

## 1. Synthèse : la fin d'un cycle ?

---

La dynamique de croissance de l'économie mondiale a été confirmée en fin d'année 2017. L'activité continue de se renforcer dans les grandes zones économiques – en particulier dans les pays industrialisés – et porte le taux de croissance de l'économie mondiale à 3,5 % contre 3,1 % en 2016. À court terme, ce scénario devrait se poursuivre. Les politiques monétaires continueront à apporter un soutien à l'économie même si la normalisation est en cours – en particulier aux États-Unis – et sera amorcée prochainement dans la zone euro. L'orientation des politiques budgétaires sera fortement expansionniste aux États-Unis où le premier budget de l'ère Trump est marqué par une baisse des prélèvements obligatoires et une augmentation des dépenses. S'il existe encore quelques pays qui n'ont pas retrouvé leur PIB d'avant-crise – Italie, Grèce, Portugal et Finlande notamment – ou dont le taux de chômage élevé signale la persistance du sous-emploi, l'évolution récente de la situation macroéconomique devrait effacer progressivement les conséquences de la Grande Récession qui avait débuté en 2008. Du côté des pays émergents, le Brésil et la Russie retrouvent progressivement le chemin de la croissance tandis que le ralentissement en cours de la Chine reste sous contrôle et que la croissance accélère à nouveau en Inde. Dans ce contexte, se pose la question de la capacité des économies développées, dont le taux de chômage retrouve son niveau d'avant-crise, à maintenir un rythme de croissance élevé. Certains indicateurs suggèrent que les contraintes d'offre deviendraient plus prégnantes, ce qui pose la question de la croissance potentielle et du niveau du chômage structurel.

La fin de la crise n'implique pas nécessairement un retour à la situation qui prévalait en 2007 et la poursuite de la reprise reste nécessaire pour résorber les déséquilibres hérités de la crise. L'inflation est plus basse, sauf au Royaume-Uni où le vote en faveur du Brexit a provoqué une dépréciation de la livre sterling. Pourtant, les politiques monétaires ont été et restent expansionnistes. Les taux d'intérêt directeurs des banques centrales sont plus faibles et la taille de leur bilan est bien plus importante du fait des politiques d'achats de titres menées pendant la

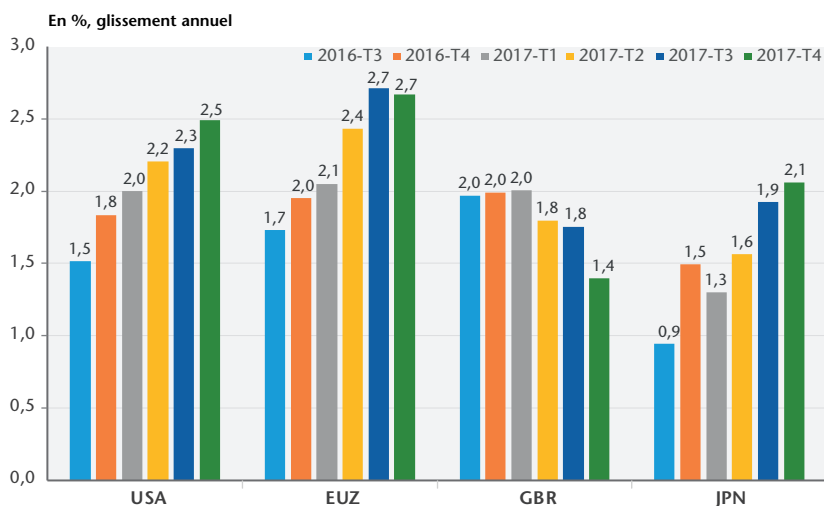
crise. Ensuite, les ratios de dette publique sur PIB sont aussi plus élevés reflétant le soutien apporté par les gouvernements au début de la récession et plus encore les pertes importantes d'activité enregistrées pendant la crise, ce qui a conduit à une dégradation du déficit public conjoncturel sur une période prolongée. Les écarts de production mesurant la différence entre le PIB observé et son niveau potentiel sont restés négatifs entre 2008 et 2017 et se ferment progressivement. La mesure statistique de ces écarts est soumise à de nombreuses incertitudes mais, parmi les grands pays, ils seraient refermés ou quasi-fermés en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans la plupart des autres grands pays, cette fermeture pourrait être effective d'ici la fin de l'année 2019, ce qui marquerait la fin de la dynamique de reprise. Le cycle conjoncturel va-t-il progressivement prendre fin ou se poursuivra-t-il à un rythme soutenu, ce qui permettrait d'améliorer les conditions d'emploi et de réduire les déséquilibres issus de la crise financière globale ?

La réduction de la dette publique, permettant de retrouver des marges de manœuvre budgétaire, sera favorisée par le dynamisme de la croissance nominale, ce qui suppose la poursuite du cycle de croissance en cours et le retour de l'inflation vers la cible de 2 %, voire au-dessus. Or, même dans les pays où le taux de chômage est inférieur à son niveau d'avant-crise, l'inflation sous-jacente demeure basse. Par ailleurs, une fois que la phase de reprise sera achevée dans tous pays, la croissance convergera-t-elle vers son rythme potentiel, ce qui rendrait cruciale la question de l'évaluation de ce sentier de croissance ? Le ralentissement concomitant de la croissance de la population active et de la productivité tendancielle implique un ralentissement de la croissance potentielle. Ces évolutions restent néanmoins soumises à de nombreuses incertitudes statistiques et méthodologiques. Dans ces conditions, le défi des gouvernements et des banques centrales est de normaliser progressivement et pragmatiquement les politiques budgétaires et monétaires. Des restrictions précipitées, donnant une importance excessive à des indicateurs de tensions fragiles, risqueraient de freiner, voire de casser la dynamique de croissance et donc les facteurs qui favoriseront la correction des déséquilibres hérités de la crise. En même temps, des politiques trop longtemps expansionnistes pourraient alimenter de nouveaux déséquilibres de comptes courants ou financiers.

## La reprise se poursuit

La croissance du PIB en glissement annuel s'est renforcée dans de nombreux pays industrialisés et émergents aux troisième et quatrième trimestres 2017 (graphiques 1 et 2)<sup>1</sup>. C'est le cas aux États-Unis où la croissance américaine, principalement soutenue par la consommation des ménages et par l'investissement, a accéléré tout au long de l'année. En glissement annuel, elle s'élevait à 2,6 % au quatrième trimestre, soit 1,1 point de plus qu'au troisième trimestre 2016. La dynamique de croissance est de même ampleur dans la zone euro avec un glissement annuel du PIB de 2,7 % en fin d'année 2017 contre 1,7 % au troisième trimestre 2016. À la différence des États-Unis, la croissance de la zone euro a davantage été tirée par le commerce extérieur en cette fin d'année que par la demande intérieure. Au sein de la zone euro, l'Allemagne joue toujours le rôle de locomotive même si la contribution de la croissance française, et dans une moindre mesure celle de l'Italie, augmentent depuis le début de l'année 2017. Quant à l'Espagne, la croissance en glissement annuel est stable autour de 3 % sur les six derniers trimestres. L'activité progresse également au cours du second semestre 2017 au Japon. Au troisième trimestre, elle fut surtout portée

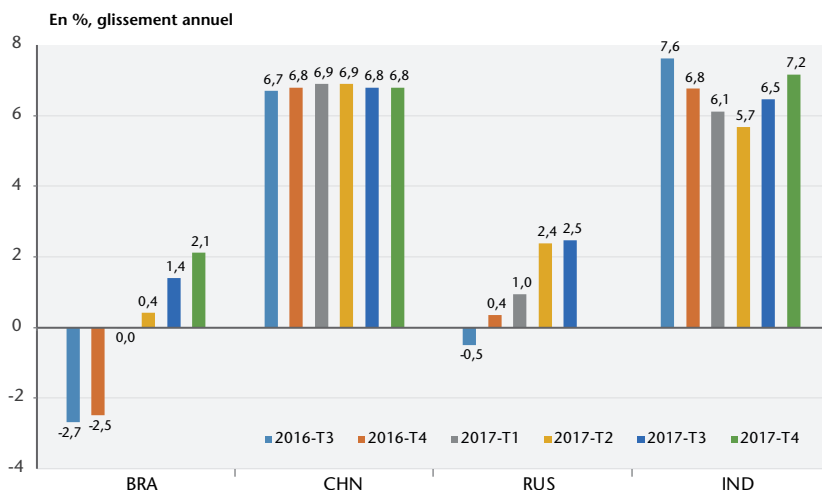
Graphique 1. PIB des pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

1. Voir « Tour du monde de la situation conjoncturelle » pour des analyses plus détaillées sur l'Allemagne l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Graphique 2. PIB des pays émergents



Source : Comptes nationaux.

par le commerce extérieur tandis qu'au quatrième trimestre, c'est la consommation des ménages qui fut le principal moteur de la croissance. Parmi les pays industrialisés, le Royaume-Uni fait figure d'exception. La perspective du Brexit et la politique budgétaire ont entraîné un ralentissement de la croissance. Le glissement annuel du PIB a ralenti à 1,4 % au quatrième trimestre contre 2,1 % en début d'année<sup>2</sup>. L'investissement productif privé et en logements a ralenti et les exportations ont chuté (-0,9 %) au quatrième trimestre, après deux fortes hausses aux deuxième et troisième trimestres.

