

Crise de gouvernance et risque économique

Mercredi 11 Septembre 2019

Bruno Cavalier - Chef Economiste

bruno.cavalier@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste

fabien.bossy@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

Le monde connaît une crise de gouvernance, dont les derniers développements augmentent de manière notable le risque de crise économique. Les États-Unis et le Royaume-Uni, deux pays qui ont tant fait pour la liberté politique et économique, sont actuellement dirigés par des clowns narcissiques dont la seule ligne de conduite est de casser coûte que coûte un ordre mondial ou européen accusé de tous les maux. La confiance, un ingrédient essentiel de la bonne marche de nos sociétés, est érodée. L'incertitude économique atteint de nouveaux sommets, ce qui est propice à ralentir davantage l'investissement et la croissance.

- L'économie mondiale a entamé cet été la 11^{ème} année d'une phase d'expansion qui a débuté après la pire crise financière moderne. Cette phase n'a pas été uniforme, loin s'en faut. Il y a eu un très net freinage de la croissance en 2011-2012 (crise de l'euro), puis en 2015-2016 (crise pétrolière). C'est à nouveau le cas depuis dix-huit mois sur fond de tensions commerciales. Lors des deux premiers coups de froid, le rythme de croissance mondiale était tombé au voisinage de 2.5%, un seuil qui n'est pas loin de marquer l'entrée en zone de récession. À chaque fois, ce risque ne s'était pas matérialisé à cause d'un choc de confiance positif. En 2012, Mario Draghi avait su utiliser tout le capital politique de la BCE pour rassurer sur l'intégrité de l'euro. En 2016, la Chine et les États-Unis avaient de concert relancé leurs économies. A l'heure actuelle, le rythme de croissance se situe un peu au-dessus de 3% l'an, contre 4% au début 2018. Il n'est pas encore dans une zone critique. Mais le choc de confiance qui prend corps actuellement est cette fois *néгатif*.
- Les derniers mois ont en effet confirmé toutes les craintes qu'on pouvait avoir quant au caractère déstabilisant de la politique économique aux États-Unis depuis que Donald Trump y met son grain de sel (euphémisme). Après avoir imprudemment gaspillé des marges de manœuvre budgétaire l'an dernier, il fait tout pour que les échanges mondiaux soient de plus en plus coûteux, non sans oublier au passage de saper quotidiennement la crédibilité de la Fed – une Fed qui fait ce qu'elle peut (baisse des taux) pour limiter la casse. La confrontation avec la Chine a sans doute atteint un point de non-retour. Il est illusoire, pensons-nous, d'espérer encore que les deux pays s'entendent sur un "deal" commercial. Le consommateur américain bénéficie de gains en salaires et en emplois, ses dépenses sont solides, et à ce stade, il est peu exposé aux effets de la guerre tarifaire. Il n'en va pas de même des entreprises. L'incertitude laisse désormais une marque visible sur le climat des affaires et les perspectives d'investissement. Certains secteurs (pétrole, aéronautique) ont de surcroît des problèmes spécifiques, ce qui n'arrange rien.
- La Chine suit une ligne de crête pour concilier des objectifs contradictoires (soutenir l'activité, ne pas lâcher la bride à l'endettement, éviter la spéculation immobilière). Les autorités multiplient les mesures d'assouplissement sélectif des conditions monétaires et financières. A ce stade, le ralentissement reste contrôlé, mais c'est tout de même un ralentissement. En laissant sa devise se déprécier, la Chine s'est donné un peu de latitude pour absorber le choc commercial, mais c'est un outil à manipuler avec précaution si l'on veut limiter les fuites de capitaux et ne pas attiser davantage l'ire du président Trump au sujet des "manipulations monétaires".
- En Europe, certains problèmes politiques sont réglés (les "gilets jaunes" en France, les tensions Rome-Bruxelles après le pari raté de Salvini) mais reste irrésolu le plus grave d'entre tous, le Brexit. L'économie a deux faces : une face sombre (l'industrie) et une autre plus rassurante (les autres secteurs). Dans l'ensemble, il y a peu de contagion entre les deux, sauf en Allemagne, où la crise de l'industrie est trop grave pour ne pas peser sur l'emploi et l'activité totale. L'apathie du gouvernement allemand, arrimé à ses principes d'orthodoxie budgétaire comme un naufragé à sa bouée, a quelque chose de lunaire. Il est heureux qu'à l'initiative de Mario Draghi, la BCE prépare à nouveau un assouplissement monétaire d'envergure, mais là encore, c'est contre les tenants germaniques de l'orthodoxie monétaire.



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des États-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des États-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des États-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des États-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des États-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des États-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des États-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des États-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.



Sommaire

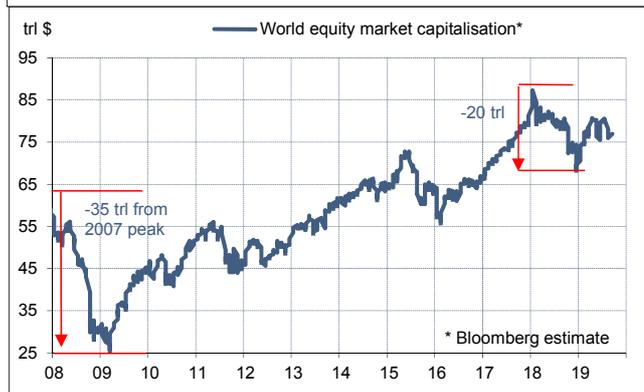
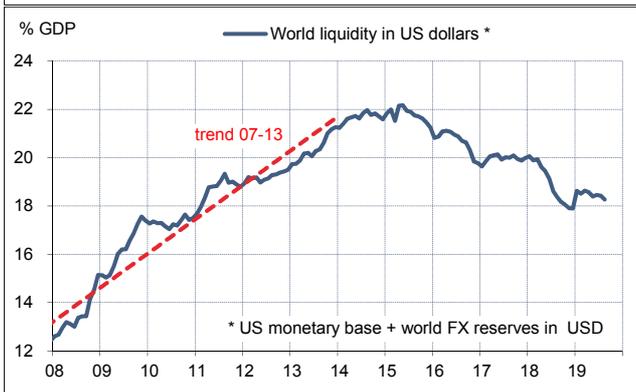
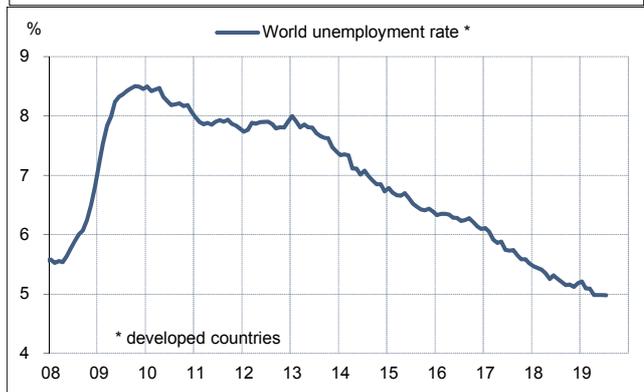
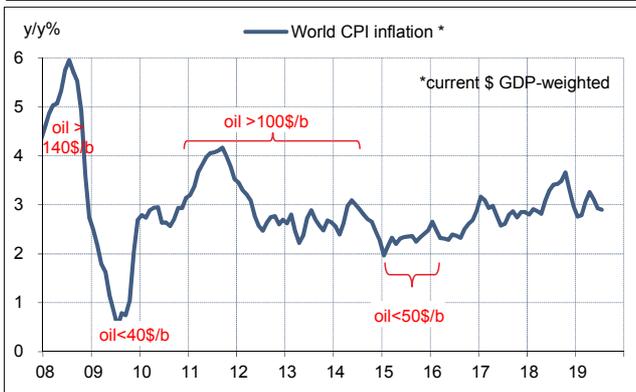
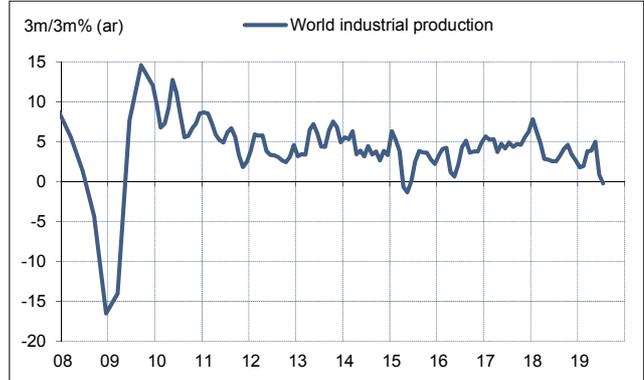
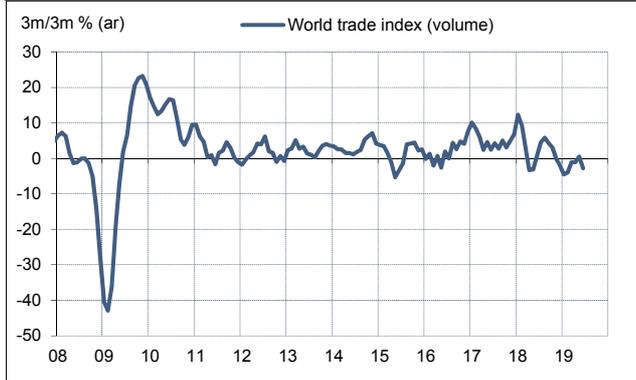
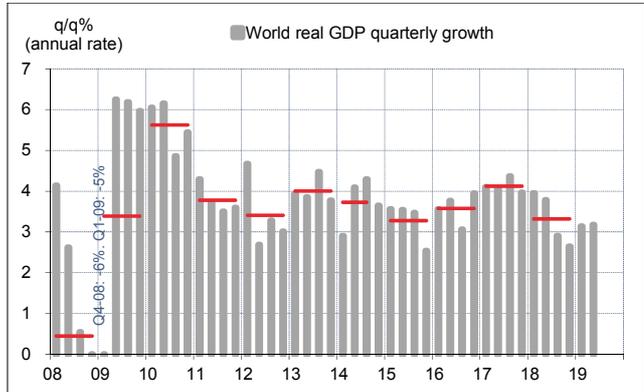
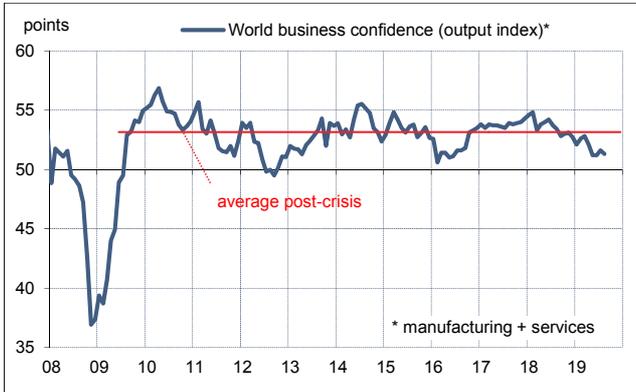
L'économie mondiale en un coup d'œil	5
Indicateurs économiques et financiers mondiaux	5
Scénario global	6
Nouvelles de l'été, bonnes et mauvaises	7
Encadré 1: L'industrie américaine, chocs spécifiques et choc global	7
US-Chine, au point de non-retour	9
Quelle boussole pour les marchés de taux ?	11
US, récession ou phobie de la récession	13
Courbe des taux, comment lire le signal ?	13
10 modèles de récession	15
Le problème allemand	17
Des pressions cycliques et structurelles	17
Débat sur la relance budgétaire	18
La BCE, après huit années d'assouplissement	21
Un paquet de mesures	22
Encadré 2: Taux négatifs et syst-me de <i>tiering</i>	23
Nos publications récentes	24





