

# ECOWEEK

N°19-32, 6 septembre 2019

## La forte incertitude pèse sur la croissance, au mépris des baisses de taux

■ Les enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises aux Etats-Unis dépeignent un tableau contrasté avec, notamment, une nette détérioration de la situation dans l'industrie manufacturière et une belle reprise dans les services. Dans une perspective plus large, les signes d'un ralentissement économique se renforcent ■ Les moteurs de l'économie mondiale, tels la Chine et l'Inde, affichent une croissance moins dynamique, quoique pour des raisons différentes ■ En Europe, l'Allemagne est probablement déjà en récession technique alors que la France résiste ■ Les banques centrales font de nouveau le choix d'un assouplissement mais l'efficacité de cette politique va se heurter à une incertitude élevée, malgré l'annonce d'une nouvelle série de négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.

Le ralentissement de l'industrie manufacturière mondiale a fini par toucher les Etats-Unis. Le dernier rapport de l'Institute for Supply Management sur le secteur n'incite pas à l'optimisme. L'indice global s'est replié de 2,1 points de pourcentage à 49,1, avec un recul encore plus marqué pour la composante « nouvelles commandes » et l'indice de l'emploi.

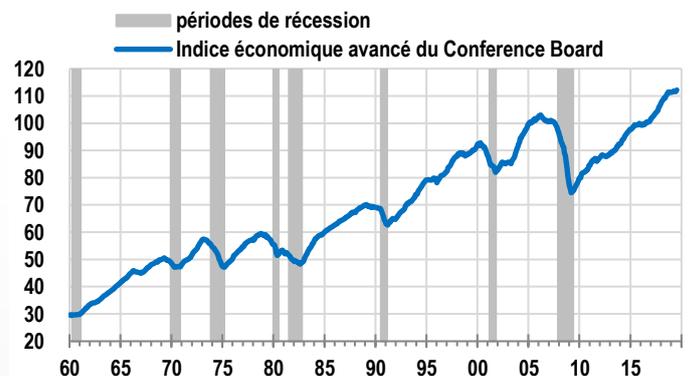
Les commentaires des dirigeants interrogés dans le cadre de l'enquête sont éloquent. Dans le secteur des produits chimiques, l'activité reste dynamique mais « il existe un climat sous-jacent de peur et d'angoisse, lié aux guerres commerciales et à une récession potentielle ». Un responsable dans le secteur des machines-outils précise même : « l'activité commence à donner des signes de ralentissement global ». Un autre du secteur manufacturier déclare : « nous continuons de tabler sur un Brexit sans accord et sur une longue guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine ».

D'autres secteurs sont en revanche plus positifs, ce dont le Beige Book<sup>1</sup> de la Réserve fédérale américaine s'est fait l'écho : « l'économie a crû à un rythme modéré jusqu'à la fin du mois d'août. Même si les incertitudes entourant l'évolution des droits de douane et de la politique commerciale continuaient à susciter des inquiétudes, les entreprises sont restées, dans leur majorité, optimistes à l'égard des perspectives à court terme ». Les tenants du verre à moitié plein pourront évoquer l'indice ISM non manufacturier, qui, en août, a fait un bond de 2,7 points de pourcentage pour atteindre un bon niveau à 56,4 %.

.../...

<sup>1</sup> Le Livre beige (« Beige Book ») est publié par la Réserve fédérale américaine. Il décrit les conditions économiques actuelles et les perspectives dans les douze districts de la Réserve fédérale. Les informations empiriques recueillies par chaque banque de la Réserve fédérale constituent des données clés de ce rapport.

### INDICE ÉCONOMIQUE AVANCÉ DU CONFERENCE BOARD



Sources : Conference Board, NBER, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

Eco  
WEEK

Cependant, si l'on se place dans une perspective plus large, il est évident que des facteurs autres que les chocs liés aux droits de douane et l'incertitude frappent le secteur manufacturier : la tendance sous-jacente est, en effet, au ralentissement de la croissance. Les analystes ont revu à la baisse leurs prévisions relatives aux bénéfices des entreprises, ce qui n'est pas de bon augure pour l'investissement. Par ailleurs, la croissance dans le secteur de la construction de logements a été négative au cours des derniers trimestres sous l'effet de la tendance à la baisse de l'accessibilité, qui restera probablement inchangée à court terme. Concernant les dépenses des ménages, tout dépendra de la manière dont le marché du travail évoluera. Pour le moment, il reste assez robuste même si les créations d'emplois sont restées inférieures aux attentes au mois d'août.

