroissent les déséquilibres financiers et les risques d'un retournement plus brutal à un terme encore repoussé.

Plus précisément, la croissance mondiale n'a pas dévié au premier semestre de son rythme tendanciel de long terme (3,3 % par an en moyenne depuis 1973). Elle demeure au voisinage de 3,2 % l'an. Surtout, si l'activité industrielle mondiale pâtit de la contraction des échanges mondiaux, en revanche, les effets de propagation de ce ralentissement à l'ensemble des

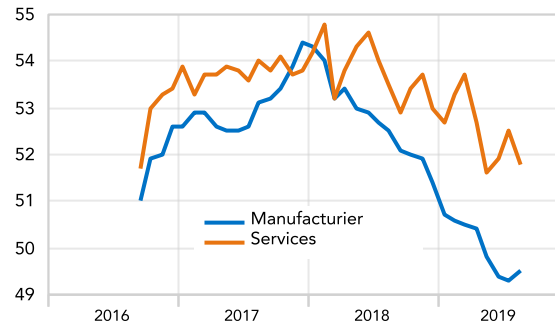
Etats-Unis : écart de taux (30 ans - 3 mois)



Source : Federal Reserve, United States

© Rexecode

Indices PMI mondial



Source : Markit Economics

© Rexecode

secteurs des économies développées comme émergentes restent à ce jour contenus.

Cette dichotomie reflète **les dynamiques contrastées qui traversent les grandes économies mondiales. D'une part, leurs échanges internationaux se tempèrent,** prolongeant et accentuant une tendance observée depuis 2008. Ce n'est ainsi pas un hasard si ce sont les économies les plus intégrées dans les flux commerciaux mondiaux qui pâtissent des plus forts reculs de leur activité industrielle, l'Allemagne figurant au premier rang au même titre que la Corée du Sud ou Taïwan, par exemple. Au-delà du mouvement conjoncturel de contraction des échanges mondiaux, c'est peut-être la question de leur configuration qui se pose de plus en plus. Une dislocation progressive des relations économiques internationales semble s'opérer, au profit d'une régionalisation plus forte mais aussi au prix d'un ralentissement de l'investissement des entreprises et de probables pertes d'efficacité à terme.

Mais, **d'autre part, les demandes internes des principales économies demeurent résilientes.** La consommation des ménages est ainsi toujours au rendez-vous aux Etats-Unis où de moindres créations nettes d'emplois sont remplacées progressivement par l'accélération des salaires pour soutenir la demande des ménages. Le taux d'épargne de ces derniers est élevé et leur taux d'endettement est toujours à la baisse (-37 points de revenu depuis son point haut de 2007), ce qui laisse quelques marges de manœuvre. Une configuration similaire s'observe en Allemagne où les

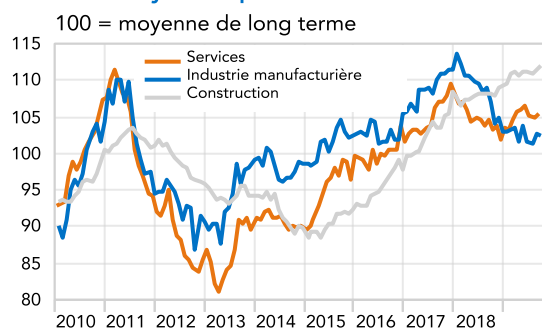
ventes au détail restent soutenues dans un contexte de taux de chômage très bas. L'effritement de la confiance des ménages allemands demeure toutefois un point de vigilance pour apprécier les risques d'effet de capillarité de la récession industrielle vers les autres secteurs de l'économie.

La France s'inscrit aussi dans ce schéma. La dépense des entreprises est ainsi le premier poste à manifester des signes patents de ralentissement. Les exportations lui ont emboîté le pas. Il en ira de même en 2020 des activités liées à l'investissement public en vertu de l'exercice du cycle électoral municipal (recul habituel des dépenses d'investissement lors de l'année d'élections municipales et l'année suivante). En revanche, **la consommation des ménages conserve un potentiel d'accélération au regard de l'évolution du pouvoir d'achat du revenu des ménages en France**. La dépense des ménages a même pris du retard sur cette dernière. Une partie de ce retard sera comblé d'ici la fin d'année et en 2020, offrant ainsi à la croissance française un point d'appui, sous réserve que l'essentiel de la stimulation de l'activité ne se retrouve pas happé par un surcroît d'importations.

La Chine n'échappe pas à ce grand écart entre environnement extérieur dégradé et demande interne résiliente. De fait, le ralentissement relevé depuis déjà près d'un an ne paraît pas s'accroître. C'est cependant à nouveau le recours au relâchement de la politique monétaire et à la stimulation budgétaire qui participe à l'endiguement du ralentissement de l'activité en Chine.

Ce tournant vers des politiques monétaires plus souples est une observation globale qui vaut pour les économies émergentes comme pour les plus développées. Elles s'accompagnent de politiques budgétaires de plus en plus stimulantes dans de nombreuses économies, notamment en France où la croissance re-

France  
Indices synthétiques du climat des affaires



Source : Insee

© Rexecode

posera en partie sur la stimulation fiscale du pouvoir d'achat du revenu des ménages.

**Le recours à ces politiques de stimulation de l'activité économique contribuera probablement à juguler les risques récessifs et à prolonger le cycle de croissance mondiale. La question de leur efficacité marginale est cependant plus que jamais posée**

dans un contexte où des signes timides de réapparition de boucle prix-salaires se manifestent notamment aux Etats-Unis. S'ils visent à relancer la demande au moyen de la baisse du coût du financement, les taux nuls ou négatifs peuvent toutefois exercer deux effets directs négatifs sur le niveau de l'activité économique : tout d'abord en incitant à un effort d'épargne accrue bien que son rendement diminue ; ensuite en ralentissant le processus de destruction créatrice par le maintien en existence d'entreprises inefficaces qui ne sont plus sanctionnées par le coût et par l'accès à la ressource financière. La question de l'efficacité marginale de la politique de taux bas ou négatifs est encore plus posée au regard des risques sur l'équilibre des systèmes financiers qu'elle peut alimenter en contribuant à la formation de bulles sur certains prix d'actifs (immobilier, *private equity*...).

Au total, le scénario le plus probable qui se dessine acte l'entrée dans un régime de croissance à petite vitesse qui risque de devenir la norme à moyen terme. Les économies semblent devenues plus inertes. Elles accélèrent moins que par le passé, comme l'illustrent la durée mais aussi la faible croissance annuelle aux Etats-Unis durant la période d'expansion débutée en 2010. Il reste à apprécier dans quelle mesure une éventuelle chute de la croissance pourrait rester amortie. Dans l'immédiat, **un régime de croissance à petite vitesse risque d'exacerber encore un peu plus les conflits de répartition d'un gâteau qui progressera partout moins qu'il ne le faisait tendanciellement dans un passé récent.**

Taux directeur mondial



Source : calcul Rexecode

© Rexecode