L'ÉCONOMIE MONDIALE EN UN COUP D'ŒIL

Indicateurs économiques et financiers mondiaux



Graphiques n° 1 - Sources : Thomson Reuters, Markit, CPB, ODDO BHF



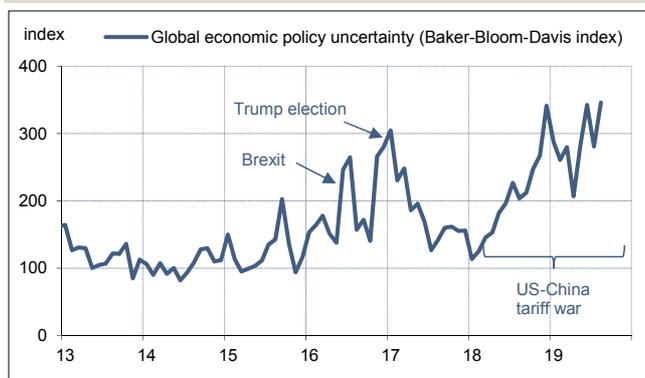
SCÉNARIO GLOBAL

*My only question is, who is our bigger enemy, Jay Powel or Chairman Xi?
(Donald Trump, tweet du 23 août 2019)*

Après un été dominé par l'escalade des tensions commerciales US-Chine, et conséquemment par une élévation de l'incertitude (**Graphe 2a**), les perspectives de l'économie mondiale restent entachées d'un biais baissier.

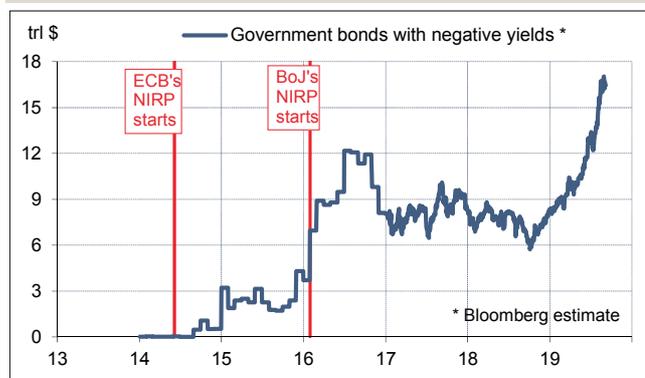
Les statistiques les plus vite disponibles et par suite les plus commentées, à savoir celles concernant le secteur manufacturier, sont presque toutes mauvaises et parfois, comme en Allemagne, alarmantes¹. Les conversations autour d'une prochaine récession, tapie au coin de la rue et prête à fondre sur le pauvre monde, ont atteint un volume assourdissant dans les médias, avec le risque de rendre cette anxiété auto-réalisatrice. La forme de la courbe des taux d'intérêt américains est devenue un objet de fascination (et d'horreur) pour les observateurs des marchés financiers, et jusqu'au président des États-Unis lui-même, qu'on ne savait pas tant versée dans l'étude de sujets aussi techniques. Cette courbe est en effet déformée par un effondrement des taux longs qui ne peut se comprendre en théorie que par l'anticipation d'une chute de la croissance économique ou de l'inflation. L'encours des emprunts d'État qui affichent des rendements négatifs jusqu'à des horizons de dix, vingt ou même trente ans n'a jamais été aussi élevé (**Graphe 2b**). Cela concerne toute l'Europe, à l'exception du Royaume-Uni, et le Japon. En regard, les marchés d'actions ont été volatils depuis le printemps mais sont restés dans l'ensemble résistants, comme en état d'apesanteur.

Monde : indice d'incertitude économique



Graphiques n°2 – Sources: Bloomberg, ODDO BHF

Monde : encours des emprunts d'État à taux négatif



En somme, l'économie réelle et les marchés de capitaux sont ballotés entre des forces qui poussent vers l'instabilité (tensions commerciales) et d'autres vers la stabilité (assouplissement monétaire). Les trois personnages principaux de cette pièce sont le président américain, le président chinois et le président de la Fed². Le premier considère que les deux autres sont des "ennemis", ce qui est une situation pour le moins anxiogène.

¹ Dans les économies de l'OCDE, qui sont post-industrielles, ce secteur représente en moyenne 15% de la valeur ajoutée, 11% aux États-Unis, mais ce poids monte à près de 25% pour l'Allemagne.
² Voir aussi notre précédente Étude, "Trois hommes dans un bateau : Trump, Xi, Powell", 22 mai 2019.



Nouvelles de l'été, bonnes et mauvaises

Examinons quelques données basiques pour situer l'économie mondiale et son évolution récente. Le dernier état complet des comptes nationaux porte sur le T2. Sur cette période, le PIB réel global a augmenté de 3.2% t/t en rythme annualisé, exactement comme au T1. Le vif freinage de la croissance observé en 2018 – passage de 4% au T1 à 2.7% au T4 – ne s'est pas accentué sur le premier semestre de 2019. La croissance a effectivement ralenti au T2 dans la majeure partie des pays développés mais s'est un peu reprise dans le reste du monde. Pour éclairer le T3, il y a peu de données "dures" disponibles mais surtout les enquêtes de climat des affaires. Elles prolongent une tendance observable depuis déjà un an, qui est la disparité grandissante entre le secteur manufacturier et le reste de l'économie constituée surtout des services. Il serait exagéré de parler de "découplage" mais il est patent que le niveau comme la variation des indices de confiance sont très différents entre ces deux pans de l'économie. C'est surtout notable en Europe (**Graph 3a**). Ce qui est en jeu, c'est désormais la résistance des services face à une industrie en récession. Plus le poids de l'industrie est grand, plus grand est le risque de contagion. C'est pourquoi la situation de l'économie allemande est devenue si préoccupante.

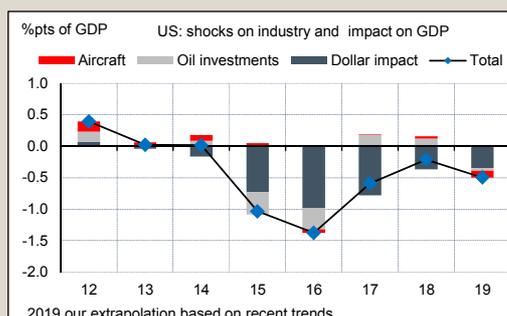
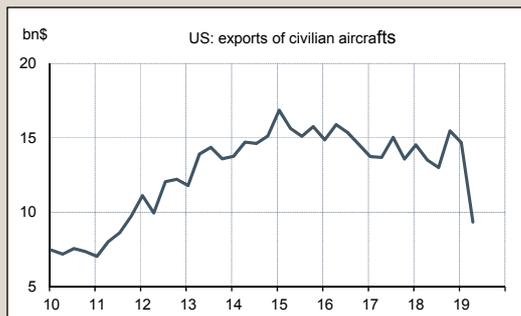
A ce stade, le marasme de l'industrie continue de s'amplifier. A l'échelon global, l'indice PMI-manufacturier est passé depuis mai au-dessous du seuil censé séparer les zones d'expansion et de contraction de l'activité. Il n'y a là hélas rien de surprenant dans le contexte d'une "guerre commerciale" qui gagne en intensité depuis dix-huit mois. Le volume des échanges mondiaux de marchandises en est à son troisième trimestre de contraction à la file, et les carnets de commandes à l'exportation continuent de se dégarnir. Il faut se garder néanmoins de tout mettre sur le compte de ces frictions commerciales. Dans certains cas, des chocs sont venus frapper une entreprise ou une industrie sans lien direct avec la hausse des droits de douane. On l'a vu l'an dernier dans le secteur automobile allemand, et dernièrement dans le secteur aéronautique américain (**Encadré 1**).

Encadré 1 – L'industrie américaine, chocs spécifiques et choc global

Pour la première fois depuis plus de trois ans, l'indice ISM du secteur manufacturier est tombé sous le seuil des 50 pts en août 2019. L'indice des nouvelles commandes à l'exportation est tombé à 43.3. On ne s'est trouvé plus bas qu'entre octobre 2008 et avril 2009, avec un point bas à 34.7 au pire moment de la Grande Récession. Quoi que dise Donald Trump, les turbulences causées par la "guerre commerciale" pèsent sur le sentiment des industriels américains. À cela s'ajoute une série de chocs bien spécifiques.

- La hausse du dollar – Depuis son récent point bas de début 2018, le dollar s'est apprécié de près de 9%. Si on lisse la tendance, on peut considérer que la hausse s'établit à 5% environ sur 2019. Sur la base de certains modèles utilisés par la Fed, une telle variation aboutit au bout de 3 ans à réduire de 3.5% les exportations et de 0.7 pt la croissance du PIB, soit -0.2 pt par an. Pour partie, la hausse du dollar est le résultat de la hausse des tarifs. C'est une peine auto-infligée.
- La baisse des prix du pétrole – Ce qui est une bonne nouvelle pour les ménages ne l'est pas pour le producteur. Le secteur du *shale oil* avait traversé en 2014-2016 une très grave crise, avant de rebondir en 2017-2018. La stabilisation des prix du pétrole à un niveau assez bas a enrayé cette reprise. Les investissements du secteur s'effritent depuis le début de l'année. Cela représente un différentiel de croissance de -0.2 pt de PIB par rapport à 2018.
- Le choc Boeing – L'interdiction de vol du 737 MAX après deux crashes de vols commerciaux dure depuis mars dernier et aucune reprise n'est envisagée à ce stade. Il est hasardeux de chiffrer l'impact macro des perturbations causées sur la production mais on peut déjà observer que les exportations d'avions américains ont chuté brutalement au T2, pour l'équivalent de 0.1 pt de PIB (graphe de gauche). Il faut s'attendre à un coût plus élevé dans les prochains trimestres.

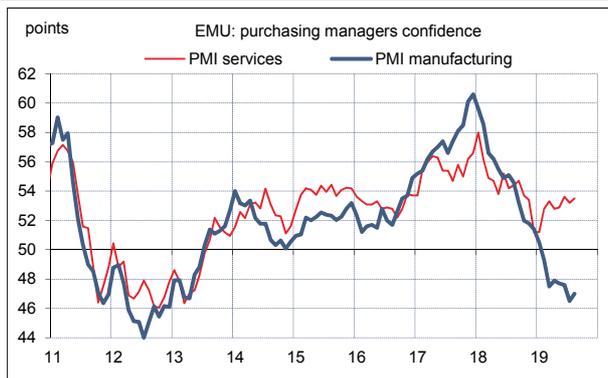
Si on cumule les chocs touchant les exportations (via la hausse du dollar), le secteur pétrolier et l'aéronautique, la ponction sur le PIB est d'environ 0.5 pt en 2019 en extrapolant les données déjà connues (graphe de droite). L'activité industrielle a passé un pic cyclique en décembre 2018, et s'affiche en repli de 1.2% depuis. Ce n'est pas une correction d'une ampleur suffisante à causer une récession mais c'est un handicap notable.





