



S'ENGAGER POUR CHACUN
AGIR POUR TOUS

ÉCLAIRAGE

NOTE DE CONJONCTURE



Septembre 2019

Des menaces de récession qui ne sont pas inéluctables si l'on arbitre enfin en faveur des investissements d'avenir, dont la protection sociale fait partie, pour construire une croissance durable et inclusive.

1. Des menaces de récession qui ne sont pas inéluctables.

La croissance mondiale ralentit, selon les prévisions d'été du FMI : +3,2% de PIB en 2019 contre +3,6% en 2018, soit -0,4 point par rapport à 2018. Les pays émergents et en développement évoluent de +0,4% pour atteindre +4,1%. La Chine voit son taux de croissance s'affaiblir de -0,4 point, à +6,2% de PIB.

2. Fragilité de la croissance américaine

Les Etats-Unis ne font pas exception : +2,6% en 2019 contre +2,9% en 2018. Le taux de croissance américain continue cependant de bénéficier de la politique budgétaire expansionniste – mais court-termiste – menée par Donald Trump : baisse de la fiscalité, surtout en faveur des

ménages aisés et des entreprises ; hausse des dépenses publiques vers la réduction de l'immigration, la sécurité aux frontières et l'armement, etc. Dans un contexte d'activité déjà dynamique, les valeurs boursières se sont attisées sans forcément s'adosser à des investissements publics d'avenir ou des investissements supplémentaires de la part des entreprises. Aujourd'hui, l'inflation américaine demeure modérée. La consommation est insuffisante, notamment à cause des inégalités élevées aux Etats-Unis. In fine, la croissance n'a pas été suffisante pour réduire l'endettement (au-delà de 140% du PIB) et le déficit publics (4% du PIB depuis 2017). Ces valeurs gonflent en 2019. Sans articulation (ou *policy mix*) à une politique budgétaire mieux orientée, la politique monétaire de la banque centrale américaine¹ ne pourra pas à elle seule redresser les déséquilibres qui s'installent, au risque de créer de l'instabilité financière. A cela s'ajoutent les effets néfastes de la guerre commerciale avec la Chine (représailles sur les exportations américaines, hausses des coûts des importations, contournements et désorganisation des chaînes de valeur

1 La Fed a abaissé pour la 1^{ère} fois depuis 10 ans son taux directeur déjà très bas eu égard au ralentissement mondial causé par la politique commerciale de Trump et à priori parce c^e dernier souhaite affaiblir le dollar face à la monnaie chinoise.



mondiales, renforcement des incertitudes et report des investissements, etc.).

3. Enjeux européens : stratégie et investissement.

Côté européen, l'enjeu est de ne pas rester prisonnier de cette rivalité sino-américaine, sur le terrain commercial, mais aussi géostratégique, technologique, sécuritaire, ou encore sur le terrain du multilatéralisme (montée des tensions institutionnelles, à l'OMC par exemple). L'Europe doit être plus que jamais stratégique (identification de ses intérêts, politique commerciale offensive, régulation de la concurrence sur le marché intérieur, protection de ses investissements, etc.) et investir en conséquence.

Or, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt en zone Euro, sous l'impulsion de la politique monétaire de la BCE² offre une véritable fenêtre de tir aux Etats membres pour s'appuyer sur la politique monétaire. A condition bien sûr d'adosser l'endettement public, voire l'augmentation des déficits publics, à des investissements d'avenir afin de construire une croissance durable et inclusive. La CES, tout comme la CFDT, défend par exemple l'idée de sortir du déficit les dépenses d'investissement d'avenir. A défaut, les tensions commerciales sino-américaines (qui plombent les anticipations des acteurs économiques) et les pressions structurelles

à la baisse que l'on observe sur les prix (polarisation et flexibilisation des marchés du travail, inégalités, etc.) nuiront aux efforts de la BCE. Parallèlement, le contexte de taux bas a pu maintenir en vie des entreprises peu rentables (dites « zombies ») et inciter l'investissement des ménages dans l'immobilier. Dans un tel contexte, et sans les investissements pertinents, le niveau élevé d'endettement des agents économiques publics et privés peut représenter un risque d'instabilité financière pour la zone Euro (risque de défaut de la dette), d'autant que la politique européenne macro-prudentielle (réglementations et exigences vis-à-vis des emprunteurs et des prêteurs) demeure insuffisante.

Mais pour l'heure, la croissance en zone Euro suit le pli du ralentissement mondial (+1,3%, contre +1,9%), principalement sous l'effet du ralentissement allemand (+0,7% contre +1,4% de PIB, soit -0,7 point). La croissance allemande, dépendante des exportations, subit les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Mais il s'agit aussi d'un mouvement de fond. Le développement de l'Asie a porté pendant longtemps les exportations de biens industriels allemands. Mais la Chine, principal acteur de cette dynamique, est désormais capable de répondre elle-même à une partie de ses besoins. S'ajoutent à cela les contraintes

² Taux directeurs bas, taux de dépôt des liquidités des banques auprès de la BCE négatifs, mesures non conventionnelles tels que les achats d'obligations d'Etats et d'entreprises.



environnementales qui se resserrent et qui pèsent sur les mutations à venir du secteur industriel – et en particulier de l'automobile, dont l'Allemagne est un des exportateurs leaders. Côté italien, la crise politique s'aggrave, tandis que la dette publique atteint désormais plus de 130% du PIB et que la croissance diminue de -0,8 point (+0,1% en 2019 contre +0,9%). Les écarts de taux d'intérêt souverains continuent de se creuser entre l'Italie et l'Allemagne (qui sert de référence). L'économie italienne souffre d'une consommation insuffisante et de difficultés structurelles profondes. Les investisseurs pourraient délaissier la dette italienne au risque de déstabiliser toute la zone Euro, finances publiques comprises.

4. L'économie française résistera à condition de protéger l'investissement public, le système de protection sociale et les services publics.

Stimulée par une politique budgétaire procyclique (soutien au pouvoir d'achat), l'économie française est encore peu ébranlée par les incertitudes liées au Brexit et aux tensions commerciales. Toutefois, elle n'est pas épargnée par le ralentissement et perd 0,4 point de PIB (+1,3% contre +1,7%). Son taux de chômage poursuit sa décrue mais demeure élevé (8,5% en juillet 2019 ; contre 7,5% en zone euro). Et les situations contraintes sur le marché du travail perdurent (demandeurs d'emploi de longue durée, halo et sous-emploi). L'endettement privé

apparaît en France également comme un risque financier alors que l'Etat, lui-même endetté, dispose de peu de marges pour amortir un choc (capacités contracycliques). De là à en déduire qu'il faut simplement réduire les dépenses et l'endettement publics, il n'y a qu'un pas... aujourd'hui dangereux pour l'avenir. Car la soutenabilité de la dette (publique et privée) dépend en fait de la croissance potentielle à long terme. Et nous vivons une période historique de taux bas qui devrait durer, selon la BCE. Il est donc urgentissime que l'Etat investisse de manière stratégique (robotisation et numérique, compétences, etc.) et écologique. La question clé de la période n'est donc pas celle du financement, mais celle des arbitrages et de l'initiation d'une voie pour orienter les investissements des entreprises. S'intéresser seulement à l'efficacité des dépenses publiques sans se préoccuper des questions de répartition et de la finalité constitue « le » véritable risque dans un contexte de taux bas. Vivement les débats autour du projet de loi de finances de 2020 !