Le constat est identique du côté des pays émergents. D'une part, les deux pays qui avaient été touchés par la récession – la Russie et le Brésil – voient leur croissance accélérer (graphique 2). En fin d'année, les glissements annuels du PIB sont repassés au-dessus de 2 %, en lien notamment avec l'investissement et la consommation des ménages. Le recul de l'inflation au Brésil a permis d'améliorer le pouvoir d'achat des ménages et a redonné des marges de manœuvre à la banque centrale pour assouplir sa politique monétaire. De même, la croissance accélère à nouveau en Inde après le ralentissement depuis le premier trimestre 2016 alors qu'elle reste stable en Chine. En Inde, la réforme visant à

2. Il faut cependant préciser qu'en rythme trimestriel, l'activité a respectivement progressé de 0,5 et 0,4 % respectivement lors des deux derniers trimestres 2017 contre 0,3 et 0,2 % au cours des deux premiers.

démonétiser les billets de 500 et 100 roupies ainsi que l'introduction d'un impôt sur la consommation avaient ralenti la croissance, notamment la consommation des ménages. L'économie chinoise continue de croître à un rythme légèrement inférieur à 7 % avec activité économique tirée par les dépenses d'infrastructures, les investissements dans l'immobilier ainsi que la consommation des ménages.

Ce cycle de croissance résulte d'un ensemble de facteurs – politiques budgétaires, conditions de crédit, compétitivité, cycle mondial, pétrole – qui sont devenus favorables en 2016 et 2017 alors qu'ils avaient plutôt pesé sur la croissance entre 2011 et 2015 (graphique 3). En 2017, les effets du Brexit ont cependant ralenti la croissance britannique *via* notamment un ralentissement de l'investissement et de la consommation des ménages. Ainsi, les politiques budgétaires ont été peu restrictives ces deux dernières années, contrairement à l'épisode de consolidation budgétaire observé entre 2010 et 2015. La vague de restrictions budgétaires dans la zone euro fut la conséquence de la panique qui s'est emparée des marchés à partir de 2010 et qui a poussé les gouvernements à durcir leur politique budgétaire dans l'espoir de gagner en crédibilité. Blot, Ducoudré et Timbeau (2016) montrent cependant que la crédibilité liée à une politique budgétaire plus restrictive dépend de la valeur des multiplicateurs. En effet, lorsque ceux-ci sont relativement élevés, une politique budgétaire restrictive dégrade fortement l'activité. Si les marchés intègrent que la dette va continuer à augmenter malgré la consolidation budgétaire, ils vont demander une prime de risque plus élevée ; la crédibilité ne s'améliore donc pas nécessairement. De fait, les primes de risque n'ont pas diminué en lien avec la mise en œuvre de politiques budgétaires. Comme le soulignent par exemple De Grauwe et Yi (2013), la causalité fut plutôt inversée ; l'augmentation des primes de risque incitant les gouvernements à accentuer les mesures de consolidation. Il a surtout fallu attendre la déclaration faite par Mario Draghi en juillet 2012 – le fameux « Whatever it takes » – et l'annonce de la mise en œuvre de l'OMT pour que le risque souverain diminue<sup>3</sup>.

Par la suite, la réduction progressive des déficits publics en zone euro a réduit la pression sur les gouvernements qui ont également pu tirer profit des flexibilités offertes par le Pacte de stabilité et de croissance pour mener des politiques budgétaires plus neutres. En 2015, l'impulsion budgétaire en zone euro était certes toujours négative mais

---

3. Voir Altavilla, Giannone et Lenza (2014), De Santis (2016) ou Szczerbowicz (2015).

de seulement 0,1 point de PIB pour devenir nulle en 2016 puis positive (+0,2 point) en 2017. L'impact de ces mesures sur la croissance dépend non seulement de la composition de l'impulsion budgétaire – selon que les mesures portent sur les prélèvements obligatoires ou les dépenses – mais aussi de la position de l'économie dans le cycle. La littérature récente suggère en effet que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés lorsque la situation conjoncturelle est dégradée. Ainsi, en 2017, la politique budgétaire aurait plutôt soutenu la croissance en Allemagne (+0,1 point), en Italie (+0,6 point), en Espagne (+0,7 point) et aux États-Unis (+0,7 point) tandis que son impact fut neutre en France et négatif au Royaume-Uni (-0,4 point). Ces effets dépendent non seulement des mesures prises pour l'année 2017 mais aussi des mesures passées<sup>4</sup>.

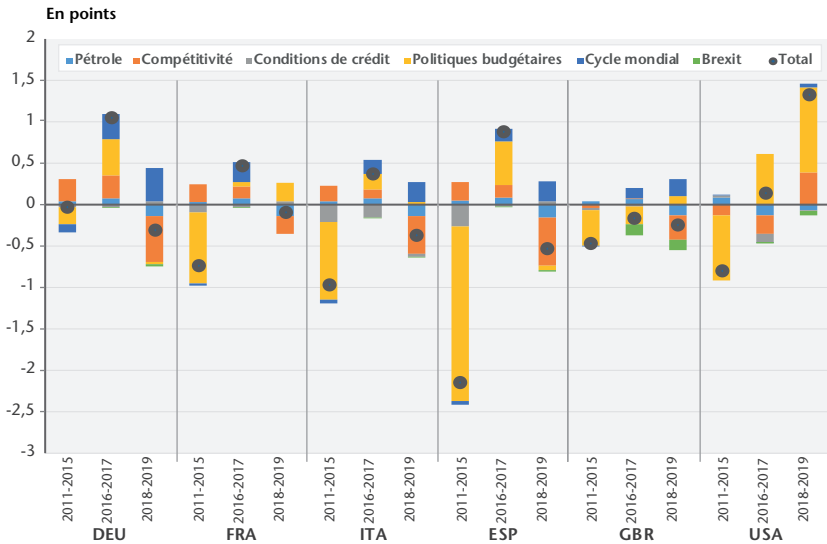
Hors effet de la politique budgétaire, l'accélération de la croissance mondiale en 2016-2017 a stimulé les importations, ce qui a notamment bénéficié à l'Allemagne où les exportations représentent plus de 48 % du PIB. L'effet fut également positif mais de moindre ampleur dans les autres pays européens et quasi-nul aux États-Unis, économie plus fermée que les pays européens. Par ailleurs, dans la zone euro, alors que la baisse du prix du pétrole et de l'euro avait permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages, les marges des entreprises et la compétitivité-prix<sup>5</sup> en 2015 et 2016, l'impact de ces deux facteurs s'est depuis progressivement atténué, voire inversé. Les mécanismes de rattrapage post-crise ont également contribué au dynamisme de la croissance. Les politiques monétaires ont joué un rôle de soutien à l'activité en maintenant les taux d'intérêt à un niveau bas. La faiblesse de l'inflation – hors effet des prix de l'énergie – a permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Du côté des entreprises, après avoir baissé au début de la crise, les marges se sont progressivement rétablies par la suite permettant ainsi de soutenir l'investissement. Aux États-Unis, le taux de marge des entreprises est passé d'un pic à 34 % avant la crise à 28,1 % au troisième trimestre 2008 avant de se redresser pour atteindre 34,6 % en fin d'année 2017. Dans la zone euro prise dans son ensemble, la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés non-financières avait chuté de 3,1 points entre la fin de l'année 2007 et le début de l'année 2010. La moyenne sur quatre trimestres s'est depuis redressée pour atteindre 22,9 % au troisième trimestre 2017.

---

4. Voir « Politiques budgétaires : accélération sans crise ».

5. Cet effet de compétitivité-prix était lié à la dépréciation de l'euro en 2014. S'il fut positif dans la zone euro, il a joué un rôle négatif aux États-Unis.

Graphique 3. Effet des chocs sur la croissance



Source : calculs OFCE.