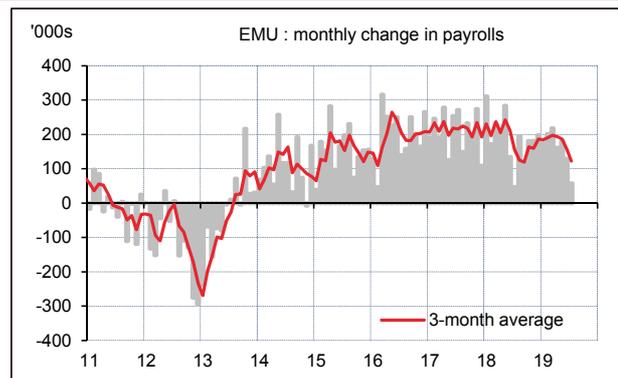
A la différence de l'industrie, le reste de l'économie répond aux conditions de la demande domestique davantage qu'à la demande étrangère. Il est moins sujet aux ajustements des stocks, affichant de ce fait de plus faibles variations cycliques. La résistance des secteurs non-industriels dépend avant tout de l'état des conditions sur les marchés du travail et du crédit. Les enquêtes auprès des banques commerciales ne signalent pas pour l'instant de restrictions des standards de prêt. Aux États-Unis et en Europe, on observe une modération des créations d'emploi (**Graph 3b**) mais à un rythme suffisant pour exercer une pression baissière sur le chômage. Il n'y a pas de fatalité à ce que le reste de l'économie suive l'industrie dans la voie du déclin.

Europe : le grand écart, industrie vs services



Graphiques n°3 – Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF

Europe : rythme des créations d'emploi



En somme, il nous semble que les perspectives de l'économie mondiale se présentent de manière plus nuancée que la description qui en est généralement faite en se focalisant sur les données industrielles. Qu'il y ait des risques baissiers, c'est indéniable, mais on ne saurait passer sous silence quelques bonnes nouvelles. On peut faire une liste sommaire des "plus" et des "moins".

- **(+) Conditions financières** – Elles ont globalement été assouplies: A la suite de la Fed, les politiques monétaires ont été ajustées presque partout dans le monde, ce qui a contribué à la bonne tenue des marchés d'actifs et évité un écartement des spreads de crédit. La baisse générale des taux longs, si elle pose des questions de fond, a pour effet immédiat de rendre plus soutenable les niveaux d'endettement des ménages, des entreprises et des États.
- **(+) Prix du pétrole** – Compte tenu de contraintes pesant sur la production ou les exportations de plusieurs pays ces derniers mois et trimestres (Venezuela, Iran), on a pu craindre que les prix se tendent de manière notable et rapide, ce qui aurait ponctionné les revenus des consommateurs. Il n'y a rien de tel pour faire basculer l'économie en récession qu'un choc pétrolier. On ne manque pas d'exemples. En fait les prix du pétrole s'affichent en repli d'environ 20% par rapport aux pics récents de l'an passé. C'est une redistribution de ressources au bénéfice des pays importateurs nets. Pour autant, le recul des prix n'a pas le caractère excessif observé en 2014-2015 au point de poser de très graves difficultés au secteur producteur.
- **(+) Risque politique** – La France n'a pas succombé à la crise des "gilets jaunes". L'Italie s'est débarrassée d'un gouvernement qui était si hostile à l'Europe qu'une crise budgétaire paraissait imminente. La vague populiste que beaucoup voyaient submerger le Parlement européen n'a pas eu lieu. Au contraire, la distribution des postes-clés fait la part belle aux forces les plus favorables à l'approfondissement du projet européen. Pas partout mais en de nombreux endroits, les tensions politiques se sont amenuisées³. Il y a un risque de voir la Grande coalition allemande se fracturer après la désignation d'un nouveau chef du SPD, mais, serait-ce une si mauvaise chose, vu le manque d'initiatives émanant du gouvernement actuel ?
- **(-) Trump** – Par ses propos, par ses actions, par ses volte-face dont la logique n'entre dans aucun plan rationnel et qui ne semble relever que de l'humeur (et surtout de la mauvaise humeur), le président américain est la cause principale de la montée des incertitudes globales. Trump rend imprévisible la politique économique de son pays et ne ménage aucun effort pour fractionner toujours

³ Sur la question du Brexit, nul ne sait au moment où nous écrivons quel est le prochain épisode de cette saga : "no-deal", nouveau report de la date de sortie, nouvelles élections (et pour quelle majorité) Voir Flash éco du 30 août : "Quel costume pour Halloween-Brexit ?"



davantage l'ordre mondial né de l'après-guerre, semblant croire (il est bien le seul) que cet ordre défavorisait les États-Unis. Ainsi, pour des raisons qui restent mystérieuses, il a relancé la compétition tarifaire avec la Chine, à peine quelques semaines après avoir conclu une trêve. Presque aucun jour n'a passé cet été sans qu'il s'en prenne à la Fed, attaques dont le bénéficiaire ne saute pas aux yeux lui non plus. Presque aussi souvent, Donald Trump a accusé la terre entière, spécialement la Chine et l'Europe, de "manipulations monétaires", au point que certains de ses conseillers ont dû démentir qu'il envisageait une intervention directe pour faire baisser le dollar. Enfin, après avoir laissé entendre que son administration préparait de nouvelles mesures de relance budgétaire, il a tout nié en bloc.

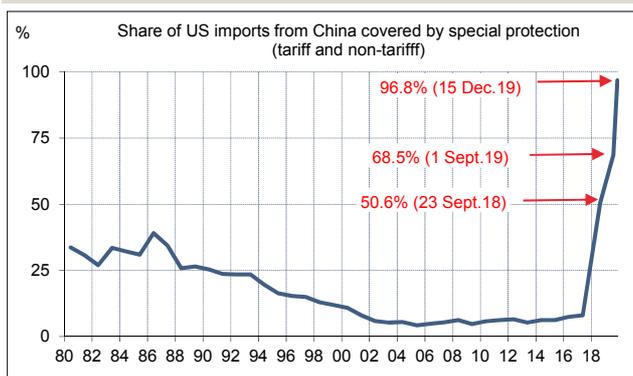
- **(-) Barrières commerciales** – Les droits de douane que la Chine et les États-Unis s'imposent mutuellement ont atteint de nouveaux records (voir *infra*). Les relations US-Japon se sont réchauffées, mais les relations Japon-Corée du sud sont devenues glaciales. Rien ne garantit que le Congrès américain adopte le projet d'accord de libre-échange nord-américain (USMCA) revu par l'administration Trump. Rien ne garantit non plus que les menaces tarifaires de la Maison Blanche contre le secteur automobile européen ne soient pas mises à exécution avant la fin de l'année.
- **(-) Structure des taux** – Une courbe des taux était d'ordinaire jugée normale lorsque d'une part elle était croissante et d'autre part sa partie courte se situait à un niveau pas très différent du rythme de la croissance du PIB nominal (voir *infra*). Ni le niveau, ni dans plusieurs pays la forme de la courbe des taux, ne satisfont ces deux critères. Cela remet en question les postulats qui régissent l'activité des banques et des gérants d'actifs et, de ce fait, représente un risque à moyen terme pour la stabilité financière.

US-Chine, au point de non-retour

Selon une enquête du Pew Research Center réalisée en mai-juin 2019, 60% des personnes interrogées aux États-Unis affichent une opinion négative de la Chine, contre 26% une opinion favorable, soit 34 points d'écart. Quand Donald Trump avait pris ses fonctions de président en 2017, cet écart était de 3 points (47% vs 44%). Durant la majeure partie des années 2000, ce solde était même inversé. La hausse du sentiment anti-chinois touche aussi bien les Démocrates que les Républicains (il est plus fort dans le second cas). C'est la rivalité dans le champ militaire qui inquiète plus que la compétition économique.

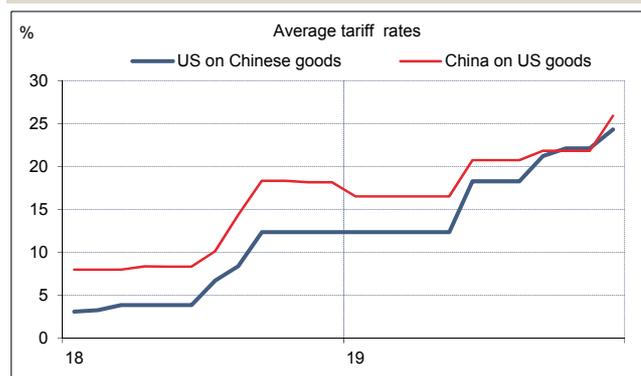
Au plan politique, il est payant pour Donald Trump de se positionner comme le président qui s'attaque au "problème chinois". A défaut de ratisser des voix démocrates, il accentue sa mainmise sur l'électorat républicain. Que cette politique soit une aberration économique est vue soit comme un problème de second ordre, soit comme un coût acceptable au regard de bénéfices plus larges à moyen terme. Jusqu'aux élections de 2020, il est probable que Trump exercera une pression maximale sur la Chine dans les champs commercial et technologique, avec des phases d'apaisement quand la réaction des marchés devient trop négative. Il nous semble illusoire de tabler sur un "deal" entre les deux pays qui leverait l'incertitude de manière permanente. Au demeurant, rien n'assure que les autorités chinoises y soient elles-mêmes favorables.

US-Chine : extension des droits de douane US



Graphiques n°4 – Sources : PIIE (Chad Bown), ODDO BHF

US-Chine : taux de droits de douane





Les derniers épisodes de la "guerre commerciale" marquent une escalade considérable en termes de couverture des biens incriminés et de niveau des droits de douane (**Graphes 4**). Selon le Peterson Institute⁴, la première grande offensive tarifaire de l'été 2018 avait abouti à taxer la moitié des biens importés de Chine. La seconde vague de l'été 2019 a fait passer cette proportion à plus des deux tiers début septembre, avec en vue un niveau de 97% en fin d'année. Outre les biens intermédiaires, les biens capitaux et de consommation sont également touchés, de qui accentue le risque de hausse des prix des biens importés. Le taux moyen des droits de douane américains sur les produits chinois avait quadruplé en 2018 (passant de 3% à 12%). Il aura doublé en 2019 pour atteindre 24% à la fin de l'année. La Chine a répliqué à toutes les annonces de la Maison Blanche de manière graduée, c'est-à-dire sans surenchères. Au total, les biens américains y seront taxés en moyenne à 25% à la fin 2019, contre 18% un an plus tôt et 8% à la fin 2017. Il est notable que le taux des droits de douane appliqués en Chine sur les biens non-américains a eu tendance à baisser.

Depuis deux ans, les hostilités tarifaires sino-américaines ont toujours été en s'accroissant. Durant les phases d'apaisement, certaines mesures ont pu être suspendues ou différées, mais une fois mises en place, il n'y a jamais eu à ce jour de retour en arrière. Cela montre que chaque pays est convaincu de son bon droit sans subir de remise en cause par son opinion publique (États-Unis) ou sa nomenclature (Chine). Aucun n'est affaibli au point de chercher rapidement un compromis rapide. Toutes les conditions sont réunies pour une confrontation durable, ce qui amène à reconsidérer le coût économique de cette guerre commerciale.

