

## Une croissance mondiale durablement inférieure à 3% ?

Au moment où la communication tous azimuts se cadre sur les belles intentions écolo qui visent plus ou moins à limiter la croissance mondiale, la question du cycle se pose de façon conjoncturelle. Bien au-delà des ors et des embouteillages de la COP 21, les révisions à la baisse de la force du cycle posent la question d'une conjoncture qui n'est pas accrochée – en particulier en Europe, et, surtout, au Japon - malgré une accumulation sans précédent de soutiens monétaires.

Où en sont les scénarios ?

### Une inflexion cette année : recul par rapport à 2014

Le FMI a en quelque sorte donné le ton. Il y a un peu moins de deux mois, l'institution a réduit de 0,2 % ses estimations d'expansion mondiale pour 2015 et pour 2016. Elle les avait déjà abaissées en juillet. Finalement, en quatre mois, le taux 2015 a été ramené de 3,5 % à 3,1 % et les projections 2016 de 3,8 % à 3,6 %. Les grands prévisionnistes vont dans le même sens. Selon l'OCDE, il faut viser 2,9 % cette année et 3,3 % l'année prochaine. La Banque des Règlements Internationaux ou les services de l'ONU suivent.

On est en face d'une inflexion réelle : il est aujourd'hui assuré que la croissance mondiale de 2015 sera inférieure aux 3,4 % de 2014. On s'inscrit dans un ralentissement, et la performance de cette année sera la pire depuis 2009, année du choc économique de la crise financière et de la récession.

La modestie du chiffre final est attribuée à la faiblesse du cycle dans les pays développés et au ralentissement de l'expansion dans les zones émergentes – pour la cinquième année consécutive. En quelque sorte, on paye le traitement de la crise de la fin de la décennie 2000. Pour éviter la dépression, les économies n'ont pas été assainies, mais sauvées par recours à la dette. En découlent une productivité qui progresse faiblement et un investissement globalement pénalisé par l'endettement général, des États et des agents privées, face à des banques fragilisées.

Pour mettre les estimations en perspective, on doit même souligner qu'elles sont plutôt volontaristes. Le chiffre réel pourrait être cette année plus proche de 2,5 % que de 3,1 %, celui de l'année prochaine du même ordre : la convergence des différentes zones depuis 2009 s'est accélérée, et il est difficile de cibler avec précision les évolutions des produits intérieurs bruts.

### La Chine, point central de l'incertitude : une expansion peut-être limitée entre 4 et 5 %

Des récessions très sévères au Brésil et en Russie (la septième et la dixième économie du monde) ont un impact sur le solde final qui n'est pas forcément arrêté. Le point central de l'incertitude est cependant la Chine, la troisième économie du monde après l'Union Européenne et les États-Unis.

Les données statistiques officielles sont regardées avec scepticisme et même méfiance. Officiellement, la croissance du PIB au troisième trimestre s'est établie à

6,9 %. Ce passage au-dessous de 7 % est l'aveu de l'entrée dans une expansion plus normée. Il s'inscrit dans les objectifs fixés par le parti communiste d'une stabilisation autour de 6,5 % dans les années qui viennent (treizième plan quinquennal qui couvre les années 2016-2020).

A y regarder de plus près, nombreux sont les économistes à ramener l'expansion réelle entre 4 et 5 %. En cause, une batterie de données. On peut s'arrêter au déflateur pris en compte par les administrations officielles : la croissance réelle publiée est supérieure à la croissance nominale, dans des proportions qui ressortent d'une démarche plus que volontariste. Le fameux basculement rééquilibrant le moteur interne (consommation et investissement) par rapport à l'exportation s'opère bien, mais essentiellement par le ralentissement de la deuxième composante. On est encore loin de l'instauration d'un nouveau modèle chinois. Le ressort ne va pas être simple à trouver : en-deçà des 6,5 % / 7 % de croissance, l'exode rural n'est pas absorbé dans des conditions satisfaisantes. Les surcapacités nées de la poursuite des investissements depuis 2009 malgré la réduction de la croissance des exportations forment un effet boule de neige pour renforcer la baisse de la productivité.

Le moteur chinois ne va pas donner l'impulsion à la croissance mondiale. Bien sûr, il y a les relais de l'Asie du Sud Est (l'ASEAN pèse 3,5 % dans le PIB mondial) qui vont compenser pour une part sur le modèle chinois des années 2000 : leur taux de croissance annuel est estimé à plus de 12 % pour les cinq ans à venir. Mais on n'est pas dans les mêmes ordres de grandeur.

Au-delà, beaucoup d'économies émergentes vont subir la persistance de cours des matières premières et du pétrole bas, du relèvement des taux directeurs de la Réserve Fédérale américaine et de la hausse du dollar. Les pays qui ne peuvent pas émettre une monnaie crédible sur les marchés de la dette subissent depuis un an des « QE à l'envers ». Globalement, les liquidités retirées avec la baisse de leurs réserves de change depuis le début 2014 dépassent sans doute le milliard de dollars.

On n'en sort pas vraiment : si la croissance chinoise se limitait à 4,5%, la croissance mondiale dépassera de peu les 2 %.

## Les QE ne payent pas dans les proportions attendues : l'Europe toutefois bien placée

Le cycle mondial est ainsi centré sur les pays développés. Les poids lourds – l'Union Européenne, les États-Unis et le Japon – peuvent trouver des compléments dans des zones dynamiques comme l'Inde, l'Australie ou la Corée, mais c'est eux qui fixent la tendance.

Les dévaluations de l'euro et du yen corrigent les écarts entre eux, précisément, ils freinent forcément l'économie américaine qui, à ce stade, est le point de dynamique. On en revient au traitement de la crise de 2007/2009 : il n'y a pas eu d'assainissement, le sauvetage des banques ne les laissent pas intactes, les banques centrales semblent soutenir les économies à bout de bras. Les effets ne se cumulent visiblement pas.

Depuis 2007, les bilans de sept grandes banques centrales ayant lancé les assouplissements quantitatifs (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Japon, Chine, zone euro, et le cas spécifique de la Suisse) ont porté à 17.000 milliards de dollars la taille des bilans. Cela monte ces engagements de 15% à 35% des PIB concernés. Et à 25 % du PIB mondial. Force est de constater que la reprise ainsi favorisée est d'ampleur limitée ou faible et qu'elle a du mal à s'amplifier. La valeur des actifs a profité des politiques monétaires, mais on ne perçoit pas vraiment d'effet richesse sur la croissance et peu de transferts au financement de l'économie par le biais des crédits.

Le scénario se précise : la croissance va être durablement molle, centrée sur les pays développés et confirmera les nouveaux termes du commerce mondial. Le cycle se renforcera de lui-même là où les excès – surendettement et surcapacités- seront maîtrisés. Dans ce cadre, l'Europe n'est pas mal placée au moment où sa banque centrale accélère un QE qui peine à stimuler l'inflation, mais peut progressivement gagner en efficacité (il y a de la marge) sur la question du crédit.