Cette embellie conjoncturelle s'accompagne d'une amélioration de la situation sur le marché du travail. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, le taux de chômage est désormais inférieur au niveau qu'il avait atteint avant la crise. Néanmoins, aux États-Unis, l'évolution du taux d'emploi, mesurant le ratio entre l'emploi et la population en âge de travailler, conduit à nuancer le constat d'un retour vers une situation de chômage proche ou inférieure à son niveau d'avant-crise. En effet, au premier trimestre 2007, le taux d'emploi s'élevait à 63,3 %. Il a baissé de 5 points pendant la crise pour atteindre un creux au troisième trimestre 2011. Malgré sa remontée au cours des sept dernières années, il reste inférieur de plus de 3 points à son niveau d'avant-crise. Au Royaume-Uni, malgré un contexte économique moins favorable, le taux de chômage a continué à baisser jusqu'à la mi-2017, pour se stabiliser depuis à 4,4 % (contre 4,9 % en moyenne annuelle en 2016), le taux d'emploi étant supérieur au niveau observé en début d'année 2007. Enfin, la reprise économique plus tardive en zone euro s'est traduite par une baisse du chômage qui n'a débuté qu'en 2013 et une amélioration du taux d'emploi à partir de 2014. En fin d'année 2017, le taux de chômage de l'ensemble de la zone euro s'élevait à 8,7 %, soit un niveau supérieur de 1,4 point à celui observé au premier trimestre 2008. Au sein de la zone euro, il y a néanmoins une forte hétérogénéité des situations puisque le chômage est largement inférieur à son niveau

d'avant-crise en Allemagne (-3,5 points fin 2017) alors qu'il n'a pas retrouvé le niveau du premier trimestre 2008 dans la majorité des autres pays. En Espagne, malgré une baisse de 9,6 points depuis le pic du début d'année 2013, le taux de chômage est encore 8,6 points au-dessus du niveau du premier trimestre 2007. Il reste que la poursuite de cette dynamique de croissance et de baisse du taux de chômage pourrait arriver à terme marquant la fin du cycle de reprise entamée en 2010 aux États-Unis et plus tardivement dans la zone euro.

Pour 2018-2019, l'impact moyen des chocs serait négatif dans la zone euro, en grande partie du fait de l'appréciation de l'euro qui dégraderait la compétitivité-prix. Il faut cependant noter que cet impact serait bien moins négatif qu'il ne l'a été entre 2011 et 2015 et n'entraînerait donc pas de rupture dans la dynamique de croissance. L'accumulation d'excédents courants dans la zone euro et, inversement, l'augmentation du déficit courant aux États-Unis contribueront à l'appréciation de la monnaie unique qui se stabiliserait autour de 1,3 dollar pour un euro en 2019<sup>6</sup>. Si nos estimations indiquent une valeur du taux de change d'équilibre de l'euro autour de 1,35, l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire en zone euro et plus expansionniste de la politique budgétaire aux États-Unis atténueront ces perspectives d'appréciation. De plus, l'impact négatif de l'appréciation de l'euro serait en partie compensé par le dynamisme de l'économie mondiale qui soutiendrait la croissance. Dans la zone euro, la politique budgétaire resterait globalement neutre. Elle resterait expansionniste en Allemagne mais son impact sur la croissance restera modéré sous l'hypothèse de multiplicateurs bas. L'orientation de la politique budgétaire serait beaucoup plus marquée au Royaume-Uni et aux États-Unis. La politique budgétaire britannique conservera une orientation restrictive avec une impulsion de -0,3 point de PIB par an en 2018 et 2019, soit une austérité atténuée par rapport aux trois dernières années. L'effet sur la croissance britannique serait même très légèrement positif en raison de l'effet des mesures passées. L'impact du Brexit serait encore négatif (de près de 0,3 point en 2018, comme en 2017 mais disparaîtrait en 2019 sous l'hypothèse que les négociations, susceptibles de se poursuivre jusqu'en 2020, n'entraînent pas un Brexit « dur ». Aux États-Unis, la croissance serait au contraire fortement stimulée par la politique budgétaire du fait d'une forte impulsion

---

6. Voir « Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ? » ainsi que l'étude spéciale sur le même sujet.



positive liée à la baisse de la fiscalité pour les ménages et les entreprises ainsi que d'une augmentation des dépenses publiques. En moyenne sur 2018-2019, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance américaine – qui tient compte de l'incidence des impulsions passées – serait de 1 point.

À court terme, les enquêtes de conjoncture envoient des signaux contrastés sur la poursuite de la croissance. D'un côté, on observe le retour de la confiance des ménages vers des niveaux records depuis le début de la Grande Récession en 2008 (graphique 4). À nouveau, le Royaume-Uni n'est pas au diapason des autres grands pays puisque la confiance des ménages y a significativement reculé en 2015 et ne remonte que depuis quelques mois. De l'autre, la traduction des différentes enquêtes de conjoncture en signaux de croissance suggère l'amorce d'un ralentissement de la croissance au début de 2018, notamment dans la zone euro. Ainsi, pour la France, la prise en compte des enquêtes de conjoncture publiées fin mars indique un léger ralentissement de la croissance trimestrielle<sup>7</sup>. Dans la zone euro, nous anticipons une croissance de 0,5 % lors des deux premiers trimestres<sup>8</sup>, soit un léger ralentissement relativement aux taux de croissance observés dans la zone euro en fin d'année 2017, qui s'expliquerait par un taux de croissance plus faible en début d'année en France et en Espagne mais stable en Allemagne et en Italie. Ces signaux pourraient aussi suggérer que la dynamique de reprise touche à sa fin et que le taux de croissance des économies va diminuer progressivement pour retrouver son rythme potentiel.

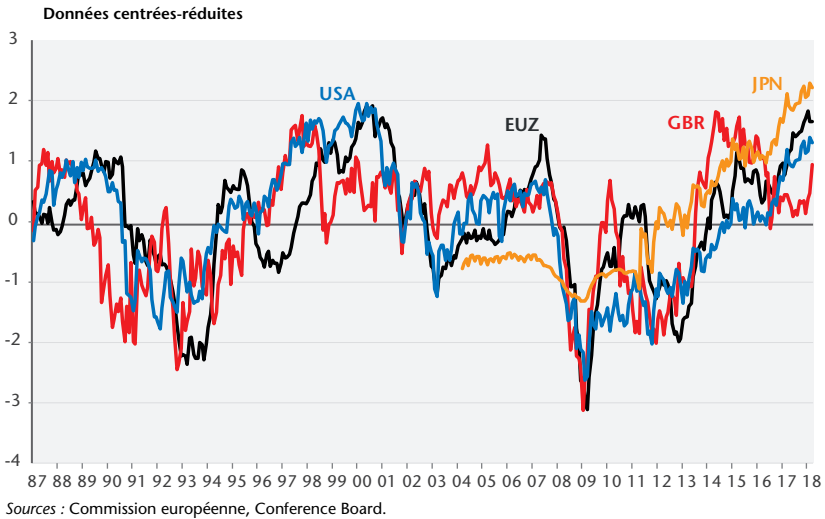
Au-delà du court terme et en tenant compte de l'évolution des principaux facteurs – politiques budgétaires, politique monétaire, taux de change, pétrole, ... – qui influencent la situation macroéconomique et de l'absence de tensions inflationnistes, c'est la poursuite du cycle de croissance engagé ces deux dernières années qui se dessine pour la zone euro en 2018 avec une croissance qui atteindrait 2,3 % en moyenne annuelle (tableau 1). Les composantes de cette croissance

---

7. Voir Péléraux (2018) : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/lindicateur-avance-trou-dair-au-premier-semestre/>.

8. Cette prévision est proche de celle donnée par l'indicateur avancé pour la zone euro et qui est décrite ici (<https://www.ofce.sciences-po.fr/indic&prev/indicateureuro.php>). La prévision de PIB à court terme dans la zone euro n'est pas cependant pas calée sur cet indicateur dans la mesure où elle résulte de l'agrégation des prévisions faites pour chaque pays de la zone euro, ce qui explique les écarts possibles avec l'analyse issue d'un indicateur avancé qui s'appuie sur les enquêtes de conjoncture pour l'ensemble de la zone.

Graphique 4. Confiance des ménages



seraient également très proches de celles observées en 2017 avec un rôle premier de la demande intérieure. Sur l'ensemble des trimestres, la contribution du commerce extérieur serait négative ou nulle mais elle resterait positive, en moyenne annuelle, en raison d'un effet d'acquis. Pour 2019, la fermeture progressive des écarts de croissance ralentirait la dynamique de rattrapage observée ces trois dernières années. Il y aurait donc un ralentissement de la croissance dans la plupart des pays à l'exception de la France<sup>9</sup>. Aux États-Unis, la réforme fiscale se traduira par une hausse du revenu disponible des ménages. La consommation resterait dynamique en 2018 et 2019, même si une partie des gains sera épargnée. L'investissement des entreprises serait également porté par des anticipations de demande en hausse et une amélioration de la rentabilité. Il en résultera une croissance du PIB de 2,9 % en 2018 et de 2,7 % en 2019. Au Royaume-Uni, la croissance se poursuivrait à un rythme de 1,4 % par an en 2018 et 2019, résultant d'une contribution de 1,2 point de la demande intérieure et pour 0,2 point du commerce extérieur. Bien que la dépréciation passée de la livre permette d'améliorer la compétitivité des entreprises britanniques, les effets sur la croissance restent modérés, du fait du comportement de marge des exportateurs et d'une faible élasticité-prix des exportations. Pour l'ensemble des pays avancés, la croissance atteindrait 2,4 % en 2018 avant de reculer vers 2,1 % en 2019.

9. Voir la synthèse « France : Retour à meilleure fortune ».

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume				Révision 2017	Révision 2018	Révision 2019
		2016	2017	2018	2019			
DEU	3,7	1,9	2,5	2,3	1,7	0,5	0,8	0,4
FRA	2,6	1,1	2,0	2,0	2,1	0,2	0,3	0,2
ITA	2,3	1,0	1,5	1,3	0,9	0,1	0,2	0,0
ESP	1,6	3,3	3,1	2,6	1,9	0,0	-0,1	-0,5
NLD	0,8	2,1	3,2	3,1	1,7	-0,2	0,7	0,0
BEL	0,5	1,5	1,7	1,7	1,8	0,0	0,3	0,3
FIN	0,4	2,1	3,0	2,2	1,9	0,3	0,5	0,1
AUT	0,3	1,4	3,2	2,7	2,3	0,5	1,0	0,6
PRT	0,3	1,5	2,6	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0
GRC	0,2	-0,3	3,0	2,2	1,9	2,1	0,3	-0,1
IRL	0,2	5,1	7,0	5,5	2,8	3,2	2,5	0,5
EUZ	13,4	1,8	2,5	2,2	1,8	0,3	0,5	0,2
GBR	2,4	1,9	1,8	1,4	1,4	0,4	0,4	0,2
SWE	0,4	3,2	2,4	2,7	2,1	-0,5	0,2	-0,2
DNK	0,3	2,0	2,1	1,9	1,9	-0,4	-0,2	-0,2
Nouveaux pays membres <sup>2</sup>	2,4	3,2	4,8	3,8	3,3	0,4	0,4	0,3
UE à 28	18,6	1,9	2,6	2,2	1,8	0,3	0,4	0,1
CHE	0,4	1,4	1,1	2,1	1,7	-0,3	0,4	0,0
NOR	0,3	1,0	1,8	2,1	2,1	0,1	0,2	0,2
Europe	19,4	1,9	2,6	2,3	1,9	0,3	0,4	0,1
USA	17,2	1,5	2,3	2,9	2,7	0,2	0,5	0,9
JPN	4,8	0,9	1,7	1,7	1,1	0,1	0,4	0,2
CAN	1,6	1,5	3,0	2,1	2,0	0,0	0,0	0,0
Pays avancés	44,5	1,6	2,3	2,4	2,1	0,2	0,4	0,4
Pays candidats à l'UE <sup>3</sup>	1,6	3,2	6,6	4,0	3,8	2,2	0,6	0,8
RUS	3,6	-0,2	1,5	1,9	1,8	-0,3	0,3	0,3
Autres CEI <sup>4</sup>	0,8	1,9	2,9	3,0	3,6	0,0	0,0	0,0
CHN	14,9	7,1	6,9	6,7	6,5	0,1	0,1	0,0
Autres pays d'Asie	16,6	5,6	5,2	5,5	5,6	0,0	-0,1	0,0
Amérique latine	8,8	-0,4	1,8	2,3	2,8	0,1	-0,1	0,2
Afrique subsaharienne	2,3	1,4	2,7	3,3	3,5	0,1	-0,1	0,1
M-O et Afrique du nord	6,8	4,9	2,5	3,6	3,5	-0,1	0,1	0,0
Pays en développement	55,6	4,3	4,4	4,7	4,7	0,1	0,0	0,1
Monde	100	3,1	3,5	3,7	3,5	0,1	0,2	0,2

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

2. Pologne, République tchèque, Hongrie, Bulgarie, Roumanie et Croatie.

3. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.

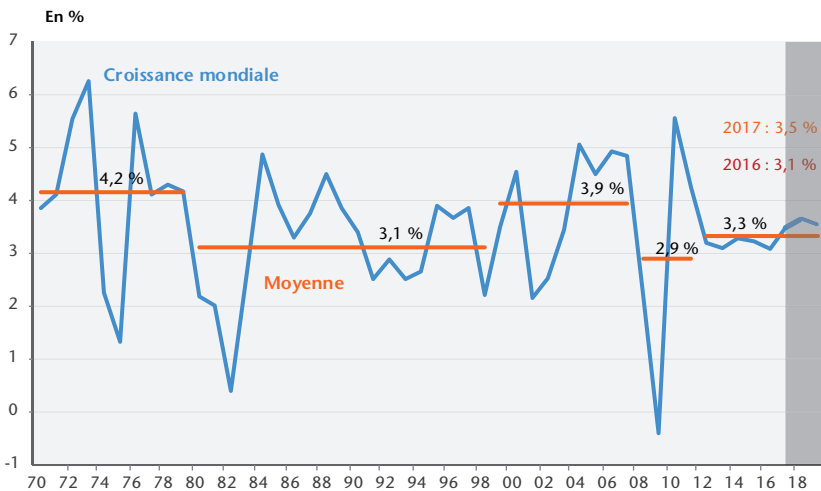
4. Communauté des États indépendants.

Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'octobre 2017.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2018.

Alors que l'accélération de la croissance mondiale en 2017 avait été principalement tirée par les pays industrialisés, l'accélération prévue pour 2018 serait surtout liée aux pays en développement dont la croissance passerait de 4,4 % à 4,7 % en 2018 et 2019. La croissance augmenterait dans la plupart des zones et notamment en Asie et en Amérique latine. Au niveau mondial, l'embellie observée en 2017 s'amplifierait, portant la croissance mondiale à 3,7 %, soit un niveau proche de la moyenne observée dans les années 1990 (graphique 5). Étant donné l'ampleur de la crise qui a frappé l'économie mondiale en 2008-2009, ce rebond de la croissance reste relativement modéré – 3,3 % en moyenne depuis 2012 soit un niveau proche de la moyenne des années 1980 – si bien que la période actuelle semble davantage correspondre à une nouvelle Grande modération<sup>10</sup> qui se caractériserait par une moindre volatilité de la croissance et une réduction de l'inflation.

Graphique 5. Croissance mondiale



Sources : FMI, prévision OFCE avril 2018.

## Vers un épuisement de la croissance ?

La reprise amorcée après la Grande Récession s'est traduite par une croissance annuelle moyenne supérieure à 2 % aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, le taux de chômage est inférieur au précédent point bas d'avant-crise. Si la situation reste

10. Voir Cornilleau, Le Bayon et Riffart (2017).

dégradée sur le marché du travail en France, en Italie et en Espagne, les perspectives de croissance continuent d'être bien orientées et en l'absence de chocs négatifs devraient conduire ces pays vers une situation proche de celle du premier groupe. La fin de cette dynamique de rattrapage *post* Grande Récession posera – à différentes échéances – la question de la poursuite du cycle de croissance et la convergence vers un sentier de croissance potentielle. Or dans un contexte de faible inflation et de dette plus importante, la baisse à long terme de la croissance rendrait plus difficile le processus de résorption des déséquilibres hérités de la crise.

La possibilité d'une croissance future contrainte suppose néanmoins une réponse positive à deux questions. Les pays sont-ils en fin de cycle ? La trajectoire de croissance potentielle a-t-elle diminué pendant la crise<sup>11</sup> ? Force est de constater que les réponses à ces deux questions sont soumises à une forte incertitude puisqu'elles s'appuient sur l'estimation du niveau du potentiel – pour pouvoir juger de l'écart d'activité – et de son taux de croissance. Or les estimations de ces écarts de croissance divergent selon les instituts. Ainsi, certaines estimations suggèrent que les pertes liées à la crise auraient été récupérées, notamment en Allemagne où les instituts s'accordent tous sur un écart de croissance positif en 2017. Le constat est légèrement plus nuancé pour le Royaume-Uni et les États-Unis. Mais, dans ce dernier cas, les perspectives de croissance pour 2018 devraient conduire à clore ce débat.

Passé le seuil d'un écart de croissance nul, la trajectoire hors choc se stabiliserait alors autour de la croissance potentielle qui dépend de la quantité disponible des facteurs de production ainsi que de leur productivité. À cet égard, les évolutions récentes de la population active et les estimations de la productivité tendancielle suggèrent que le sentier de croissance serait inférieur à celui d'avant-crise, d'où le ralentissement progressif de la croissance hors-chocs dans les pays où le taux de chômage est le plus bas et pour lesquels on peut supposer que l'écart de croissance est refermé.

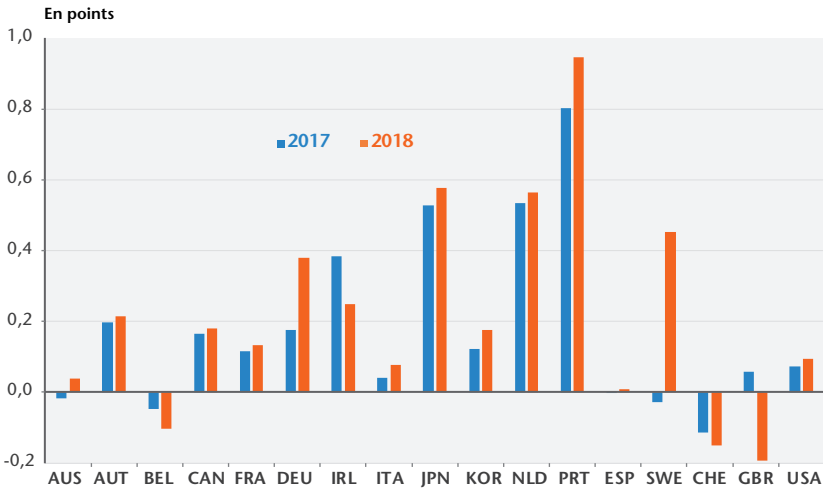
Cette hypothèse suppose que la croissance potentielle varie assez peu en prévision. Les estimations faites par l'OCDE indiquent cependant une réévaluation de la croissance potentielle en 2017 et 2018 entre les estimations publiées en décembre 2016 et celle de décembre 2017 (graphique 6). Ces révisions à la hausse ne semblent pas nécessai-

---

11. Voir « Un sentier de reprise de faible ampleur ».

rement plus fortes dans les pays où le taux de chômage est inférieur à son niveau d'avant-crise. Les révisions de la croissance potentielle sont de même ampleur en France et aux États-Unis. L'estimation de la croissance potentielle en Allemagne s'accroît de 0,4 point tandis que la perspective du Brexit au Royaume-Uni semble réduire ponctuellement la croissance potentielle.

Graphique 6. Révisions de la croissance potentielle



Ce type d'analyse suppose par ailleurs l'absence de dynamiques endogènes susceptibles d'amplifier les cycles, ce qui correspond à une vision néo-keynésienne où l'économie atteint un sentier d'équilibre stable dès lors qu'elle n'est pas perturbée par un choc exogène. D'autres approches contestent l'hypothèse de retour systématique à l'équilibre et privilégient une explication endogène des cycles. Dans le modèle de Goodwin, les phases de croissance et de récession se succèdent du fait de l'évolution de la répartition de la valeur ajoutée entre salaires et profits et donc de la dynamique de la consommation et de l'investissement. L'approche de type Minsky suppose que l'amélioration de la croissance permet aux agents de s'endetter, ce qui stimule la dépense. Les phases de croissance et de ralentissement sont alors intrinsèquement liées au cycle financier endogène. Cette analyse rend notamment compte de la situation de l'économie mondiale dans les années 2000, pendant laquelle la croissance a été alimentée par un endettement croissant des ménages puis interrompue par la chute du

prix des actifs. Plus de 10 ans après l'éclatement de la crise financière, les ménages se sont généralement désendettés<sup>12</sup> et les banques ont assaini leur bilan<sup>13</sup>, ce qui peut aussi expliquer le manque de vigueur de la reprise. Les dynamiques des salaires réels et d'endettement ne permettent pas pour l'instant d'alimenter l'hypothèse d'une forte amplification du cycle. Si l'écart de croissance devient positif aux États-Unis, c'est avant tout la conséquence d'une politique budgétaire fortement expansionniste plutôt que d'une augmentation de l'endettement ou la déformation de la valeur ajoutée en faveur des salariés. Néanmoins, les salaires réels devraient croître plus rapidement que la productivité en Allemagne et aux États-Unis en 2018 et 2019.

### Une reprise sans tensions inflationnistes

La dynamique engagée ne devrait pas s'interrompre brutalement à l'horizon de la prévision si bien que la réduction du chômage se poursuivrait dans les grands pays<sup>14</sup>. Aux États-Unis, l'accélération de la croissance s'accompagnerait certes d'une augmentation de la productivité, mais elle serait suffisamment forte pour réduire le taux de chômage encore d'un point. En fin d'année 2019, celui-ci atteindrait 3,2 % (graphique 7). En Allemagne, le taux de chômage ne baisserait que très légèrement en 2018 et serait stable en 2019. La baisse serait plus marquée dans les pays où la réduction du chômage a été plus tardive comme en France, en Italie et en Espagne. Enfin, au Royaume-Uni, la poursuite d'une croissance à 1,4 % (au lieu de 2 %) conduirait à une remontée du taux de chômage de 0,3 point à fin 2019. Pour autant, le taux de chômage resterait proche du point bas atteint au milieu des années 2000. Ainsi, pour l'ensemble de ces pays, les améliorations de la situation sur le marché du travail seront substantielles, les taux de chômage devenant inférieurs à leur niveau d'avant-crise ou convergeant vers ce niveau.

Même si cette évolution ne doit pas masquer le fait que les taux d'emploi ou les taux d'activité n'ont pas nécessairement retrouvé les points du précédent cycle, les différents indicateurs montrent que les stigmates de la crise s'effacent progressivement. Si l'on compare à la

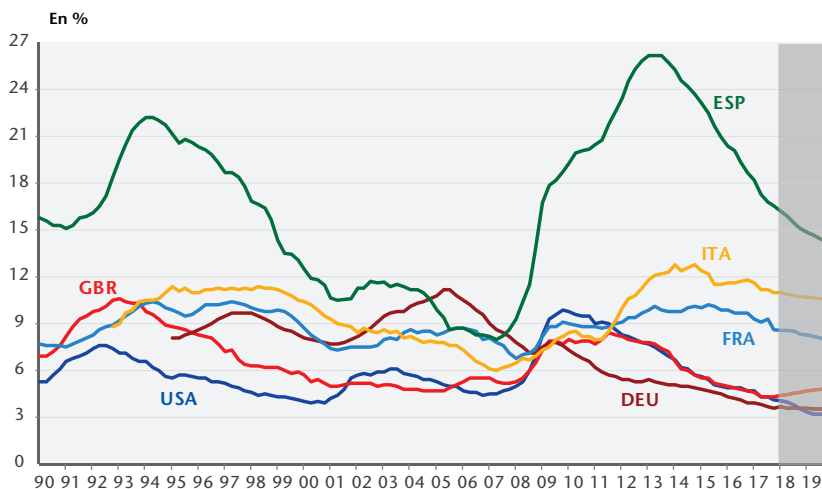
---

12. Voir « Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés ».

13. Ce que Koo (2013) qualifie de « balance-sheet recession » lorsque les agents privilégient l'assainissement de leur situation financière à la dépense. Cette analyse renvoie également à celle d'Abiad, Dell'Ariccia et Li (2011) sur les reprises sans crédit.

14. Voir « Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise ».

Graphique 7. Taux de chômage dans les principaux pays industrialisés



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2018.

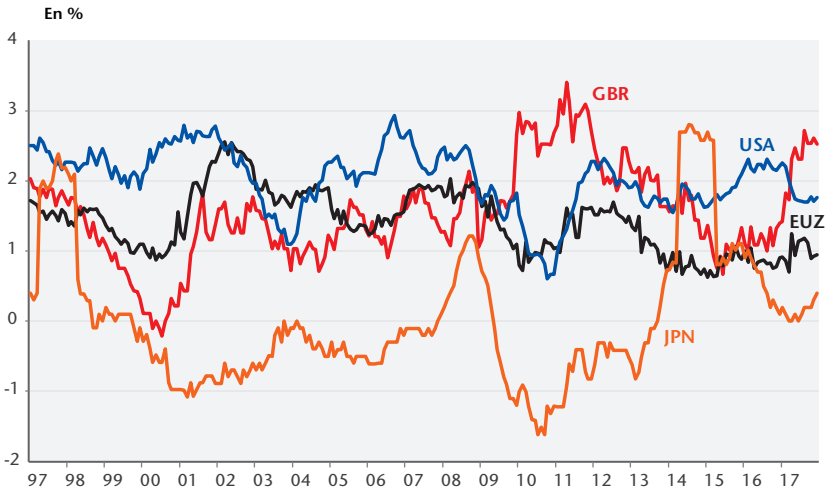
situation d'avant-crise, on serait même tenté de voir dans cette réduction du taux chômage un risque de tensions inflationnistes. Celles-ci ne sont pourtant pas réapparues même dans les pays où les performances en termes de croissance ont été plus fortes et où le taux de chômage a baissé plus tôt et plus fortement, comme en Allemagne et aux États-Unis. Le rebond de l'inflation observé en 2017 résulte notamment de l'évolution du prix du pétrole mais, une fois que l'on corrige des effets des prix plus volatils – prix de l'énergie et des matières alimentaires –, l'inflation sous-jacente n'atteignait pas 2 % aux États-Unis et s'est stabilisée autour de 1 % dans la zone euro (graphique 8). Au Japon, après un rebond lié à l'augmentation de la TVA, l'inflation est revenue vers zéro en 2017. Enfin, l'inflation plus élevée au Royaume-Uni s'explique par la dépréciation de la livre qui a renchéri le prix des produits importés.

L'évolution du prix du pétrole marquerait la dynamique de l'inflation au cours du premier semestre 2018, conduisant à une accélération des prix. Cet effet se dissiperait ensuite progressivement<sup>15</sup>. De plus, l'évolution des taux de change et en particulier de l'euro-dollar se répercutera sur le prix des produits importés de part et d'autre de l'Atlantique. Ces deux effets seront inflationnistes aux États-Unis et

15. Voir « Une reprise avec peu d'inflation ».



Graphique 8. Inflation sous-jacente dans les principaux pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

pousseraient le glissement annuel de l'inflation à 2,7 % au deuxième trimestre 2018. L'inflation reculerait ensuite mais resterait supérieure à 2 % en moyenne annuelle en 2018 et 2019. Au Royaume-Uni, les tensions inflationnistes se poursuivraient également et maintiendraient l'inflation au-dessus de la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre. Dans la zone euro, l'inflation baisserait à nouveau en 2018 et 2019. Après avoir atteint 1,5 % en 2017, elle serait inférieure à 1,5 % en 2018 et 2019 notamment du fait d'une baisse en Italie et en Espagne. En Allemagne, malgré un taux de chômage au plus bas, l'inflation se stabiliserait autour de 1,7 %.

L'évolution récente des prix ne semble donc pas faire craindre de risques de surchauffe à court terme dans les principales économies avancées. Même dans les pays où le chômage retrouve un niveau plus faible qu'avant la crise, aucune tension inflationniste n'apparaît. Aux États-Unis, le chômage serait plus bas qu'en 2000 et 2006. Or, au cours de ces deux périodes, l'inflation dépassait 3 % et le sous-jacent était légèrement supérieur à 2,5 %. En fait, il n'y a qu'au Royaume-Uni que les prix ont accéléré en 2017, mais dans un contexte économique particulier. Le niveau de chômage est également faible mais l'économie, qui avait retrouvé en 2013 son niveau de PIB d'avant-crise, a ralenti depuis sous l'effet de la politique budgétaire et du « Brexit ». Outre-Manche, l'accélération des prix dans la période récente est surtout liée à celle du taux de change de la livre. En France, en Italie et

en Espagne, la faiblesse de l'inflation est plus cohérente avec un taux de chômage qui n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise et avec l'idée qu'il existe encore un écart de production négatif.

La faible inflation au regard de l'évolution de l'activité renvoie à la pertinence de la courbe de Phillips pour expliquer et prévoir les évolutions de l'inflation<sup>16</sup>. Une analyse de Berson *et al.* (2018) pose la question de la stabilité des paramètres de la courbe de Phillips évoquant la possibilité que l'inflation soit devenue moins sensible à l'activité. Les estimations réalisées pour les pays du G7 indiquent cependant que la réaction de l'inflation à l'écart entre le taux de chômage et le chômage structurel n'aurait pas significativement diminué sur la période récente. Une autre explication de l'absence de rebond de l'inflation pourrait être liée à une mesure imparfaite des tensions sur l'appareil productif ou le marché du travail utilisées dans les différentes spécifications de la courbe de Phillips. L'écart de production ou la différence entre chômage et chômage structurel dépendent de variables inobservées telles que le PIB potentiel ou le taux de chômage structurel. Qu'elles résultent de l'estimation d'une fonction de production ou d'approches statistiques, ces mesures s'appuient sur des méthodes de filtrage et sont régulièrement révisées. Ainsi, l'appréciation faite par l'OCDE des écarts de production lors du précédent pic cyclique de 2007 a été fortement modifiée. Ainsi, les écarts de production estimés aujourd'hui sont bien plus positifs que l'estimation qui en était faite en décembre 2008 (graphique 9), suggérant implicitement une situation macroéconomique bien plus favorable, voire de surchauffe dans certains pays. Pour autant, l'inflation de l'année 2007 n'a pas été révisée à la hausse si bien que l'existence d'une relation estimée à partir de ces estimations semble pour le moins fragile.

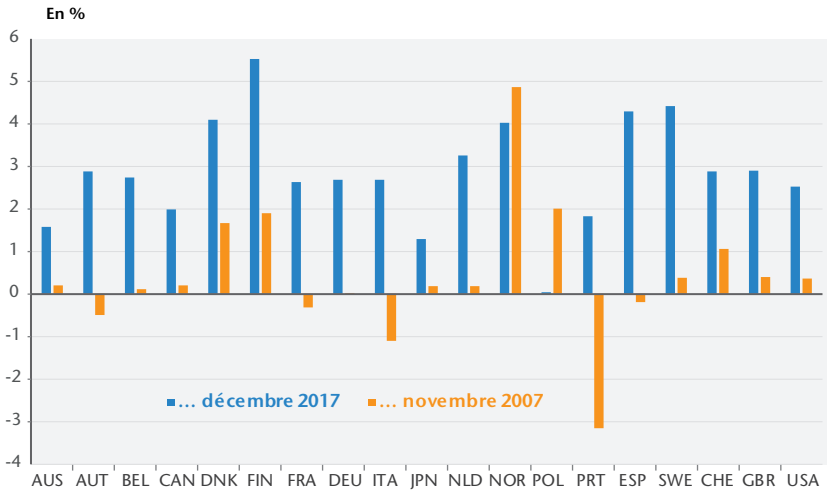
Au-delà de la question de la mesure, d'autres indicateurs de la situation sur le marché du travail suggèrent que le taux de chômage est une mesure imparfaite du sous-emploi. Aux États-Unis l'évolution du taux d'emploi apporte un diagnostic plus nuancé de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Des mesures du taux de chômage tenant compte de chômeurs dits découragés ou de personnes en emploi mais souhaitant travailler plus indiquent également un niveau

---

16. Ce débat fait écho à l'idée d'une désinflation manquante pendant la crise, c'est-à-dire au fait que les pertes d'activité observées pendant la Grande Récession auraient dû entraîner une baisse de l'inflation plus importante. Hubert et Le Moigne (2018) montrent que l'inflation en zone euro fut bien conforme aux prédictions d'une courbe de Phillips.

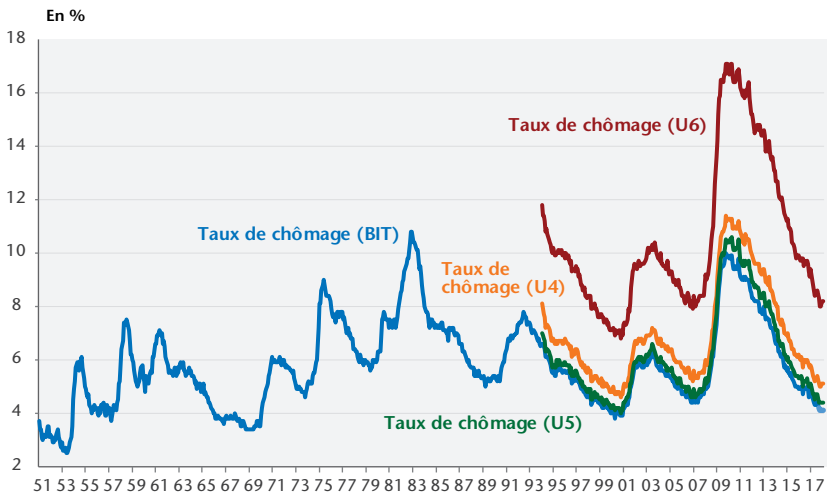
de chômage plus élevé relativement au concept standard – au sens du BIT – du taux de chômage. Néanmoins, dans le cas des États-Unis, ces différentes mesures du chômage ont toutes significativement baissé et sont proches, voire inférieures aux niveaux observés lors des derniers

Graphique 9. Mesures de l'écart de production de l'année 2007



Source : OCDE – *Economic Outlook*, n° 82 & n° 102.

Graphique 10. Mesures alternatives du taux de chômage aux États-Unis



Note: Le taux de chômage U4 inclut également les chômeurs découragés auxquels s'ajoutent les personnes comptabilisées dans la population active mais qui ne sont pas en recherche active d'emploi pour former le taux de chômage US. U6 ajoute les individus en emploi mais qui souhaitent travailler plus.

Source : Bureau of Labor Statistics.

pics de conjoncture (graphique 10). Enfin, des évolutions structurelles – développement de l’emploi à temps partiel, baisse de la représentativité des syndicats – sur le marché du travail ainsi que l’adoption récente de nombreuses réformes visant à accroître la flexibilité du marché du travail et à favoriser la décentralisation des négociations salariales pourraient également avoir réduit le pouvoir des salariés. Par ailleurs, Verdugo (2016) montre par exemple que la moindre sensibilité des salaires à l’activité résulterait d’un effet de composition – évolution du niveau d’éducation et de l’expérience – de la population active. Une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage.

### Quelle stratégie pour les politiques économiques ?

La faiblesse de l’inflation conduit les banques centrales à s’interroger sur l’orientation de la politique monétaire et la vitesse à laquelle le processus de normalisation doit être mené. Pendant la crise, elles ont porté les taux directeurs vers zéro et ont mis en œuvre des programmes d’achat de titres, ce qui leur a permis d’influencer les taux d’intérêt à long terme. L’objectif de ces mesures était d’apporter un stimulus monétaire afin de lutter contre un risque déflationniste prégnant. Avec le retour de la croissance et la réduction du risque de déflation, la normalisation de la politique monétaire est en cours, plus avancée aux États-Unis que dans la zone euro. La Réserve fédérale a en effet déjà remonté ses taux à plusieurs reprises depuis décembre 2014 et a plus récemment amorcé la réduction de la taille de son bilan<sup>17</sup>. Dans la zone euro, la première étape de la normalisation vient d’être lancée avec une diminution des achats nets mensuels de titres de 30 milliards d’euros. La BCE devrait ensuite stabiliser la taille de son bilan à partir de septembre 2018 avant d’envisager une première hausse des taux à la fin du premier semestre 2019<sup>18</sup>. Néanmoins, avec une inflation qui serait encore inférieure à sa cible, la BCE fait face à un dilemme. D’une part, l’amélioration des perspectives économiques incite la banque centrale à normaliser la politique monétaire mais, d’autre part, la faiblesse de l’inflation plaide pour une politique monétaire restant expansionniste et qui ne se durcit pas trop hâtivement.

---

17. Voir Blot et Hubert (2017).

18. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l’absence d’inflation ».

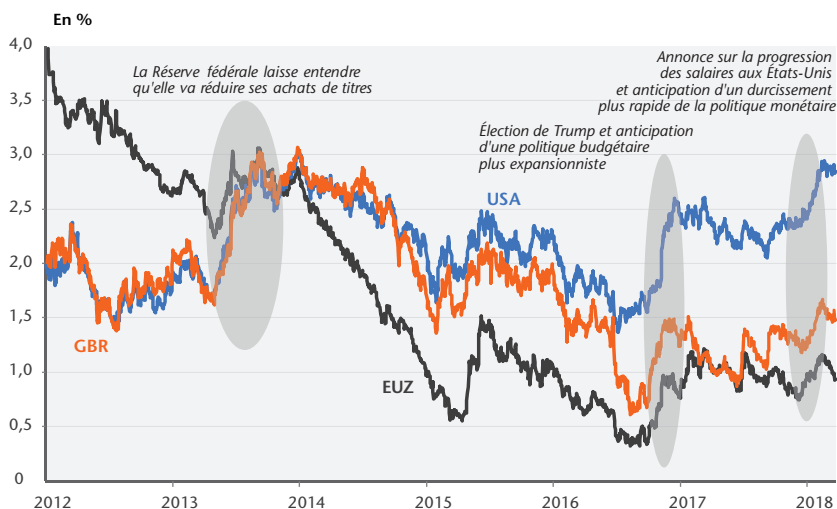
Le dilemme serait moins marqué pour la Réserve fédérale. Il n'y aurait certes pas de dérapage de l'inflation mais celle-ci se stabiliserait légèrement au-dessus de sa cible. Dans ces conditions, la banque centrale américaine fera le choix de poursuivre la stratégie de normalisation en augmentant les taux directeurs et en réduisant la taille du bilan au rythme annoncé en juin 2017. La principale difficulté pour la Réserve fédérale est de parvenir à guider la réaction des marchés afin d'éviter une surrection des taux de long terme. L'annonce au printemps 2013 d'un arrêt progressif des achats de titres avait provoqué une hausse significative des taux d'intérêt de long terme, non seulement aux États-Unis mais aussi en zone euro et au Royaume-Uni (graphique 11). Les pays émergents avaient été également touchés par un reflux de capitaux vers les États-Unis provoquant une appréciation des monnaies, notamment au Brésil et en Inde<sup>19</sup>. Plus récemment, l'élection de Donald Trump a été accueillie par une nouvelle hausse de près de 0,8 point des taux longs en quelques semaines en raison des anticipations d'une politique budgétaire plus expansionniste et donc d'une offre supplémentaire de titres de dette publique américaine. En début d'année 2018, c'est l'annonce d'une hausse des salaires plus forte qu'anticipée qui a conduit les marchés à revoir subitement leurs anticipations d'inflation à la hausse et à faire le pari d'un durcissement plus prononcé de la politique monétaire. L'enjeu de la poursuite de la normalisation pour les banques centrales est donc d'opérer un resserrement progressif de la politique monétaire afin de regagner des marges de manœuvre en cas de chocs négatifs, sans provoquer un durcissement brutal des conditions de financement. Blot et Hubert (2017) montrent que les annonces passées de la Réserve fédérale impliquant une orientation plus restrictive de la politique monétaire n'ont pas toutes été suivies d'une hausse des taux longs. L'avenir ne sera pas forcément identique et les taux pourraient s'ajuster rapidement en réaction à de nouvelles informations. Une hausse trop forte des taux longs risquerait de freiner la dynamique de croissance dans les pays industrialisés mais aussi dans les pays émergents en cas de « sudden stop », c'est-à-dire de sorties massives de capitaux provoquant une brutale dépréciation de leur monnaie. Ce risque « émergents » semble cependant limité pour l'instant. Si les réactions faisant suite aux déclarations de Bernanke en 2013 avaient fragilisé certains pays émergents, l'évolution récente des taux de change des pays d'Amérique latine et

---

19. Voir Eichengreen et Gupta (2015).

d'Asie ne témoigne pas d'une volatilité accrue malgré la remontée des taux longs aux États-Unis.

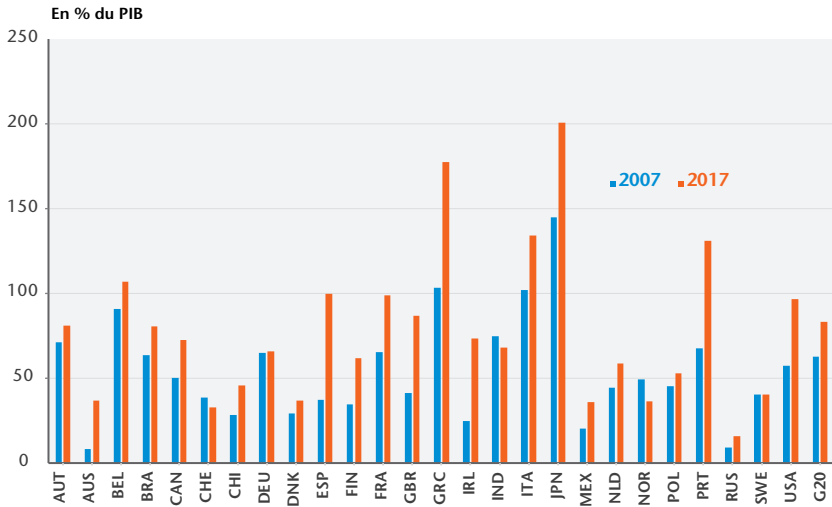
Graphique 11. Taux d'intérêt publics à long terme



Source : Thomson Reuters Eikon.

Cette remontée des taux longs n'est pas un facteur de risque uniquement pour les pays émergents. Dans les pays avancés, une remontée soudaine des taux se transmettrait sur la charge de la dette dans des économies où l'endettement public s'est fortement accru pendant la crise (graphique 12). En moyenne pour les pays du G20, les crédits accordés au secteur public sont passés de 63 % du PIB en 2007 à 83 % en 2017. Cette augmentation résulte non seulement des mesures de soutien à l'activité mises en œuvre au début de la crise mais aussi des plans de sauvetage du secteur financier et de la dégradation du solde budgétaire conjoncturel. L'augmentation dépasse 30 points de PIB dans de nombreux pays dont la France, l'Espagne, le Royaume-Uni, le Japon et les États-Unis. Le record de hausse de la dette est observé en Grèce (+74 points). Dans quelques pays, la dette a peu augmenté, voire diminué entre 2007 et 2017. Il s'agit notamment de l'Allemagne, de la Suède et de la Suisse. Dans le cas de l'Allemagne, la dette publique s'est accrue de près de 20 points entre 2007 et 2010, soit une variation très proche de celle de la France. Elle a ensuite baissé à partir de 2012 en Allemagne alors qu'elle a poursuivi sa trajectoire haussière en France.

Graphique 12. Évolution de la dette publique brute



Note : Pour l'année 2017, il s'agit de prévisions.

Source : Banque des règlements internationaux.