L'impact négatif sur le volume des échanges n'a jamais fait aucun doute, même si l'ajustement prend du temps. C'est la réaction logique après une hausse des barrières douanières, surtout quand s'y ajoute une réorganisation de la chaîne de production (diversion du commerce vers des pays tiers, relocalisation). A l'heure actuelle, les importations US de biens chinois sont en repli de 12% sur un an, et symétriquement de 24% pour les biens américains en Chine. Une autre manière d'apprécier le coût direct est d'observer les recettes douanières aux États-Unis. Elles se situent actuellement à 70 Md\$ sur une base annuelle, le double du niveau de 2017. Faut-il préciser que, contrairement aux affirmations répétées de la Maison Blanche, le Trésor ne reçoit pas cette somme de la Chine mais des entreprises américaines importatrices de produits chinois ?

La répercussion sur le consommateur américain dépend de divers paramètres. Tout d'abord, de l'évolution du taux de change. Une dépréciation de la devise chinoise contre le dollar (phénomène qui s'est accentué cet été) réduit le coût des importations. Ensuite, des marges de l'importateur. Il peut absorber tout ou partie de la hausse de prix importés dans ses profits. Enfin, des conditions de concurrence. Des entreprises peuvent être tentées d'augmenter leurs prix de vente sachant qu'elles subissent moins de compétition avec des entreprises chinoises. A l'heure actuelle, les études disponibles montrent que l'impact sur l'inflation aux États-Unis est modeste et devrait le rester⁵.

Dans les faits, le principal risque macroéconomique dû à la guerre commerciale tient au climat d'incertitude. Le repli du climat des affaires ces derniers mois, surtout dans le secteur manufacturier, laisse à penser que ce facteur prend une importance croissante. On en a la confirmation par les analyses qui évaluent formellement les effets du choc d'incertitude. Selon la Fed⁶, la première vague de droits de douane du S1 2018, en augmentant l'incertitude, aurait pesé sur le niveau du PIB global à hauteur de 0.8 pt un an plus tard (même impact pour les États-Unis). La deuxième vague du S2 2019 devrait de prolonger et amplifier (un peu au-delà d'1 point) le choc négatif. Sur la base de ces estimations, l'incertitude tarifaire serait une explication décisive du ralentissement global observé depuis plus d'un an.

⁴ Voir Bown (2019) "US-China trade war : the guns of August", PIIE.

⁵ Voir Hale & al. (2019) "Inflationary effects of trade disputes with China", FRBSF Economic Letter

⁶ Voir Caldara & al. (2019) "Does trade policy uncertainty affect global economic activity", FEDS note.

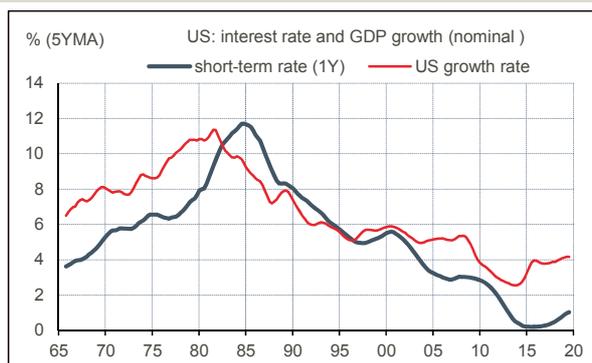


Quelle boussole pour les marchés de taux ?

Peut-on comprendre (et tenter de prévoir) les taux longs ? C'est la question qui ne peut manquer de se poser au vu des évolutions récentes, surtout de la plongée en territoire négatif des rendements offerts par les titres allemands⁷. Un taux *nominal* négatif heurte le sens commun. C'est un défi pour la gestion d'actifs, la stabilité financière, la conduite des politiques monétaires.

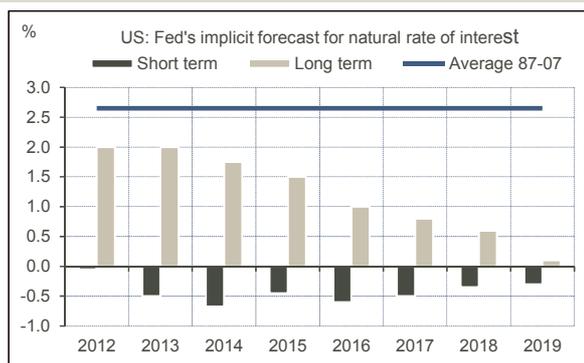
Revenons aux bases. Pour les banques centrales, le modèle déterminant pour penser les taux d'intérêt repose sur l'estimation d'un taux naturel (réel) qui sert d'ancrage au taux de marché. Les variations autour de ce taux naturel sont déterminées par l'écart de production et par les divers facteurs affectant l'inflation anticipée. En régime de croisière, le taux d'intérêt devrait être égal à la croissance de l'économie. Sur très longue période, la corrélation paraît robuste, mais elle ne l'est pas sur des horizons plus réduits (**Graph 5a**). De plus, c'est la composante de l'inflation, non le taux réel, qui explique cette corrélation. Il va de soi que d'autres facteurs structurels sont déterminants. A titre d'exemple, une étude de la BCE estime que le vieillissement de la population expliquerait environ 100 pb de baisse du taux naturel depuis 1980 et pèserait encore pour 70 pb d'ici vingt ans⁸. Le recyclage de l'épargne des pays émergents a souvent été avancé, notamment dans les années 2000, comme un facteur de pression sur les taux d'intérêt⁹. Au total, la vue consensuelle est que le taux naturel est sur une tendance séculaire baissière depuis les années 1980. Aux États-Unis, le FOMC estime que le taux naturel est au voisinage de zéro, contre 2.5% il y a trente ans (**Graph 5b**). L'incertitude semble plus grande en zone euro mais il est vu en territoire négatif, autour de -1%.

US : taux d'intérêt et taux de croissance (nominaux)



Graphiques n°5 – Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF

US : estimations du taux naturel



Une fois posées ces estimations du taux naturel (à prendre avec précaution), on devrait observer que les taux de marchés évoluent au-dessus ou dessous selon l'écart de production. Aux États-Unis, l'économie est au plein emploi, mais on ne peut pas en dire autant en zone euro. En taillant à la serpe, on peut justifier des taux courts à 2% aux États-Unis, soit un taux naturel à 0% + un écart de production nul + une inflation proche de 2%. En zone euro, avec une inflation scotchée à 1% (malgré une cible fixée à 2%) et une activité qui n'a pas retrouvé son potentiel, on peut expliquer des taux courts en territoire négatif.

La dernière étape consiste à passer des taux courts aux taux longs en ajoutant une prime de terme. Elle est normalement positive, mais par suite des politiques de QE (qui pèsent sur les taux longs), il est admis qu'elle a baissé, au point d'être nulle voire négative. Dès lors que les banques centrales gardent un bilan très large, elles doivent admettre qu'elles opèrent dans une configuration de courbe des taux quasi-plate, avec des inversions plus fréquentes que par le passé au gré de la volatilité des marchés. Partant de là, des taux longs au voisinage de 2% aux États-Unis et au-dessous de zéro en zone euro semblent des niveaux qui pourraient persister sur le moyen terme, aussi longtemps que le taux naturel ne montrera pas de tendance haussière (par exemple par suite de réformes structurelles visant à booster le potentiel).

⁷ Ajusté du risque de change, un portefeuille de Treasuries rapportant environ 1.5% n'est pas très différent d'un portefeuille de Bund à -0.5%, mais le second cas marque plus les esprits.

⁸ Voir ECB (2018) "The natural rate of interest: estimates, drivers and challenges to monetary policy"

⁹ Voir IMF (2018) "Lower for longer: neutral rates in the United States"



Cette approche des taux d'intérêt (résumé ici à très gros traits) considère que la politique monétaire est neutre dans l'estimation des taux d'équilibre, et que ceux-ci ne sont déterminés que par les paramètres structurels de l'économie, productivité, démographie, épargne, etc. Cette vue subit une critique fortement argumentée de la part des chercheurs de la BRI¹⁰. Ils font d'abord remarquer que le lien entre taux d'intérêt et l'équilibre épargne/investissement – l'approche fondamentale – n'est vérifiée que sur une période relativement récente, mais ne résiste pas à un examen plus large dans le temps ou dans l'espace. Les mêmes auteurs préfèrent se focaliser sur le rôle des politiques monétaires dans la formation des cycles financiers. Ils notent en particulier le rôle d'ancrage joué par la monnaie dominante du temps (sterling au début du XXe siècle, dollar depuis 1945). Dans un univers de fluidité des flux de capitaux, ce sont les taux de la monnaie dominante qui impriment leur influence. Notons ainsi que sur les dernières décennies, les taux allemands ont plus réagi aux évolutions des taux américains qu'à celles de la croissance en Allemagne ou en Europe.

Cette vue alternative des taux d'intérêt explique la faiblesse actuelle des taux par l'asymétrie des politiques monétaires depuis les années 1980, autrement dit par le fait que ces politiques sont fortement assouplies en période de crise, mais ne sont pas normalisées ensuite comme il le faudrait. Il en résulte des excès financiers qui sont à l'origine de nouvelles crises, auxquelles les banques centrales répondent par un assouplissement toujours plus massif ou durable. La décennie qui s'est écoulée depuis la dernière crise financière a, de ce point de vue, dépassé toutes les limites jusqu'alors admises (politique de taux bas pour longtemps, politiques de taux négatifs, politiques de QE, arrêt précoce de la phase de normalisation de la Fed). Si cette vue est correcte, la tendance séculaire à la baisse des taux ne prendra fin que lorsque les banques centrales se déchargeront du fardeau de soutenir la croissance à tout prix, laissant cette tâche aux politiques fiscales ou réglementaires. Un tel *aggiornamento* n'est pas imminent, mais le débat est déjà bien avancé dans le champ académique et il commence à toucher le champ politique (réflexion sur la stagnation séculaire et les moyens d'en sortir, opportunité pour les États de s'endetter à taux négatif pour financer des investissements propres à relever les défis de la digitalisation et du changement climatique).

Quoi qu'il en soit, ni la vue classique qui présuppose l'existence d'un taux naturel, ni la vue alternative qui met l'accent sur les facteurs monétaires, ne sont à même de rendre compte des évolutions de taux observés ces derniers mois. Ce ne sont pas les révisions modestes des perspectives de croissance américaine, ni l'ajustement de 25 pb des taux de la Fed (même si d'autres baisses vont suivre) qui peuvent expliquer une chute des taux longs de près de 100 pb. Dans ces phases d'ajustement si rapide, des facteurs techniques sont fréquemment à l'œuvre. Un choc peut en effet amener les investisseurs à réajuster la durée de leurs portefeuilles, renforçant la tendance prise par les marchés de taux¹¹. Ce phénomène peut accentuer la hausse des taux, comme lors de l'épisode du *taper tantrum* de 2013, ou la baisse comme aujourd'hui.

Il y a d'évidence une part de surréaction dans les récents mouvements de taux. Les justifications a posteriori font la part belle à l'envolée du risque de récession aux États-Unis (**Section dédiée**) et au revirement des politiques monétaires un peu partout dans le monde à la suite du pivot de la Fed. Il ne fait guère de doute que la Fed n'en a pas encore fini avec son "*ajustement de milieu de cycle*" mais pas au point, pensons-nous, de valider les anticipations actuelles des marchés touchant au taux des fonds fédéraux. Ces anticipations reflètent en large partie une hausse de l'incertitude commerciale mais Jerome Powell a noté récemment, lors de son intervention à Jackson Hole, que la banque centrale était mal armée pour répliquer à ce genre de chocs. Si l'économie US évite, comme nous le pensons, la récession dans les prochains mois, les anticipations des taux de la Fed et des taux longs seront réévaluées. Par comparaison, la grande fragilité de la zone euro justifie un assouplissement préventif de la part de la BCE (**Section dédiée**). Cela justifierait encore plus une inflexion budgétaire, mais en Allemagne, pays où les moyens sont les plus grands, le gouvernement garde la tête dans le sable (**Section dédiée**).

