

LE THÈME DU MOIS

Il n'existe pas de cycle économique synchronisé à l'échelle mondiale

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 4/01/2019

L'essentiel

L'année 2019 débute sur le thème d'un ralentissement économique mondial synchronisé. C'est clairement le signal envoyé par les enquêtes récentes (indices PMI). La croissance mondiale semble battre de l'aile tandis que les risques globaux continuent de nourrir le climat d'incertitude. Du côté des économies avancées, les yeux sont rivés sur le cycle américain avec la baisse des indices ISM; tandis que du côté des grandes économies émergentes, les regards se portent naturellement sur la Chine, dont l'économie continue de montrer des signes d'essoufflement en ce début d'année.

Il faut néanmoins se méfier des apparences. D'abord parce que les signes de ralentissement concernent avant tout le secteur manufacturier (le plus exposé par nature au commerce mondial), dont l'importance tend à diminuer au fil du temps. Ensuite, rappelons que l'année 2018 avait commencé sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée qui n'a pas fait long feu! On peut en effet désormais dater le pic du cycle mondial à fin 2017. Il faut donc éviter de conclure trop rapidement en 2019. Les économies ont ralenti ou ralentissent pour des raisons très différentes. Et certains des facteurs qui ont pesé au cours des derniers mois ont disparu (le pétrole s'est replié de quelque 30 % depuis le début octobre). Les États-Unis et la Chine ont conclu une trêve commerciale que les deux parties ont tout intérêt à respecter compte tenu de l'assombrissement des perspectives. **Dans ces conditions, la synchronisation du cycle mondial pourrait ne pas durer très longtemps.** Tant que le ralentissement reste graduel aux États-Unis et en Chine, le reste du monde peut connaître des « cycles autonomes ». C'est d'autant plus vrai que les politiques monétaires vont devoir se faire soit plus accommodante (Chine), soit moins restrictive (États-Unis).

Revenons à grands traits sur les tendances à l'œuvre dans les grandes zones.

Aux États-Unis, le recul des indices ISM dans le secteur manufacturier (tombé en décembre à son plus bas niveau depuis novembre 2016) semble annoncer un ralentissement plus marqué que prévu. Et ce d'autant plus que les conditions de financement des entreprises se sont nettement durcies au cours des dernières semaines de 2018. La fermeture des services fédéraux (*shutdown*) et la chute de la bourse accroissent l'incertitude. Les effets stimulants des baisses d'impôts et hausse de dépenses vont commencer à s'estomper. Dans ces conditions, l'investissement des entreprises va sans doute ralentir plus nettement que prévu (ralentissement de la demande globale et des profits anticipés, moindre visibilité).

L'économie américaine n'a néanmoins pas de raison de tomber en récession. La consommation des ménages restera soutenue du fait de la vigueur du marché du travail. En définitive l'économie américaine est vraisemblablement en passe de retrouver son rythme de croissance potentiel (qui est de l'ordre de 1,7/1,8 %). Il s'agit là d'un ralentissement économique substantiel qui s'accompagnera naturellement d'un tassement marqué des profits, après néanmoins une année exceptionnellement faste en raison des baisses d'impôts. C'est ce dernier point qui préoccupe les marchés d'actions qui s'étaient sans doute trop habitués à une croissance (du PIB et des profits) plus élevée.

Dans ces conditions, la Fed va être amenée à faire une pause plus tôt que prévu car les risques deviennent asymétriques. Il sera toujours temps de reprendre le fil de la normalisation monétaire ultérieurement si les signaux de ralentissement ne se matérialisent pas et que l'inflation accélère parallèlement.

En Europe, en dépit d'une reprise beaucoup plus tardive qu'aux États-Unis, les économies ont commencé à ralentir en 2018 et les signes de tassement de la conjoncture persistent en ce début d'année. L'output gap s'est refermé dans la plupart des pays. **Plusieurs facteurs ont contribué au tassement de la croissance en 2018:** la montée des prix du pétrole (jusqu'en octobre), le ralentissement du commerce mondial et celui des économies émergentes.

