

LE TEMPS



De gauche à droite: Florian Ielpo, responsable de la recherche macroéconomique et gérant du fonds multi-asset d'Unigestion, Angel Sanz, responsable des investissements et chef de l'asset management chez Notz & Stucki, Valérie Plagnol, économiste...

© Eddy Mottaz pour Le Temps

PERSPECTIVES

En 2020, sortir à tout prix du «new mediocre» économique

Dans un contexte de croissance ralentie mais faiblement positive, l'économie mondiale aura besoin d'un nouveau moteur cette année. Les investissements verts pourraient-ils jouer ce rôle, de même que la croissance des pays émergents, malgré les difficultés de la Chine?

13 minutes de lecture

📌 Economie mondiale 📌 Economie suisse 📌 Finance

Sébastien Ruche

Publié dimanche 5 janvier 2020 à 20:03, modifié dimanche 5 janvier 2020 à 20:49. **ABONNÉ**

«Sortir du «new mediocre»: la formule ressemble à une bonne résolution de début d'année. Mais il faudra un peu plus que des engagements souvent vite oubliés pour que l'économie mondiale s'extirpe de la torpeur dans laquelle elle s'est installée. La croissance globale devrait continuer à ralentir en 2020, mais probablement sans provoquer une récession, ce qui revient à poursuivre dans le «new mediocre», estiment les experts réunis par *Le Temps* pour décrypter l'année qui débute.

Néanmoins, des nuages ont commencé à se dissiper, entre le Brexit et les tensions commerciales internationales. Au point de véritablement relancer la croissance? La vague verte peut-elle sortir l'économie mondiale du marasme? Les taux d'intérêt négatifs, décrits comme «une aberration», sont-ils appelés à durer? Les réponses de quatre spécialistes.

Le Temps: Début 2019, tout le monde a parlé de récession en 2020, puis l'idée a totalement disparu. Que s'est-il passé? Les indicateurs habituels, comme l'inversion de la courbe des taux, ne sont-ils plus adaptés?

Florian Ielpo, Unigestion: A partir de janvier 2018, une majorité d'indicateurs ont pointé vers une décélération de l'économie mondiale. A partir de janvier 2019, cette dernière a été très visible et les banques centrales ont commencé à changer de politique, en abandonnant l'idée d'une remontée des taux d'intérêt. La phase de décélération ne s'est donc pas transformée en récession. Aujourd'hui, la question d'une éventuelle récession pour 2020 se pose encore, même si on constate une stabilisation de la macroéconomie.

Patrice Gautry, Union bancaire privée: Début 2019, on croyait qu'une récession se produirait aux Etats-Unis, notamment parce que traditionnellement l'inversion de la courbe des taux mène à la récession. Mais celle-ci ne s'est pas concrétisée. L'enseignement de 2019 est que depuis deux ou trois ans, on n'arrive pas à établir qu'un risque est écarté, qu'il s'agisse de risques politiques ou géopolitiques, de risque de récession, du protectionnisme, à l'exception du Brexit peut-être. La difficulté consiste à continuer à naviguer avec tous ces risques présents. Les marchés et les indicateurs évoluent selon l'évolution de ces risques, qui deviennent proéminents ou se réduisent. Le paradoxe de ces années un peu bizarres est une espèce de strabisme dans la stratégie: on doit garder un œil sur le très long, avec du très, très court qui devient même parfois imprévisible.

Valérie Plagnol, économiste indépendante: Les marchés ont été prisonniers de leur propre mémoire. Depuis plusieurs trimestres, on attend une sorte de crise 2008 bis, un krach majeur. Or on arrive probablement au bout d'un cycle de reprise qui a été très lent, souvent médiocre et très long. On a pensé que la seule issue était la récession. Elle ne s'est pas produite, même si un vrai ralentissement s'est concrétisé.

Angel Sanz, Notz & Stucki: Pour paraphraser Larry Summers, le secrétaire d'Etat au Trésor de Bill Clinton, je dirai que les marchés financiers ont prévu neuf des cinq dernières récessions. Les récessions qui ont réellement eu lieu ont résulté de facteurs exogènes comme la montée du pétrole dans les années 1970 ou des facteurs endogènes comme le fait que les marchés étaient très chers, par exemple lors de l'éclatement de la bulle technologique en 2000 ou avec l'immobilier en 2007. Ce n'est pas le cas aujourd'hui. Nous pensons que la décélération va continuer au niveau global.

Pensez-vous que l'économie mondiale va se dégrader en 2020?