¹⁰ Voir Borio & al. (2017), "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", et (2019) "What anchors for the natural rate of interest", BIS working papers

¹¹ Voir Shin (2017), "Is there a risk of snapback in long-dated yields?", BIS



US, RÉCESSION OU PHOBIE DE LA RÉCESSION

Une récession est un phénomène économique caractérisé par une contraction de l'activité dans la majorité des secteurs pendant plusieurs trimestres. La phobie de la récession est un phénomène psychologique consistant à voir la récession partout. Cela se manifeste par une tendance à ne retenir que les informations pointant vers la récession, à les répéter comme un mantra, et à ignorer tout le reste. La phobie récessionniste est devenue presque virale cet été du fait de l'inversion de la courbe des taux. Le signal est sans doute exagéré mais le risque de récession est sérieux, d'autant que Trump s'évertue à créer de l'incertitude¹².

Les recherches Google concernant l'expression "courbe des taux inversée" ont explosé en août atteignant un volume environ trois fois supérieur à ce qu'on avait constaté avant la dernière récession américaine, il y a plus de dix ans. Le président américain a lui-même twitté le 14 août dernier au sujet de la "CRAZY INVERTED YIELD CURVE". Les gros titres de la presse se résumant à l'égalité "courbe inversée = récession" ne se comptent plus. Aux États-Unis, une inversion de la courbe a précédé toutes les récessions de ces dernières décennies (**Graph 6a**). Même si ce constat n'est pas généralisable à tous les pays et toutes les périodes, il est certain que cet indicateur mérite d'être considéré *sérieusement*¹³. Cela requiert au minimum de ne peut confondre le symptôme avec la maladie.

Courbe des taux, comment lire le signal ?

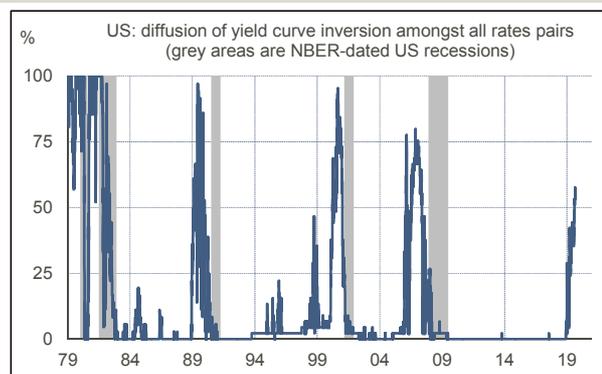
La courbe des taux américains s'est nettement aplatie à compter de 2016 quand la Fed a commencé à resserrer sa politique monétaire (hausse des taux courts plus forte que celle des taux longs). Elle s'est inversée ces dernières semaines quand la Fed a de nouveau assoupli sa politique (baisse des taux longs plus forte que celle des taux courts). Si l'on considère toutes les paires de taux possibles sur les maturités allant d'un mois jusqu'à 30 ans, plus de 50% montrent désormais une inversion (**Graph 6b**). On se focalise en général sur un spread taux court-taux long, les plus usuels étant le 2-10 ans (négatif en *intraday* quelques jours en août) et le 3M-10ans (négatif depuis mai dernier). La Fed de New York retient ce dernier spread comme le plus pertinent. Depuis la fin des années 1960, un tel signal d'inversion a toujours précédé la récession avec 6 à 18 mois d'avance, ce qui mettrait le début de la prochaine récession entre décembre 2019 et décembre 2020.

US : pente de la courbe des taux (10 ans – 3 mois)



Graphiques n°6 – Sources : Fed, ODDO BHF

US : diffusion de l'inversion de la courbe des taux



¹² Cette section reprend, sous une forme légèrement modifiée, une note publiée le 22 août.

¹³ St.Louis Fed (2019), "Do yield curve inversions predict recessions in other countries?"

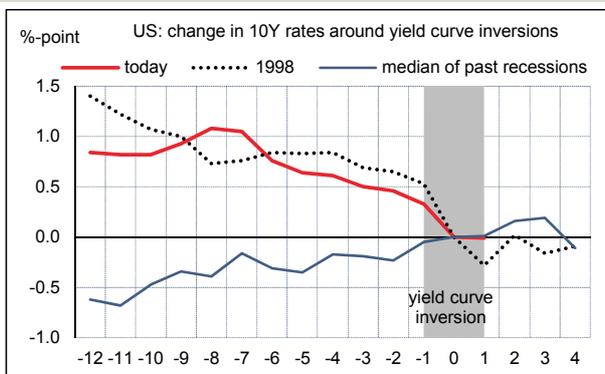


Un indicateur ayant un tel *track record* doit évidemment être considéré avec la plus grande attention. Cela dit, il faut se demander si le comportement actuel des marchés de taux est vraiment comparable avec le passé. Après la dernière crise financière, la Fed a opéré de larges achats de titres publics, influençant la gamme des taux sur des maturités bien plus longues que d'ordinaire. Désormais, le QE est devenu un outil presque familier de politique monétaire. On peut souligner deux singularités dans la période d'inversion présente.

- Primo, l'inversion de la courbe US intervient dans un contexte de baisse générale des taux d'intérêt. C'est le contraire de ce qui se produit en général avant une récession (**Graphe 7a**). L'inversion typique résulte normalement d'un resserrement rapide/excessif de la politique monétaire, qui pousse l'ensemble de la gamme des taux vers le haut et durcit les conditions de financement. Rien de tel aujourd'hui. Les taux longs sont plus bas qu'il y a un an. De ce point de vue, la meilleure analogie historique est 1998 lorsque la courbe des taux s'était inversée dans un contexte de fortes turbulences financières (crises des pays émergents, faillite de LTCM) sans que, pour autant, l'économie US ne connaisse de récession. La Fed, à l'époque, avait baissé ses taux directeurs. Quant à la baisse des taux longs, elle avait pu aider les entreprises (réduction du coût de la dette) et les ménages (réduction du coût du crédit immobilier). Les mêmes causes devraient produire les mêmes effets aujourd'hui.
- Secundo, les banquiers centraux semblent aujourd'hui plus attentifs que par le passé à tenir compte du signal la courbe des taux. Cela pose un intéressant problème de réflexivité. Sachant que la politique monétaire influence les taux longs, indirectement via les taux courts, et même directement via le QE, la banque centrale peut s'efforcer de corriger un signal négatif (courbe inversée) par une action préventive. Cela peut expliquer les décisions monétaires prises par la Fed au début de cette année (abandon des hausses de taux) et à nouveau cet été (baisse des taux). En conséquence, il faut peut-être analyser l'évolution récente de la courbe moins comme une information sur l'activité économique future que comme une anticipation sur les décisions à venir de politique monétaire.

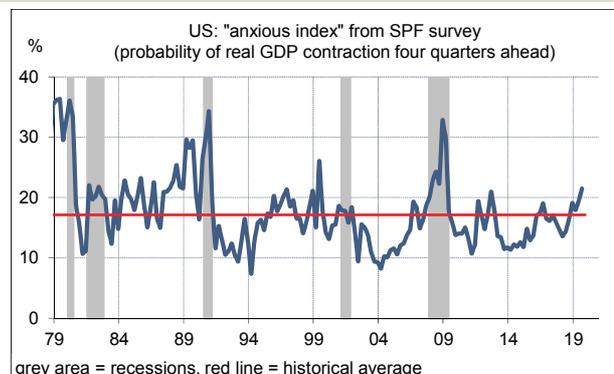
Dans ces conditions, le signal de l'inversion de la courbe ne doit pas être ignoré¹⁴, mais au moins relativisé et complété par d'autres analyses. Dans un contexte caractérisé par une moindre croissance mondiale, de fortes tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis et un degré inédit d'incertitude de politique économique (largement le fait des postures du président Trump), il est évident que l'économie US est davantage vulnérable à un choc négatif. La probabilité de récession tend à s'accroître, ce que mesure par exemple l'indice d'anxiété tiré du *Survey of Professional Forecasters* de la Fed de Philadelphie. Dans la dernière édition, parue le 9 août, la probabilité de contraction du PIB réel d'ici un an poursuit son rebond amorcé en 2018 : elle se situe à 21%, au-dessus de la moyenne historique de 17% (**Graphe 7b**).

US : variation du taux 10 ans avant les inversions



Graphiques n°7 – Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF

US : indice d'anxiété de la Fed de Philadelphie



¹⁴ En 2005-2006, période durant laquelle l'évolution des taux longs était bien mystérieuse (bond market conundrum), la Fed a semblé ignorer le signal de la courbe, ce qui avec le recul fut une erreur. Voir Bernanke (2006), "Reflections on the yield curve and monetary policy", 20 mars.



10 modèles de récession

Une récession est un événement relativement rare, chacune avec ses spécificités, et qui représente une discontinuité dans le cycle économique. On peut certes probabiliser le risque de récession sur la base des données historiques mais il faut être conscient des limites de cet exercice. Aucun modèle n'est parfait. Dans ce qui suit, nous actualisons notre revue de dix modèles alternatifs de récession pour l'économie américaine¹⁵. Nous divisons ces modèles en deux groupes. D'une part, les modèles coïncidents qui cherchent sur la base de données réelles à mesurer la probabilité d'être en récession à l'instant T (savoir en temps réel si l'on vient d'entrer en récession n'est pas une question aussi triviale qu'il pourrait sembler). D'autre part, les modèles avancés qui donnent une probabilité de récession à douze mois. Les résultats sont synthétisés dans le **Tableau 8**.

US : probabilité de récession

	US recession probability							
	2001 recession (average)	2008 recession (average)	mid-2015	mid-2016	mid-2017	mid-2018	mid-2019	mid-2020
Coincident models								
- unemployment rate	65	80	0	0	0	0	0	-
- jobless claims	44	58	1	3	3	2	2	-
- stock market	39	51	7	3	4	15	2	-
- building permits	0	83	0	0	0	0	1	-
Average	37	68	2	2	2	4	1	-
Forward models								
- yield curve	42	28	0	1	2	3	6	59
- diffusion index	15	53	7	7	16	5	4	37
- bond premium	61	28	9	19	25	12	11	14
- oil price	38	34	18	4	3	3	20	13
- corporate profits	68	34	9	14	27	20	17	15
Average	45	35	9	9	14	9	11	27
Benchmark								
- business cycle duration	36	27	16	20	26	30	37	40

Tableau n°8 – Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF

Comme point de comparaison, on fait figurer à la dernière ligne du tableau un modèle reposant exclusivement sur la durée de la phase d'expansion. Il n'y a aucune justification économique à cela, bien au contraire ("les expansions ne meurent pas de vieillesse") mais l'argument selon lequel une récession doit se produire bientôt car la dernière date de plus de dix ans est parfois avancé.