Des incertitudes politiques majeures sont en outre venues obscurcir le ciel européen (Brexit, budget italien, gilets jaunes).

- Le gouvernement italien, sensible à la pression des marchés, a néanmoins revu à la baisse son objectif de déficit pour 2009 (à 2,0 %) ce qui lui a permis d'éviter in extremis une procédure de déficit excessif et ce qui illustre le pragmatisme de la coalition au pouvoir.
- En France, la crise des gilets jaunes n'a pas fini de produire ses effets tant sur le plan économique (il faut s'attendre à de mauvais chiffres de croissance au T1) que sur le plan politique (les réformes vont sans doute être repoussées). Ceci dit, les mesures annoncées par le gouvernement vont stimuler le pouvoir d'achat ce qui devrait soutenir la consommation un peu plus tard dans l'année.
- En Allemagne, la perte du leadership de la Chancelière Angela Merkel (qui a dû abandonner la direction de la CDU suite aux élections régionales) a de facto freiné les initiatives de renforcement de l'intégration de la zone euro qui étaient à l'étude. Ceci dit Annegret Kramp-Karrenbauer, qui lui succède à la tête de la CDU, est sur la plupart des sujets sur la même ligne qu'elle.

Il faudra néanmoins attendre les élections européennes de mois de mai puis un nouveau parlement, un nouveau chancelier en Allemagne et une clarification du leadership des institutions européennes (Commission, BCE) pour réaliser des progrès significatifs dans le renforcement de la zone euro. Autant dire qu'il n'y a rien à attendre avant la fin de l'été. En attendant, les tensions politiques sont inévitables d'ici au mois de mai (période électorale).

Le Royaume-Uni, continue de voir son sort suspendu aux modalités du Brexit. Dans le cadre de notre scénario central, nous faisons l'hypothèse d'un vote du parlement en définitive favorable au plan de retrait négocié par Theresa May. Cela permettrait au Royaume-Uni de bénéficier d'une longue période de transition (de mars 2019 à décembre 2020) pendant laquelle le Royaume Uni négocierait avec l'UE et continuerait de bénéficier de règles commerciales inchangées. Toutefois, on ne peut pas exclure un « accident » de l'histoire qui conduirait à un « hard Brexit ». (cf. section facteurs de risque ainsi que « l'investment talk » publié récemment sur le sujet).

Au Japon, l'économie s'est affaiblie en fin d'année. L'économie nipponne est en grande partie protégée du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine. Les exportations à destination des États-Unis et de la Chine ne représentent qu'environ 3 % du PIB. Il est néanmoins encourageant d'observer que les entreprises projettent d'augmenter leurs dépenses d'investissement à un rythme inobservé depuis 2007 en dépit des menaces qui pèsent sur le commerce mondial. Le marché du travail n'a jamais été aussi tendu depuis 1974 et les salaires croissent au rythme le plus élevé depuis plus de 20 ans. La hausse du taux de TVA prévue en octobre 2019 (de 8 % à 10 %) devrait dopper la consommation avant de peser sur les dépenses des ménages, une fois la mesure mise en place.

En Chine, la montée des menaces protectionnistes a affaibli l'économie et le risque d'un ralentissement brutal s'est accru. La baisse du PMI manufacturier de décembre en deçà du seuil de 50 et le ralentissement de la production industrielle nourrissent les inquiétudes. Les autorités chinoises ont certes radicalement changé l'orientation de leur politique économique durant l'été en optant pour une politique de stabilisation contracyclique, mais cette dernière tarde à montrer ses effets. La Chine utilisera tous les leviers qui sont à sa disposition pour éviter un atterrissage brutal. Et en la matière, il faut avoir à l'esprit que les autorités locales disposent de davantage de degrés de liberté que les États-Unis. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un ralentissement maîtrisé de l'économie chinoise. Enfin, l'accord conclu entre les présidents Trump et Xi le 1^{er} décembre au G20 devrait alléger les tensions entre les deux pays pendant quelques mois.