Valérie Plagnol: On ne peut pas totalement l'exclure, car des facteurs d'aggravation potentielle se sont mis en place, en particulier sur le plan géopolitique et dans les pays émergents, qui vivent un ralentissement beaucoup plus marqué à cause des difficultés de la Chine. On peut aussi citer l'épée de Damoclès qu'est le niveau d'endettement généralisé dans pratiquement tous les pays, dans le secteur privé comme dans le secteur public. On a donc un faisceau de raisons qui montrent que les choses ne vont pas si bien, mais il n'y a pas eu de catalyseur qui aurait déclenché une crise majeure et immédiate. Ça nous laisse un arrière-goût amer, car les fondamentaux économiques ne sont pas en cohérence avec la performance des marchés.

Les marchés montent depuis dix ans, ce qui est historiquement élevé. Est-ce que c'est un facteur que vous prenez en compte dans vos prévisions?

Patrice Gautry: Un cycle peut durer dix ans ou un trimestre: ce qui compte, c'est la politique et les dosages des mesures prises. Or une volonté politique se met en place pour faire durer le cycle économique, à travers des politiques économiques, le revirement des banques centrales et les ajouts budgétaires qu'on voit de-ci de-là. Ce cycle n'est pas beau, effectivement, mais il tient. En l'absence de chocs externes majeurs comme le protectionnisme, des événements géopolitiques ou le pétrole, on pourrait avoir un cycle très moyen en termes de progression des PIB et des bénéfices, mais qui perdure.

Lire aussi: «2019 sera une année qui récompense le courage de l'investisseur»

Nous trouvons-nous encore dans un scénario dit «Goldilocks» (Boucles d'or), caractérisé par un équilibre des éléments nécessaires à la croissance, sans excès? Ce scénario ne produit pas de forte croissance mais évite les récessions.

Patrice Gautry: Pas nécessairement, la situation actuelle tient plutôt du «new mediocre» décrit par Christine Lagarde en 2016. Il s'agit d'un contexte de taux de croissance inférieurs au potentiel, mais qui ne chutent pas et restent positifs dans la majorité des cas. La croissance moyenne des pays de l'OCDE baisse régulièrement depuis 1980. Mais ça fonctionne, ce qui est l'essentiel pour l'investisseur, même si la rentabilité des placements financiers baisse structurellement en lien avec le cycle économique.

Lire également: L'économie suisse en mode «Boucles d'or» en 2017

Florian Ielpo: Deux facteurs ont joué un rôle fondamental au cours de la dernière décennie. D'une part le fait que de nombreuses entreprises ont racheté leurs propres actions, tout en maintenant une croissance des dividendes distribués. D'autre part, la valorisation des marchés actions n'a pas atteint les niveaux excessifs de 2001. On observe une forme de logique entre la performance économique des entreprises – principalement les cinq géants américains de la technologie, les GAFA – et la valorisation des indices. Mais lorsqu'on retire ces cinq sociétés des principaux indices boursiers, la croissance des bénéfices restante peut effectivement être caractérisée de «new mediocre».

Que faudrait-il pour sortir de cette médiocrité?

Patrice Gautry: Le cycle économique risque de ne pas s'améliorer, car les évolutions profondes (population active, productivité) ne nous amènent pas sur des choses très fortes. Derrière le «new mediocre» actuel pointe le manque de moteur. Le commerce mondial n'est plus le moteur, les gains de productivité sont volatils. Notre monde ne bénéficie pas de rupture technologique majeure à court terme comme l'a été le web dans les années 2010 avec de nouvelles pratiques concrètes. Les nouvelles technologies comme l'intelligence artificielle existent, mais elles n'ont pas suffisamment essayé pour générer des niveaux de productivité ou de croissance supérieurs.

Florian Ielpo: Les trois moteurs de la croissance économique structurelle sont la natalité, le progrès technique et l'investissement. Or la problématique à moyen terme est l'investissement. Soit les Etats sont trop endettés, soit les entreprises ne voient pas l'opportunité, ce qui explique qu'elles préfèrent racheter leurs actions plutôt que d'investir pour étendre leurs activités. Lancer de grands plans d'infrastructure pourrait relancer la croissance, qui n'a tenu en 2019 que grâce à la consommation.

Angel Sanz: Dans les pays développés, la démographie va continuer à limiter la croissance économique. La décennie 2008-2017 a été celle au cours de laquelle la productivité a le moins augmenté de tout le siècle. Donc le PIB des pays développés n'augmente pas autant qu'avant. Pour 2019, la croissance devrait atteindre 1,7% dans les pays développés et 4,5% dans les pays émergents. Ceux-ci tireront la croissance, de deux manières: en alimentant le PIB global et via les profits des entreprises très actives avec les pays émergents. Tant qu'il y a de la croissance quelque part dans le monde dont les entreprises des pays développés peuvent profiter, c'est positif.