Au-delà des Etats-Unis, les signes d'un ralentissement de la croissance se multiplient. En Chine, le ralentissement se renforce. Le pays, en effet, pâtit d'une configuration inconfortable : le conflit commercial avec les Etats-Unis, la nécessité de rééquilibrer l'économie de sorte qu'elle ne soit plus tirée par l'investissement et les exportations mais par la consommation, la prudence grandissante des ménages et la nécessité d'un *policy mix* équilibré entre mesures de relance et surveillance des objectifs de stabilité. Autant de raisons pour lesquelles l'assouplissement de la politique monétaire sera progressif et prudent tandis que la dépréciation de la monnaie devrait rester modérée. En revanche, la politique budgétaire favorise la croissance. Le ralentissement est également significatif en Inde : les ménages se montrent plus prudents face à la hausse du chômage, la confiance est en berne et le crédit bancaire est en perte de vitesse.

Dans la zone euro, les données pour l'Allemagne continuent de se détériorer avec un écart toujours considérable entre le secteur manufacturier et celui des services, qui affichait jusqu'à très récemment une bonne tenue. Le dernier rapport de l'Ifo a toutefois révélé une détérioration de la situation dans les services. La Bundesbank a également constaté que les problèmes rencontrés par le secteur manufacturier commencent à gagner toute l'économie allemande. En France, en revanche, la croissance continue de résister. En Italie, la formation d'un nouveau gouvernement a apporté un soulagement car de nouvelles élections ont été évitées. Les réactions positives du marché devraient soutenir l'économie dont le rythme de croissance reste très faible. Enfin, au Royaume-Uni, les incertitudes entourant le Brexit demeurent considérables, agissant comme un frein sur l'économie.

Durant l'été, le ralentissement de la croissance mondiale, conjugué à la perspective d'un assouplissement généralisé de la politique monétaire des banques centrales et à l'augmentation de l'incertitude, a soutenu la demande d'actifs sûrs. Les stratégies de couverture du risque ont eu l'effet d'un accélérateur, entraînant un net repli des rendements des *Treasuries* en août, un mouvement disproportionné au regard des données publiées au cours du mois. Cela a eu des répercussions mondiales et, dans la zone euro, le rendement du Bund à 10 ans s'est replié, à un moment donné, en dessous de -70 points de base. L'Allemagne a même lancé une émission obligataire à 30 ans, assortie

d'un rendement négatif. Comme on pouvait s'y attendre, les investisseurs ont réservé un accueil mitigé à cette émission. Les mouvements des rendements des *Treasuries* ont entraîné une inversion supplémentaire de la courbe de taux américaine, renforçant la thèse d'une récession imminente. Cependant, ce type d'analyse n'est pas confirmé par les données relatives à l'économie réelle, comme celles sur le marché du travail ou l'Indice des indicateurs avancés publié par le Conference Board, qui ne présente pas encore la dynamique typique des périodes précédant une récession.

Quoi qu'il en soit, les banques centrales semblent dire que « mieux vaut prévenir que guérir ». Aussi faut-il s'attendre à ce qu'elles lâchent encore du lest aux Etats-Unis, dans la zone euro mais aussi dans les marchés émergents, qui bénéficient de la marge de manœuvre créée par les baisses de taux de la Réserve fédérale. L'efficacité des mesures qui seront prises dépendra, en grande partie, de la diminution de l'incertitude. L'annonce de la prochaine réunion des délégations américaine et chinoise en vue de reprendre les négociations commerciales a redonné confiance mais, au vu des épisodes de rapprochement antérieurs, on peut se demander si cela va durer.

William De Vijlder