Parmi les modèles coïncident, le meilleur est celui qui repose sur l'évolution du taux de chômage. Aucune récession n'a jamais été constatée sans une hausse d'au moins 0.4 pt du taux de chômage. Il n'y rien de tel aujourd'hui, la tendance du chômage restant baissière. De même les inscriptions au chômage sont très basses, bien au-dessous des seuils d'alerte. Ni le marché boursier (qui a le défaut d'envoyer de nombreux faux signaux de récession), ni le marché immobilier résidentiel ne décrivent une économie en récession. Au total, ces modèles coïncidents sont unanimes : les États-Unis ne sont pas en ce moment en récession (1% de probabilité en moyenne). Compte tenu de la viralité récente de la phobie récessive, ce n'est pas inutile de le rappeler. Il y a de nombreuses incertitudes (commerciales, industrielles, financières) mais les États-Unis restent avant tout caractérisés actuellement par une hausse de l'emploi, des dépenses du secteur privé et du crédit.

Les modèles avancés sont mieux calibrés pour traduire l'incertitude en probabilité de récession. Comme on l'a dit, le modèle basé sur la courbe des taux a un excellent *track record* historique et pointe à un niveau inquiétant (plus de 50%). Même constat pour le modèle qui mesure la diffusion (mais non l'intensité) de la faiblesse économique dans ses composantes sectorielles ou géographiques. Il est certain qu'après une poussée de croissance l'an passé, en partie due à la stimulation fiscale, l'économie US est dans une phase de freinage. Les autres modèles avancés, reposant sur les primes de crédit, le prix du pétrole ou les profits signalent un risque de récession bien moindre, d'environ 15%. Au total, la moyenne de ces modèles avancés est une probabilité de récession de 27% à un an. C'est un niveau bien plus haut que ces dernières années et qui justifie de retenir l'attention des décideurs de la politique économique.

¹⁵ Voir notre rapport Economie & Taux de juin 2019, "A vos marques, prêt, coupez" où nous explicitons plus en détail chacun de ces modèles.



Qu'est-ce qui cause les récessions ? L'histoire est assez claire sur ce point. Aux États-Unis, une récession survient quand l'économie, déjà affaiblie, subit un choc exogène, qui peut être pétrolier (hausse brutale des prix), monétaire (hausse exagérée des taux de la Fed) ou financier (éclatement d'une bulle de crédit). A l'heure actuelle, le prix du pétrole est 20% plus bas qu'il y a un an, la Fed assouplit sa politique, les excès de crédit n'ont assurément pas l'ampleur qu'ils avaient en 2000 chez les entreprises ou en 2007 chez les ménages, et les taux longs baissent. C'est une configuration qui n'a rien de récessive. Ajoutons que, du côté du Congrès, nul ne semble se préoccuper du niveau du déficit, et qu'à la Maison Blanche, on étudierait dit la rumeur de nouvelles baisses d'impôt. Une récession d'ici l'an prochain n'a aucun caractère inévitable.

Cela dit, les agents ajustent leurs comportements en partie à leurs anticipations. Plus on craint la récession, plus la tentation est grande de différer ou suspendre des dépenses de consommation, d'investissement et de recrutement. Selon nous, le principal risque de récession tient à l'incertitude causée par le président US. La meilleure protection contre la récession ne réside pas dans la baisse des taux de la Fed ou dans un nouveau stimulus fiscal, mais dans une normalisation des relations commerciales. En somme, c'est l'affaire du président Trump. C'est lui seul (ou presque) qui pousse l'économie US près du précipice.



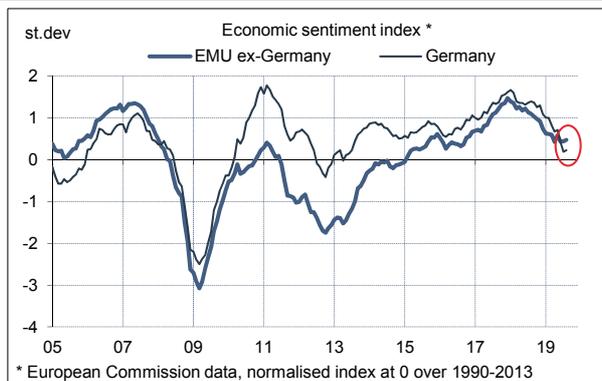
LE PROBLÈME ALLEMAND

L'été dernier, l'économie allemande s'est affaiblie d'un coup. On a pu penser que le choc était transitoire et limité à l'automobile mais un an plus tard l'Allemagne n'est pas remise d'aplomb. Aujourd'hui toute l'industrie est en récession, et il y a quelques signes de contagion aux services. Face à cette situation, deux "thèses" s'affrontent. D'un côté, venant du monde anglo-saxon, on recommande d'utiliser sans délai l'outil keynésien de la relance budgétaire. De l'autre, dans les milieux économiques et politiques allemands, on rejette largement tout ce qui irait contre l'orthodoxie budgétaire et monétaire. Qui a raison, qui a tort ?¹⁶

Depuis près d'un an, l'expression en vogue pour décrire les perspectives à court terme de l'Allemagne est "récession technique", c'est-à-dire une situation où certains secteurs de l'économie sont si faibles qu'il s'ensuit une modeste contraction du PIB. Pour autant, le reste de l'économie reste assez solide pour éviter les ajustements plus marqués et durables qu'on observe durant une récession ordinaire (baisse des dépenses, envolée du chômage, vague de faillites). Une récession "technique" dure deux trimestres. Cette situation a été évitée de peu au 2^{ème} semestre 2018¹⁷.

Le risque se pose à nouveau aujourd'hui puisque le PIB réel a baissé de 0.1% t/t au T2 2019 et que le climat des affaires a continué de s'affaiblir durant l'été. Désormais, l'indice de sentiment économique, calculé en tenant compte de tous les secteurs, est plus bas en Allemagne que dans le reste de la zone euro, une situation qui ne s'était plus produite depuis les années 2000 (**Grappe 9a**). Il est possible, comme le dit la Bundesbank, que PIB réel baisse à nouveau au T3.

Allemagne : sentiment économique



Graphiques n°9 – Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF

Allemagne : créations d'emploi



Des pressions cycliques et structurelles

La correction que connaît l'industrie allemande se poursuit pour le cinquième trimestre d'affilée et l'érosion des carnets de commandes ne présage pas un rebond imminent. Plus la récession industrielle se prolonge, plus le risque de contagion au reste de l'économie s'accroît. A ce stade, il n'y a pas de signaux vraiment négatifs dans la construction, secteur où l'activité reste solide et la confiance élevée. Le secteur des services a dernièrement montré quelques signes de faiblesse. Tout va se jouer sur le marché du travail. L'emploi reste sur une tendance haussière mais sa progression ralentit (**Grappe 9b**). C'est en

¹⁶ Cette section reprend, sous une forme légèrement modifiée, une note publiée le 4 septembre.

¹⁷ Initialement, le PIB réel avait baissé de 0.2% t/t au T3 puis stagné au T4 2018. Les chiffres ont ensuite été révisés à -0.1% et +0.2% respectivement.



partie le résultat de la chute de l'emploi intérimaire, et en partie aussi car les entreprises signalent des difficultés de recrutement. Les ouvertures de postes hors intérim ont commencé à se replier ces derniers mois. Après avoir reculé de manière continue pendant cinq ans, le nombre de chômeurs a cessé de baisser depuis mai, amorçant une légère remontée. Il ne faudrait toutefois pas oublier qu'on part d'une situation de plein-emploi. Le revenu des ménages allemands reste soutenu par des gains en emploi et en salaires, dans un contexte de faible inflation. C'est propice à soutenir la demande intérieure, au moment où la demande extérieure fléchit.

Il n'en demeure pas moins que les perspectives économiques sont assombries. Le pays qui faisait figure de roc inébranlable quand tant de pays européens étaient en perdition lors des crises financières à répétition de 2010 à 2015 en est venu à sous-performer le reste de la zone euro. Pourquoi ? Il n'y a pas une explication unique mais plutôt une conjonction de secousses qui fragilisent le "modèle" allemand.

- L'Allemagne est une puissance exportatrice de première importance mais, de ce fait même, elle se trouve directement menacée par la guerre tarifaire US-Chine qui ralentit le commerce mondial, par la rage de Donald Trump contre tout pays ayant un large excédent vis-à-vis des États-Unis, par le Brexit, et plus largement par tout ce qui risque de perturber le caractère globalisé de la production et des échanges.
- L'Allemagne a bâti sa puissance industrielle en bonne partie sur l'excellence de son secteur automobile¹⁸ (il a un poids surdimensionné en comparaison des autres pays d'Europe) mais ce secteur est sous une pression très forte pour se transformer et respecter des normes environnementales de plus en plus draconiennes. Soit dit en passant, il est curieux de la part des autorités de vouloir accélérer la transition vers le moteur électronique et de refuser en même temps l'énergie nucléaire.
- L'Allemagne dégage de larges excédents extérieurs qui sont la marque d'un surcroît d'épargne domestique par rapport à l'investissement, mais la rémunération de cette épargne est désormais fortement érodée, surtout quand elle est détenue sous forme de dépôts ou d'emprunts d'État. Les taux d'intérêt très bas, voire négatifs, sont une aubaine pour les emprunteurs, pas pour les épargnants. Cette situation alimente depuis des années un procès en sorcellerie contre la BCE, accusée de ruiner l'épargnant allemand (la "ménagère souabe") et de fragiliser les banques.
- L'Allemagne s'est reconstruite sur la base d'un système encourageant l'économie de marché au travers de normes (l'ordo-libéralisme), au rang desquelles il va de soi que la politique économique doit lutter à tout prix contre l'inflation et éviter les excès de dette. Ces normes ont été transposées dans le Traité créant l'union monétaire. De ce fait, la BCE a un objectif limité à la stabilité des prix et n'a pas le droit de financer directement les États, qui eux-mêmes doivent limiter leur endettement et leur déficit. Que valent ces normes, en particulier les critères de finances publiques, dans un univers de taux nuls ou négatifs ? C'est là toute la bataille des idées opposant les partisans de la relance budgétaire (majoritaires hors d'Allemagne) et les tenants de l'orthodoxie (majoritaires en Allemagne).

Débat sur la relance budgétaire

Le débat autour d'une relance budgétaire en Allemagne n'est pas entièrement nouveau, mais il a pris plus de force dernièrement puisque l'économie, comme on l'a vu, flirte avec le seuil de récession. Il y a des années que la plupart des organisations type FMI ou OCDE jugent, non sans raison, que les excédents extérieurs de l'Allemagne (jusqu'à 9% du PIB au pic de 2016) ont quelque chose d'excessif. Assez simplement en découle l'idée que si le pays dépensait plus, cela contribuerait au rééquilibrage global. Plusieurs critiques sont alors fréquemment soulevées.

Tout d'abord, l'excédent d'épargne allemand est pour beaucoup le fait d'une faiblesse de la demande privée, non de la demande publique. Tout au long des années 2000, cela a résulté de la politique de modération salariale suivie dans le but de restaurer la compétitivité après le choc de la réunification. Il s'agissait

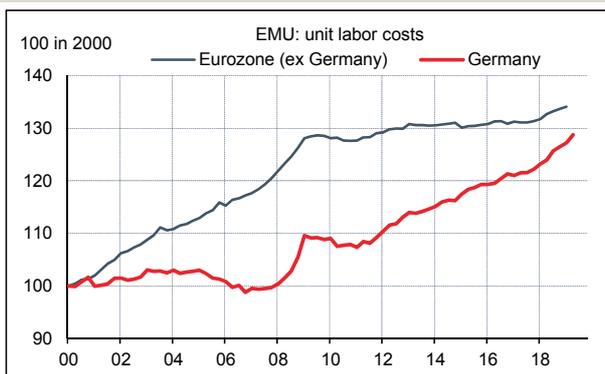
¹⁸ Voir *Flash éco* du 25 avril 2019 : "Que vaut l'Allemagne sans l'automobile?"



de maîtriser les coûts unitaires du travail. La situation est bien différente aujourd'hui. Ces dernières années, les coûts allemands ont progressé plus vite que dans le reste de la zone euro (**Graphe 10a**). Pour amplifier l'ajustement, la Commission recommande en général de réduire les taxes sur le travail dans le but de stimuler la consommation des ménages.

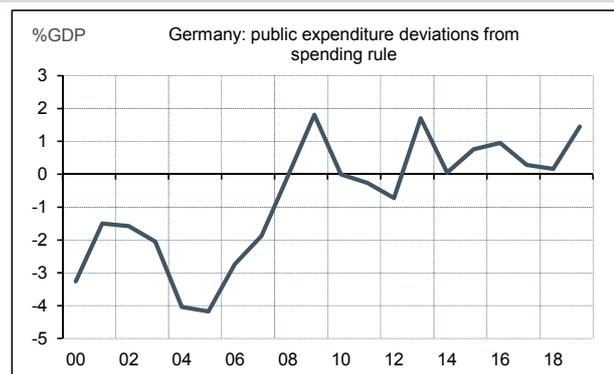
Par ailleurs se pose la question du respect des critères budgétaires domestiques qui sont plus stricts que les seuls critères de Maastricht. Après la Grande récession et l'envolée du ratio dette/PIB, l'Allemagne a inscrit dans sa loi fondamentale le principe d'un frein à l'endettement ("*Schuldenbremse*") afin d'obtenir un équilibre budgétaire structurel ("*schwarze Null*"). Corrigé des effets du cycle, le déficit du budget fédéral n'est donc pas censé dépasser 0.35% du PIB. En somme, cela revient à s'interdire une politique budgétaire active et à se reposer uniquement sur les stabilisateurs automatiques. Ainsi, d'après l'OCDE, un repli d'un point de la croissance du PIB réel s'accompagne d'une hausse de 0.48 pt du déficit budgétaire, ce qui en retour soutient l'activité¹⁹. D'après la Commission, une baisse d'un point des revenus des ménages se traduit par un repli de seulement 0.3 pt de la consommation des ménages, grâce à la hausse des transferts publics²⁰. On peut aussi faire remarquer que la consommation publique en Allemagne est même un peu plus soutenue que ce que recommanderait la règle souvent présentée comme optimale consistant à suivre la croissance potentielle²¹ (**Graphe 10b**). Ces principes d'orthodoxie budgétaire sont largement soutenus dans la classe politique allemande, à plus forte raison parmi les conservateurs. Dernièrement, le ministre des Finances a certes évoqué la possibilité d'un plan de relance de 50 Md€ mais seulement en cas de sévère récession. On sent peu d'appétit pour mener de manière préventive une politique budgétaire plus active.

Allemagne : coût unitaire du travail



Graphiques n°10 – Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF

Allemagne : évolution des dépenses publiques



Enfin, il faut considérer la mise en œuvre d'une politique de relance. Face à un choc portant avant tout sur la demande extérieure, stimuler la demande intérieure ne garantit pas une compensation un pour un et pourrait même causer de la surchauffe si la demande intérieure ne peut répondre. Pour prendre l'exemple du secteur automobile, il est évident que le problème est du côté de l'offre (effondrement de la production) mais non des ventes domestiques. Une prime à la casse est utile quand il faut purger rapidement des stocks excessifs, mais ce n'est pas le problème du moment. Se pose aussi la question de l'horizon visé. Il est de plus en plus souvent question de tirer parti de l'opportunité offerte par les taux bas²². Puisque l'État allemand peut s'endetter à coût négatif, il devrait en profiter, dit-on, pour financer un programme d'infrastructures axé sur les enjeux reconnus prioritaires à moyen terme, tels que la transition énergétique ou la digitalisation de l'économie. Certains feront alors valoir qu'on ne doit pas répondre par des mesures structurelles à ce qui n'est somme toute qu'un coup de froid cyclique.

¹⁹ Voir OECD (2015), "Adjusting fiscal balances for the business cycle: new tax and expenditure elasticity for OECD countries"

²⁰ Voir European Commission (2019), "Automatic stabilizers in the EU : size and effectiveness"

²¹ Voir CEPR (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform"

²² Voir Blanchard (2019), "Public debt and low interest rates", AER Lecture; et Blanchard & Ubide (2019), "Why critics of a more relaxed attitude on public debt are wrong", PIIE



Nous venons de rappeler les arguments les plus souvent avancés pour s'opposer à tout assouplissement de la politique budgétaire en Allemagne, moins par conviction, que pour situer le degré de résistance qui peut exister du côté des économistes (le "Conseil des experts économiques" penche très majoritairement du côté de l'orthodoxie) et du monde politique. Nul ne prétend qu'il est simple de concevoir et, à plus forte raison, de mettre en œuvre un soutien à l'économie. Mais évoquer les difficultés de mise en œuvre ou les effets secondaires indésirables de telle ou telle mesure ne peut tenir lieu de politique économique. C'est malheureusement l'impression qu'on ne peut manquer d'avoir à écouter nombre de responsables en Allemagne, qu'ils soient au gouvernement ou à la Bundesbank.



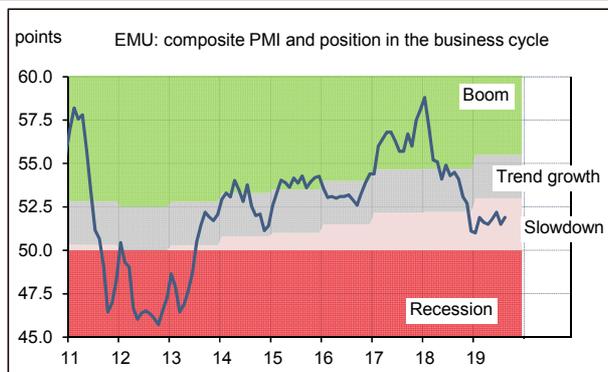
LA BCE, APRÈS HUIT ANNÉES D'ASSOUPPLISSEMENT

Un grand nombre de banques centrales, en Amérique, en Asie et en Europe, ont déjà assoupli leur politique monétaire ces derniers mois. C'est au tour de la BCE de se joindre au mouvement, avec encore plus de raisons qu'ailleurs dans la mesure où la croissance en zone euro y est plus faible et l'inflation très inférieure à l'objectif. Mario Draghi a acclimaté l'idée qu'il fallait un "paquet" de mesures et pas uniquement une baisse de taux pour assouplir la politique. La relance des achats d'actifs est loin de faire l'unanimité. Nous pensons que Mario Draghi fera néanmoins prévaloir ses vues, laissant en héritage à Christine Lagarde une politique durablement accommodante (mais proche de l'épuisement)²³.

Depuis trois mois, on sait que Mario Draghi prépare un assouplissement de la politique monétaire en réponse à l'"incertitude omniprésente" qui constitue un risque baissier pour la croissance et pour l'inflation. Cette recommandation a été évoquée à la réunion du Conseil des Gouverneurs du 6 juin. Elle a été affirmée plus nettement lors du forum de Sintra le 18 juin. Elle a été avalisée par le Conseil lors de sa réunion du 25 juillet. Depuis lors, les comités de la BCE chargés d'examiner les options possibles ont eu largement le temps de baliser la voie. Il est temps de passer à l'acte.

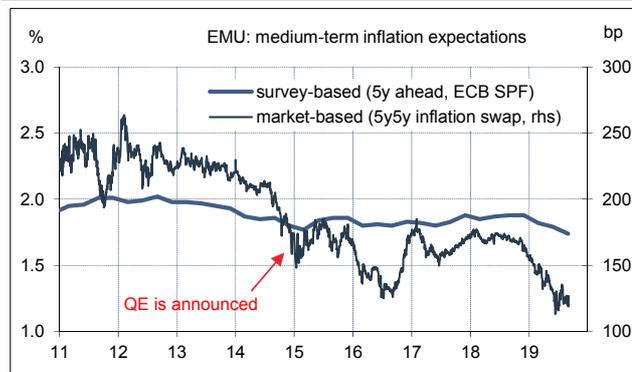
Durant l'été, la situation économique de la zone euro ne s'est ni améliorée, ni vraiment dégradée, ce qui signifie qu'elle reste fragile dans l'ensemble (**Graph 11a**), avec un biais baissier plus net en Allemagne. Certains facteurs d'incertitude ont reflué, comme le risque politique en Italie ; d'autres demeurent tout aussi difficiles à appréhender de manière sensée, comme le Brexit ; d'autres enfin se sont aggravés, comme les frictions commerciales sino-américaines. Enfin, et ce n'est pas la moindre des préoccupations pour la BCE, ni l'inflation actuelle, ni l'inflation anticipée ne se redressent. En triturant les indices de prix, on voit une ébauche de redressement sur les composantes cycliques de l'inflation²⁴ mais l'image d'ensemble est que l'inflation reste bien trop éloignée de la cible. Les anticipations d'inflation à moyen terme sont plus basses qu'en 2014 (**Graph 11b**). À l'époque, il était fréquent de parler de déflation et même si ce risque était peut-être surestimé, la faiblesse de l'inflation anticipée avait alors conduit la BCE à lancer son premier programme d'achats d'actifs.

UEM : position dans le cycle



Graphiques n°11 – Sources : Thomson Reuters, OCDE, ODDO BHF

UEM : anticipations d'inflation



²³ Cette section reprend, sous une forme légèrement modifiée, une note publiée le 5 septembre.

²⁴ La BCE a parfois mis l'accent sur l'indice de prix super-core, qui est calculé en retirant les éléments volatils comme l'énergie et l'alimentation, ainsi que les prix qui se révèlent insensibles à l'évolution de l'output gap. Voir BCE (2018), "Measures of underlying inflation for the euro area".



Les mêmes causes (risques macro baissiers) devraient logiquement avoir les mêmes conséquences (assouplissement monétaire) sauf à démontrer que la politique de la BCE est devenue inefficace, voire même improductive. L'argument est souvent avancé, mais à notre connaissance, il n'a jamais été démontré de manière convaincante. L'évidence empirique pointe dans l'autre sens. Selon les estimations citées par l'économiste en chef de la BCE, sans l'assouplissement mis en place à partir de 2014, la croissance en zone euro aurait été 0.7-0.8 pt au-dessous de ce qu'elle n'a été en 2017-2018, et l'inflation environ 0.4 pt au-dessous²⁵. L'influence des quatre différentes mesures (NIRP, TLTRO, forward guidance, QE) n'est pas identique, mais aucune ne ressort comme ayant un poids déterminant ou au contraire négligeable. Leurs effets sont jugés complémentaires. Dans la réflexion de Mario Draghi et nombre de ses collègues, c'est donc un "paquet" de mesures qu'il est crucial de présenter, bien plus qu'une mesure individuelle.