Valérie Plagnol: Mais la croissance des pays émergents a elle aussi ralenti. Il y a une extraordinaire convergence de l'activité et de l'inflation entre les pays développés et les pays émergents. La Chine a pesé énormément dans cette histoire. Je pense que le ralentissement de l'activité y est beaucoup plus marqué que ce qu'ils nous disent. La Chine se trouve dans un changement de paradigme économique qu'elle a du mal à gérer. Le ressort de la dépense publique, en créant des infrastructures, n'est plus disponible. La productivité a ralenti en Chine, les salaires ont augmenté.

Florian Ielpo: Chez Unigestion, nous pensons que la macroéconomie n'est peut-être pas la question principale pour l'année à venir. Les marchés sont dominés par le «tout sentiment»: avec les niveaux de valorisation actuellement atteints, les marchés sont désormais plus vulnérables aux tweets et autres sources de stress qu'avant. Nous restons positifs pour l'an prochain mais avec une longue liste de «mais». Le dénominateur commun de ces «mais» est le sentiment de marché, qui devrait rendre les marchés volatils et assez difficiles à naviguer.

«GREEN DEAL», BREXIT ET GUERRE COMMERCIALE

Le durable pourrait-il fournir des opportunités d'investissement? Par exemple dans le cadre du «Green Deal» lancé par l'Union européenne le 11 décembre dernier?

Valérie Plagnol: L'Union européenne essaie de promouvoir une dynamique de croissance verte. Mais on ne sait pas comment faire de la croissance sans pollution. Il faut donc réinventer le modèle économique. Je pense que le Green Deal européen se concrétisera, mais ce sera compliqué.

Patrice Gautry: L'impulsion donnée à l'économie verte en Europe est un pari et une chance, mais on peut regretter qu'elle se fasse à travers des taxes ou des contraintes, au lieu d'indiquer des opportunités d'investissement. Le coût du capital est tellement faible que la Banque européenne d'investissement et la Banque centrale européenne peuvent créer des structures dans lesquelles le public et le privé seraient ravis d'investir. Cela permettrait de relever le potentiel de croissance dans les pays de l'OCDE et donc de sortir du «new mediocre».

Lire encore: Bruxelles lance son Green Deal européen

Ces dernières années, le Brexit et les tensions commerciales entre Washington et Pékin ont été présentés comme les principales sources d'incertitudes pour l'économie mondiale. Depuis mi-décembre, ces deux questions semblent en passe d'être résolues. Qu'est-ce que cela va changer?

Patrice Gautry: Ce sont des étapes qui nous amènent vers l'évitement de gros problèmes mais qui peuvent encore acher. Concernant la Grande-Bretagne, les négociations avec l'UE pourraient amener encore un an ou plus de débat sur un schéma de futures relations commerciales, et un accord n'est pas sûr. Le curseur de risque est plus élevé concernant les élections américaines, avec ce passage difficile sur l'impeachment. La probabilité que le Congrès américain, à majorité républicaine, laisse tomber le président Trump est faible. Mais l'incertitude est forte concernant le candidat démocrate à l'élection présidentielle, entre Elizabeth Warren, Bernie Sanders et Joe Biden. Le facteur politique peut amener des hauts et des bas sur le curseur de risque pour les investissements.

Valérie Plagnol: La Chine a abordé les négociations commerciales d'une position de relative faiblesse. La promesse du Parti communiste est de délivrer de la croissance, or celle-ci est moins forte. Depuis 2017, la lutte contre la pollution a conduit à fermer des usines et à réduire l'activité. L'endettement privé inquiète. Cela a provoqué une baisse de la consommation, même si une classe moyenne émerge. La Chine vit un creusement extraordinaire des inégalités et un vieillissement accéléré de la population. C'est un tournant compliqué. L'Amérique n'est pas en bonne position non plus. La proximité de l'élection présidentielle a fini par forcer Donald Trump à trouver un accord. Or celui qui se dessine est bien en deçà de ses promesses.

Angel Sanz: Un risque pour 2020 s'appelle Elizabeth Warren. Selon les sondages, elle a 50% de chances d'être élue candidate et 50% de chances de battre Donald Trump. On a donc 25% de chances d'avoir une présidente américaine avec un programme très négatif pour les investisseurs. Je suis étonné qu'on n'en parle pas davantage.

Florian Ielpo: Depuis cet été, le commerce mondial est à nouveau en phase de croissance. Il avait reculé pendant un trimestre jusqu'en juillet, ce qui est historiquement un signe de récession. On peut néanmoins se demander si on se dirige vers une normalisation du commerce international ou s'il s'agit d'un rebond limité.

Comment stimuler la croissance en 2020 et au-delà?