Dans les autres économies émergentes, la détérioration des conditions domestiques – liée notamment aux risques que font peser les mesures protectionnistes des États-Unis – va continuer de peser sur le climat des affaires et l'investissement (notamment en Asie du Nord et au Mexique). D'autres pays en revanche continueront vraisemblablement de combler leurs besoins en matière d'infrastructure (Indonésie et Philippines par exemple). La consommation devrait quant à elle rester soutenue dans les économies proches du plein-emploi. De nombreuses économies émergentes sont encore fragiles (Argentine, Afrique du Sud) tandis que la Turquie s'enfoncé sans surprise en ce début d'année dans la récession.

Signalons néanmoins que deux des facteurs qui ont déstabilisé les économies émergentes en 2018 (montée des taux longs américains et appréciation du dollar) **se sont dissipés** : les taux à long terme sont en baisse et le dollar a cessé de monter, ce qui vient alléger la pression sur les économies les plus endettées en dollar. En outre, il faut garder à l'esprit que la croissance potentielle nominale des économies émergentes reste en moyenne très au-dessus de celle des économies avancées, ce qui devrait leur permettre en théorie de soutenir leur dette plus facilement.

À l'échelle mondiale, la présence de multiples foyers de risques – notamment ceux de nature politique – tend à accroître l'incertitude globale ce qui risque de peser davantage sur les décisions d'investissement. **Les tensions commerciales États-Unis/Chine, les tensions au Moyen-Orient, les tensions politiques en Europe sont là pour durer,** sans compter que les problèmes de fond ne sont pas résolus (dette élevée, croissance affaiblie, risques climatiques, inégalités qui fragilisent les démocraties occidentales). Les fondations du régime de croissance actuel sont donc fragiles, notamment en cas de remontée brutale des taux d'intérêt (hausse des primes de risques).

Cette fragilité est d'autant plus préoccupante que les marges de manœuvre des banques centrales et des gouvernements se sont amenuisées au fil du temps dans de nombreux pays : de plus en plus rares sont ceux qui ont les moyens de mettre en place une politique de stabilisation contracyclique en cas de choc.

- En particulier, **aux États-Unis la politique budgétaire procyclique laisse peu de marges de manœuvre** en cas de retournement, et ce d'autant plus que le Congrès est désormais divisé (les démocrates contrôlent désormais la Chambre des Représentants tandis que les républicains ont renforcé leur majorité au Sénat).
- **En Europe, les marges de manœuvre sont moindres tant sur le plan budgétaire que sur le plan monétaire.** La BCE n'a pas réellement commencé à normaliser sa politique monétaire que la croissance ralentit déjà. Nous n'attendons pas de hausse de ses taux d'intérêt directeurs en 2019

Les tensions sur le commerce sont vives et le commerce mondial est en berne mais cela ne signifie pas que la croissance mondiale va chuter. Les perturbations des chaînes de valeur induites par la guerre commerciale sont en train de redessiner les cartes du commerce international des biens, au bénéfice de la Chine. Le commerce de services se développe, les économies demeurent étroitement imbriquées et Donald Trump est isolé sur le plan international. Il est en particulier important de noter que les intérêts des régimes populistes/nationalistes ne convergent pas forcément : très nombreuses sont en effet les économies qui ont besoin du reste du monde pour se développer (Europe de l'Est, Turquie, Brésil entre autres). Enfin, la part de la consommation tend à s'accroître dans les pays émergents au fur et à mesure de leur développement.

Dans ces conditions, les économies ont davantage de chances à l'avenir de connaître des cycles économiques plus autonomes car plus dépendants de leur demande domestique. Et ce d'autant plus que si les risques politiques sont présents sur la plupart des continents, ils n'ont aucune raison de se matérialiser simultanément. Dans un monde de plus en plus instable sur le plan politique, les cycles économiques devraient être donc amenés à se désynchroniser plus souvent.

En définitive, compte tenu de l'incertitude qui entoure simultanément les perspectives aux États-Unis et en Chine, les risques demeurent baissiers. Même si on ne peut clairement pas exclure un ralentissement durable et synchronisé à l'échelle mondiale, nous continuons de tableur sur découplage d'ici la fin de l'année, notamment entre les économies émergentes et les économies avancées.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicbarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition de « investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images — ansonmiao

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche