

La croissance en zone euro s'infléchit sans inquiéter les marchés

Mario Draghi lance un avertissement dans le langage codé des grands argentiers

Les économistes comme les investisseurs ont appris à se méfier des banquiers centraux. Entre ceux qui affirment ouvertement et jusqu'au dernier moment le contraire de ce qu'ils vont faire et ceux qui suivent les préceptes d'Alan Greenspan (« *Si vous avez compris quelque chose à ce que j'ai dit, c'est que je me suis mal exprimé* »), le décryptage n'est pas toujours clair. Cela dit, Mario Draghi a simplement confirmé la semaine dernière le sentiment que donnaient les publications d'indicateurs avancés des deux derniers mois. Le patron de la Banque Centrale Européenne a déclaré que « *les indicateurs économiques suggèrent une certaine modération du rythme de croissance depuis le début de l'année.* » On reste dans le registre du conditionnel et l'imprécision, mais dans son langage, cela sonne un peu comme un avertissement.

Les indicateurs avancés annoncent une croissance révisée...

Il n'y a pas un indicateur qui se soit révélé particulièrement alarmant. On a plutôt affaire à une série allant dans le même sens.

Il s'agit pratiquement exclusivement d'indicateurs avancés. Les données analysant le moral des entreprises montrent une nette dégradation en avril dans les trois grandes économies de la zone euro ; Allemagne, France et Italie. En Allemagne, l'institut IFO a annoncé une cinquième baisse mensuelle consécutive, plaçant la donnée à son plus bas niveau depuis un an. Même constatation dans les intentions des directeurs d'achat : le PMI manufacturier de la zone est revenu à 56, son point bas depuis 14 mois. L'indice ZEW qui s'attache à la tendance des investisseurs est passé en territoire négatif en Allemagne au mois de mars et n'est – par contrecoup – que légèrement positif pour l'ensemble de la zone euro. Il s'agit bien d'un changement de signe, puisque l'indice de « surprise économique » se situe aussi au plus bas depuis plus de deux ans.

... mais les constatations instantanées restent porteuses

On constate une divergence : les indicateurs avancés se retournent alors que les données instantanées et même retardées (comme l'emploi) traduisent une dynamique confirmée. La photographie est même très différente de celle des études avancées : le moral des ménages se renforce au moment où celui des entreprises se dégrade. Pourtant, dans le même temps, c'est la consommation qui pèse sur la croissance quand l'investissement se tient.

Vu de France, on ressent un vrai effet Macron : positif pour la confiance, mais devant prendre en compte les hausses de fiscalité et les retombées négatives dans un premier temps de la réforme du droit du travail. On a vu en Italie avec celle menée par Matteo Renzi que la souplesse offerte aux employeurs a comme effet de court terme le développement des emplois précaires, les effets positifs ne pouvant être espérés qu'à moyen voire long terme.

Cependant, cette distorsion entre le sentiment général et la consommation dépasse le cadre français.

La croissance va manquer de supports extérieurs pour dépasser durablement le potentiel

La question du tournant de la croissance ramène la problématique à une constante de l'analyse économique : le taux d'expansion peut-il être durablement supérieur à son potentiel ? Le retard de croissance (l'*output gap* dans le jargon) a été comblé en 2017 et 2018 s'annonce supérieur de 1 % au potentiel cette année.

Pour que ce soit tenable, il faut qu'un des deux facteurs contribuant à la croissance potentielle ou les deux – démographie et gains de productivité- jouent fortement. On n'en est pas là. Reste évidemment l'apport extérieur qui permet d'aller au-delà au moins temporairement.

Sur ce plan, la conjoncture mondiale sans marquer une cassure, se dégrade légèrement. Après quatre mois de l'exercice 2017, le cycle mondial est révisé en (très) légère baisse. Le programme fiscal américain donne un effet d'optique. Il vient pour ainsi dire à contre-cycle et dope les États-Unis pour un exercice (l'actuel) avant une rentrée dans le rang alors, qu'à ce stade du cycle, le mix fiscalité-taux monétaires devrait rechercher à constituer des marges de manœuvre pour casser des pressions sur l'activité à une échéance de deux ou trois ans.

En tout état de cause, ce n'est pas une accélération de la croissance mondiale qui pourra porter ce maintien de la dynamique de la zone euro au-delà de son potentiel. Il faut au contraire prendre en compte les effets de change. Sans attendre des taxes aux États-Unis, la dévaluation compétitive du dollar atteint 10 % sur un an et pèse sur l'apport de la croissance mondiale aux entreprises du Vieux Continent. On peut ajouter un dernier frein : le prélèvement sur l'économie de la hausse de l'énergie.

Les investisseurs retiennent la réalité des profits actuels et, surtout, le maintien du support de la BCE

La révision à la baisse des taux de croissance de la zone euro et leur retour vers le potentiel de 1,5 % ou un peu moins dès 2019 semble écrite malgré le rattrapage de l'investissement en France, en Espagne et en Italie. Le catalyseur de la prise en compte par les investisseurs de cette inflexion pourrait être la conférence de la semaine dernière de la Banque Centrale Européenne.

Cela posé, les marchés financiers s'en tiennent à la constatation de la bonne tenue de l'économie en instantané. Ils tiennent la réalité des bénéfices plus que le risque de révision à la baisse des taux de progression des profits à un, deux ou trois ans.

Du discours de M. Draghi, ils ont surtout retenu que, face à cette « certaine modération de la croissance », la BCE jugeait que sa « politique qui a été d'une grande utilité allait continuer à l'être ». Si comme il le dit « continuité est un terme qui a été utilisé au sein du conseil des gouverneurs », les marchés peuvent compter sur une stratégie toujours très accommodante en matière d'injections monétaires et de taux directeurs. Les taux sont encore et toujours le point central au-delà des scénarios économiques. Resteront-ils le seul ?