Un paquet de mesures

Quel peut-être le contenu de ce "paquet" ? Depuis juin dernier, les diverses sensibilités au sein du Conseil des gouverneurs ont posé leurs pièces sur l'échiquier, avec une offensive notable du groupe des "faucons" au cours des derniers jours²⁶. Cela permet de mieux baliser ce qui est certain, ce qui est probable et ce qui ne l'est pas.

- **Taux (négatif)** – Une baisse du taux de dépôt est une quasi-certitude. Beaucoup y sont favorables par conviction que cet outil est utile, d'autres car cela leur donne un argument pour refuser d'autres mesures comme le QE. Au demeurant, on voit mal pourquoi après des baisses de taux un peu partout dans le monde, la BCE serait la seule banque centrale à se priver de cette option, au risque d'une appréciation de l'euro. Accentuer la politique de taux négatif (NIRP) est comme on sait très mal vue du côté des banques. C'est pourquoi il est probable qu'une baisse des taux sera accompagnée de mesures visant à en limiter l'impact sur les profits des banques, en créant un système de taxation par paliers de leurs réserves excédentaires (**Encadré 2**). L'amplitude de la baisse reste à fixer (on penche plutôt vers -10bp, avec le maintien d'un biais baissier).
- **Forward Guidance** – La BCE a déjà ajusté le tir plusieurs fois ces derniers mois, repoussant d'abord dans le temps une possible hausse des taux et adoptant ensuite un biais baissier qui vaut jusqu'à la mi-2020. Il est probable selon nous que l'horizon sera encore étendu, d'autant que la *forward guidance* actuelle précise que le biais baissier vaut tant que qu'une convergence durable de l'inflation vers sa cible n'est pas visible. C'est là le point central, bien plus que la date.
- **TLTRO** – Une nouvelle série de TLTRO avait été annoncée en mars dernier, dont la première opération doit être mise en place ce mois-ci. À ce moment-là, il était prévu de rendre les conditions d'emprunt moins généreuses que par le passé afin de désaccoutumer les banques des injections de liquidité par la BCE. Six mois plus tard, compte tenu de la faiblesse du secteur bancaire, la réflexion a pu évoluer. Il serait bizarre que certaines mesures soient calibrées pour favoriser les banques et d'autres non.
- **QE** – C'est le principal point de dispute dans la constitution du "paquet". Plusieurs membres du Conseil sont idéologiquement opposés à la reprise des achats d'actifs, une politique qu'ils ont toujours rejetée ou critiquée. D'autres sont indécis, jugeant que les risques économiques ne sont pas aussi grands qu'en 2014 ou que l'impact additionnel du QE serait limité. Si l'on admet que les outils de la BCE ont des effets complémentaires, se priver du QE réduirait fortement l'efficacité du "paquet" et causerait, il va sans dire, une énorme déception sur les marchés de capitaux. Il y aurait un resserrement des conditions financières. C'est un argument puissant pour convaincre les indécis. Nous pensons que Mario Draghi parviendra à réunir une majorité du Conseil (mais pas l'unanimité) pour lancer un nouveau programme d'achats d'actifs. Montant ? Tablons sur une enveloppe environ deux fois moindre que dans le premier programme, quelque part au voisinage de 30Md€ par mois. Durée ? Comme pour la *forward guidance*,

²⁵ Voir Lane (2019), "Monetary policy and below-target inflation", discours du 2 juillet.

²⁶ On peut ranger là au moins J.Weidmann (Allemagne), S.Lautenschläger (Board), Y.Mersch (Board), K.Knot (Pays-Bas), R.Holzmann (Autriche).



cela ne fait grand sens de s'engager sur moins d'un an. Univers d'investissement ? Il y a peu d'appétit pour introduire de nouvelles classes d'actifs comme la dette bancaire, et encore moins les actions. La structure d'investissement devrait prolonger la situation actuelle, avec un poids prédominant des emprunts d'État (85% du total), le reste étant surtout du crédit *corporate*. La relance du QE peut nécessiter d'ajuster les critères de détention, telle que la limite de 33% par émetteur. Nous voyons là des détails techniques de second ordre par rapport à la question primordiale de savoir si la BCE va refaire grossir son bilan en achetant des actifs.

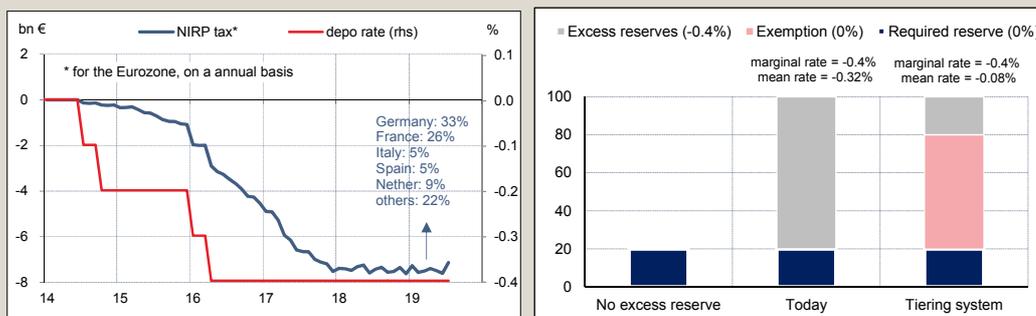
La réunion du 12 septembre est l'avant-dernière présidée par Mario Draghi avant la fin de son mandat le 31 octobre. C'est donc à la fois la dernière occasion pour lui de marquer son influence – est-il besoin de dire combien la BCE a changé en huit ans ? – et une manière de préparer une transition en douceur avec Christine Lagarde. Si Mario Draghi, contrairement à nos attentes, ne parvient pas à faire passer un programme de QE, le signal serait particulièrement négatif pour la future présidente. Les défis de Mme Lagarde ne sont pas minces. Les outils de politique monétaire ont déjà été largement utilisés et leur efficacité, comme on l'a vu, est de plus en plus souvent contestée. C'est un lieu commun chez les banquiers centraux de dire que la politique monétaire ne peut pas tout et qu'il faut davantage se tourner vers les politiques budgétaires ou réglementaires pour soutenir l'activité. C'est un discours que Mme Lagarde a souvent tenu au FMI mais il ne va pas de soi en zone euro de rendre plus étroite la coopération entre la BCE, des autorités budgétaires nationales décentralisées, et un budget communautaire qui n'est pas dimensionné pour faire de la stabilisation macroéconomique.

Encadré 2 – Taux négatifs et système de *tiering*

Dès que la BCE s'est engagée dans une politique de taux négatif (NIRP) en 2014, les critiques ont fusé pour dénoncer les effets néfastes de cette politique pour les épargnants et pour les banques. La BCE a fourni plusieurs études pour défendre l'idée qu'il fallait considérer la politique monétaire dans toutes ses dimensions, et ne pas s'arrêter seulement aux taux négatifs. La thèse de la BCE était alors qu'en aidant l'économie réelle, la politique monétaire a un impact net positif sur la rentabilité des banques (1). Certes, la NIRP comprime leurs marges d'intérêt, ce qui est un effet secondaire négatif, mais à l'inverse, il y a effet direct positif plus important via la baisse des taux de défaut de crédit et les gains en capitaux (2).

Ces arguments sont battus en brèche à mesure que la NIRP s'installe dans la durée. Sauf dans quelques cas (entreprises, gros déposants), les banques ne peuvent en effet pas taxer les dépôts de leurs clients et leur marge d'intérêt s'en trouve encore rabaissée. De plus, les gains en capitaux sont ponctuels et non récurrents. N'existe-il pas un niveau de taux directeur à partir duquel les effets directs sont dépassés par les effets secondaires (reversal interest rate) de sorte que l'assouplissement monétaire a des effets de contraction et non d'expansion de l'offre de crédit bancaire ? C'est toute la question. A l'heure actuelle, on ne constate pas de blocage dans le canal du crédit, mais c'est un risque si la NIRP est accentuée. A l'heure actuelle, au taux de dépôt de -0.4%, les réserves excédentaires des banques représentent une ponction sur leur profit de l'ordre de 8 Md€ par an (graphe de gauche). De surcroît, le problème est que la "taxe NIRP" affecte de manière très différente les secteurs bancaires des pays de la zone euro. Près de 60% des réserves excédentaires sont détenues actuellement par des banques allemandes ou françaises.

Dans ces conditions, la BCE a commencé à amender sa thèse initiale, en reconnaissant un effet non négligeable sur les profits des banques et par suite leur valorisation boursière (3), tout en précisant que la faible rentabilité du secteur bancaire traduit bien d'autres causes que sa seule politique (coûts de la digitalisation, hausse des exigences réglementaires, manque de consolidation). Pour atténuer les effets secondaires de la NIRP, la mise en place d'un système de paliers (*tiering*) pour la taxation des réserves excédentaires est une solution. Plusieurs banques centrales étrangères (Japon, Suisse, Danemark) ont mis en place un tel système. Les modalités peuvent varier d'un cas à l'autre, mais l'idée commune est d'exempter une partie des réserves excédentaires, ou de les "taxer" à un autre taux que le taux de dépôt. A titre d'illustration, si 75% des réserves étaient exemptées, cela permettrait d'augmenter (c'est-à-dire rendre moins négatif) le taux moyen de taxation des réserves sans modifier le taux marginal qui guide les taux de marchés (graphe de droite). La facture pour les banques s'en trouverait fortement allégée, même si le taux de dépôt est encore abaissé.



(1) ECB (2015), Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver'. (2) Coeuré (2016), Assessing the implications of negative interest rate. (3) ECB (2019), Do low interest rates hurt banks' equity values?



NOS PUBLICATIONS RÉCENTES

Flash économique

- BCE : le bouquet final de Mario Draghi (5 septembre 2019)
- Allemagne : le problème est-il à Francfort ou à Berlin ? (4 septembre 2019)
- Quel costume pour Halloween-Brexit ? (30 août 2019)
- Phobie de la récession, peut-on s'en guérir ? (22 août 2019)
- 10 questions sur la BCE (23 juillet 2019)
- Allemagne : risques baissier, gouvernement apathique (16 juillet 2019)
- Politique monétaire, sous le risque de politisation (10 juillet 2019)
- La guerre des monnaies, prochaine obsession de Donald Trump (2 juillet 2019)
- Rude métier que banquier central (4 juin 2019)

Focus France

- France : de "vrais" emplois pour soutenir la croissance (2 septembre 2019)
- Surperformance de l'économie française (24 juillet 2019)
- France : bonne résistance aux risques extérieurs (19 juin 2019)
- France: de vieilles recettes pour soutenir la demande (14 mai 2019)

Focus US

- Industrie US : incertitude globale et chocs spécifiques (6 septembre 2019)
- Voyant vert pour la consommation des ménages US (30 août 2019)
- La Fed, tiraillée entre l'économie, Trump et les marchés (23 août 2019)

Economie & Taux (mensuel)

- Ennemis de la croissance, qui sont-ils ? (26 août 2019)
- Europe, à bout de souffle ? (26 juillet 2019)
- À vos marques, prêt, coupez (20 juin 2019)

Étude économique

- Trois hommes dans un bateau : Trump, Xi, Powell (22 mai 2019)
- No-deal Brexit – Impacts économiques et sectoriels (en collaboration avec le bureau des analystes financiers, 14 février 2019)
- *Scary monsters* (saison 2)... Trump, Chine, Fed (9 janvier 2019)
- Economie mondiale: frictions ou collision? (6 septembre 2018)