Patrice Gautry: L'enjeu pour 2020 consiste à réenchanter le cycle économique. Ça ne peut passer que par une reprise de l'investissement public et privé. En Europe surtout, le secteur public doit prendre l'initiative; sinon, il faudra attendre les Etats-Unis ou la Chine. Ce qui est inquiétant est que l'Europe n'a pas de nouvelle technologie et que le modèle des pays leaders traditionnels ne fonctionne plus, par exemple le capitalisme rhénan allemand. Ou au moins, ce n'est pas le modèle qu'il faut avoir pour traverser la période actuelle. Personne n'a la solution.

Cette solution peut-elle venir de la Chine?

Angel Sanz: La Chine dégage une épargne nette positive. C'est très important, car les pays qui connaissent des crises ont toujours des comptes courants négatifs. Le pays investit énormément dans le capital humain, les universités,

on le voit dans les études PISA. Les autorités ont compris que ce sont les personnes qui font la croissance, pas seulement les trains. Dans la technologie, Huawei est un leader dans la 5G, après avoir été un copieur. Alibaba, Tencent, Baidu sont presque au niveau des géants américains. En revanche, la Chine reste derrière dans les semi-conducteurs, les technologies de défense ou l'aviation. On entend que Huawei serait capable de fabriquer un téléphone sans produit américain. On peut en douter mais ce moment n'est peut-être plus très lointain.

Patrice Gautry: Pour l'instant, la Chine est parfaite pour copier-coller de la technologie. L'interrogation fondamentale est de savoir si elle sera capable d'apporter une rupture technologique dans les cinq prochaines années. Huawei est à ce titre emblématique: l'entreprise a un avantage comparatif dans la technologie de la 5G, et pourrait favoriser l'émergence d'une Silicon Valley chinoise. Les contenus, la stratégie et les composants sont plus chinois qu'américains, pas du tout européens. On voit une redistribution des cartes qui pourrait se faire à l'avantage de la Chine, mais à condition qu'elle impose sa technologie comme modèle pour le reste du monde. Sinon elle risque de rejouer l'expérience du Japon, qui avait créé de nouvelles technologies dans les années 1980 puis échoué à les imposer. Baidu ou Tencent fonctionnent très bien quand les frontières sont fermées, mais que se passera-t-il lorsqu'elles seront ouvertes? C'est un enjeu de la nouvelle Route de la soie, qui consiste à exporter l'industrie, les capitaux et la loi chinois. Tout est financé par des Chinois et revient en Chine: c'est un modèle de comptoir colonialiste, une fausse ouverture. Enfin, les Etats-Unis sont un empêcheur de tourner en rond pour la Chine, avec des attitudes protectionnistes et le poids économique des GAFA.

LES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS

Les taux d'intérêt négatifs sont beaucoup critiqués en Suisse. Pensez-vous qu'un retour à la normale soit possible en 2020?

Angel Sanz: Un malade qui reçoit des antibiotiques devra les prendre une ou deux semaines, pas pendant des années. On commence à voir clairement les effets collatéraux négatifs des taux d'intérêt négatifs, pas seulement en Suisse. Il s'agit d'une forte distorsion sur les marchés de capitaux, d'excès sur le

marché immobilier et sur des produits financiers illiquides. Avec des taux d'intérêt négatifs, une croissance faible et si des pays ont des comptes courants excédentaires comme l'Allemagne, ces pays doivent dépenser plus. C'est simple. Les taux d'intérêt devraient avoir été arrêtés il y a un ou deux ans.

Lire encore: Les intérêts négatifs se rapprochent un peu plus du client ordinaire

Même en Suisse? Si le taux d'intérêt de la BNS remonte, le franc repartira à la hausse et pénalisera les exportations, non?

Angel Sanz: La Suisse n'a pas le choix, car le lien est très fort avec l'Union européenne et donc avec la BCE. C'est elle qui doit faire d'autres choses.

Valérie Plagnol: Les taux d'intérêt négatifs sont une aberration. Le signal d'une normalisation des politiques monétaires est venu de la Suède, qui a relevé le 19 décembre son taux directeur à 0%, après pratiquement cinq ans en territoire négatif. Les pays comme la Suède, le Danemark ou la Suisse ont été les premiers à recourir à des taux négatifs afin de contenir l'appréciation de leurs monnaies. Mais les effets collatéraux de ces politiques deviennent trop négatifs, notamment pour le système financier. Si en plus, les Etats européens se mettent d'accord pour enclencher la dépense budgétaire, la logique voudrait que la politique monétaire se normalise. Dans ce cas, l'épargne serait mieux rémunérée. Le risque serait un choc boursier, les investisseurs préférant sortir des capitaux de la bourse, où les valorisations sont déjà considérées comme élevées.

Florian Ielpo: Vu l'intensité de la protection dont disposent les portefeuilles aujourd'hui, la baisse des marchés ne serait pas de 20%, mais plutôt de 5 à 10%.

Lire enfin: Les taux négatifs stimulent aussi la fertilité