Ce constat met en lumière deux points importants pour la conduite de la politique économique. Avec un niveau de dette accrue, les marges de manœuvre de la politique budgétaire peuvent être contraintes par une augmentation des taux d'intérêt, en particulier dans la zone euro où les règles du Pacte de stabilité et de croissance imposent une cible nominale de déficit budgétaire à 3 % et une cible de 0,5 % pour le déficit structurel. Bien que les pays sortent progressivement du volet correctif du PSC, nombre d'entre eux restent théoriquement contraints de poursuivre l'ajustement<sup>20</sup>. Or une charge de la dette plus élevée pourrait imposer des choix budgétaires plus restrictifs afin de rester dans les clous des règles budgétaires. Par ailleurs, la situation de l'Allemagne met en avant le rôle de la croissance pour réduire la dette. En effet, la réduction de la dette allemande résulte essentiellement d'une amélioration de la situation conjoncturelle plutôt que de la mise en œuvre d'une politique plus restrictive que dans les autres pays de la zone euro. L'impulsion budgétaire allemande cumulée entre 2011 et 2017 fut bien moindre que celle des autres pays de la zone euro. Inversement, malgré des efforts structurels inédits, la dette grecque a continué à augmenter. Il faut ajouter que la bonne

20. En pratique, les ajustements prévus dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité n'ont pas été systématiquement réalisés.

santé de l'économie n'est pas non plus une condition suffisante pour réduire la dette. Malgré une croissance nominale moyenne sur la période 2010-2017 très proche aux États-Unis et en Allemagne, les trajectoires de dette publique ont divergé, avec une hausse de 32 points aux États-Unis et une baisse de 12 points outre-Rhin.

Ces différents éléments montrent que la voie que peuvent emprunter les États est étroite entre le souhait de réduire la dette publique et celui de ne pas compromettre le sentier de croissance. La situation macroéconomique actuelle plaide pour la mise en œuvre d'impulsions budgétaires plutôt neutres, ce qui permet de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. Il s'agit là d'une préconisation très générale qui doit bien entendu être adaptée aux circonstances propres à chaque pays. Lorsque la croissance est forte et la dette publique élevée, l'orientation pourrait être légèrement restrictive. À cet égard, les choix budgétaires du gouvernement américain semblent inappropriés et portent surtout en eux les germes d'une consolidation future qui risque d'être mise en œuvre à contretemps puisque les États-Unis ont une dette publique élevée en situation de haut de cycle. Dans les pays où la phase de reprise n'est pas terminée, les gouvernements doivent veiller à ne pas casser cette dynamique par une politique budgétaire trop restrictive. Une politique expansionniste peut même être souhaitable si les multiplicateurs sont élevés. Enfin, l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire est dans ce contexte primordiale puisque la réduction de la dette dépend fortement de la croissance nominale. La capacité à retrouver une inflation proche, voire supérieure à la cible de 2 % et la poursuite de la trajectoire de croissance réelle seront utiles pour réduire l'endettement public mais aussi privé. Au-delà du court terme, le désendettement dépendra donc du potentiel de croissance à moyen- et long-terme.

## Les risques pour la croissance

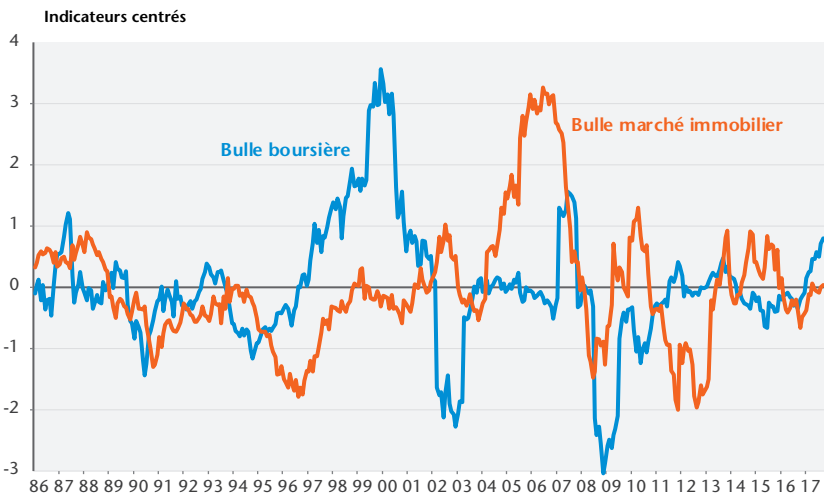
Le cycle de croissance des années 2000 s'est interrompu brutalement avec l'éclatement de la crise financière partie des États-Unis et qui s'est propagée à l'ensemble du système financier mondial. La croissance avait été largement alimentée par un ensemble de déséquilibres financiers : bulle des prix d'actifs (notamment une bulle immobilière aux États-Unis), boom du crédit (notamment du crédit aux ménages) et hypertrophie du système financier. Concernant le crédit et l'endettement des agents privés, Mian et Sufi (2009), par exemple, ont montré



le rôle des crédits *subprime* dans le déclenchement de la crise immobilière aux États-Unis. Guerini, Moneta, Napoletano et Roventini (2018) montrent que la dette publique et la dette des entreprises privées ont un effet positif sur la croissance tandis qu'une augmentation de la dette des ménages réduirait la croissance. Ces résultats rappellent la nature ambiguë du crédit puisque la dette permet de financer les dépenses d'investissement et alimente donc la demande présente et l'offre future. Mais une dynamique excessive du crédit au regard des revenus futurs est un facteur de risque.

La surveillance du système financier est donc cruciale pour juger de la capacité de l'économie mondiale à poursuivre sa phase de croissance sans la mettre en péril. À cet égard, les vulnérabilités financières semblent moins importantes aujourd'hui qu'elles ne l'étaient en 2007. L'évolution récente des cours boursiers – en particulier aux États-Unis – semble indiquer la présence d'une bulle positive. Néanmoins, sa taille au dernier trimestre 2017 est bien moindre que celle observée lors des épisodes passés de bulle sur ce marché (graphique 13). En outre, le niveau de risque associé au marché immobilier semble bien moins élevé.

**Graphique 13. Bulles sur les marchés actions et immobiliers aux États-Unis**



Source : Calculs OFCE sur la base de l'indicateur de bulle développé par Blot, Hubert et Labondance (2018).

Par ailleurs, le risque de récession associé à l'éclatement des bulles sur le marché immobilier est d'autant plus important que la dynamique des prix s'accompagne d'une forte croissance du crédit (Jorda, Schularick et Taylor, 2015). Or, depuis le début de l'année 2008, les

ménages se sont désendettés, notamment dans les pays où la bulle immobilière avait été la plus marquée : États-Unis, Espagne ou Irlande (tableau 2). Inversement, les ménages français et belges ont continué à s'endetter, notamment les ménages les plus aisés<sup>21</sup>. La situation des sociétés non financières en termes d'endettement est plus contrastée. La dette privée s'est accrue assez nettement en Belgique, en France<sup>22</sup> et en Irlande mais elle a baissé en Espagne et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. Pris dans leur ensemble, ces différents éléments suggèrent que le risque financier est dans l'ensemble bien moins élevé qu'il ne l'était en 2007. Le cycle de reprise qui a débuté en 2010 aux États-Unis et plus tardivement dans l'UE n'a pas été alimenté par une nouvelle frénésie financière, même si des facteurs de risque subsistent sur certains marchés tels que la bourse américaine.

**Tableau 2. Évolution de l'endettement des agents privés depuis 2008**

En % du PIB

	Ménages	Sociétés non financières	Secteur privé
BEL	12,5	30,4	42,9
FRA	11,6	29,1	40,7
DEU	-7	-1	-8
GRC	5,9	4,6	10,5
IRL	-51,9	70,7	18,8
ITA	2,9	-6,4	-3,5
PRT	-17,1	-3,3	-20,4
ESP	-19,2	-25,6	-44,8
NLD	-3	6,3	-3,3
GBR	-6,5	-13,8	-20,3
USA	-19,5	2,6	-16,9

Source : BRI.

L'autre principal facteur de risque pour l'économie mondiale est lié aux craintes d'une guerre commerciale initiée par la décision unilatérale des États-Unis de taxer les importations d'acier et d'aluminium avec la mise en place de droits de douane de respectivement 25 % et 10 %. Depuis son élection, Donald Trump a fait de la réduction du déficit commercial un enjeu de sa politique en pointant les excédents

21. Voir « Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés ».

22. Dans le cas de la France, cette augmentation de dette va de pair avec une hausse de l'actif financier si bien que rapportée à la richesse financière, la dette des sociétés non financières françaises a baissé, suivant ainsi la même tendance que celle des autres grands pays.

des partenaires commerciaux des États-Unis et notamment de l'Allemagne et de la Chine, accusés de dumping monétaire. La menace de sanctions douanières sur certains produits ciblés est donc une nouvelle étape de la stratégie américaine. La somme des importations américaines d'acier et d'aluminium s'élevait à 48 milliards de dollars en 2018. Sur ces deux marchés, le premier fournisseur des États-Unis est le Canada, qui a été rapidement exempté de sanctions tout comme le Mexique, l'autre partenaire des États-Unis dans le cadre de l'ALENA. Des exemptions temporaires sont également prévues pour l'Union européenne et la Corée si bien que la décision pourrait surtout peser sur la Chine et ainsi ouvrir une guerre commerciale entre les deux pays. Il apparaît surtout ici que Donald Trump use d'une stratégie de menace visant surtout à négocier avec ses partenaires commerciaux et obtenir des accords en vue d'une ouverture plus forte de certains marchés.

Selon Bellora et Jean (2018), l'impact macroéconomique direct de ces sanctions serait négligeable ou faible. Les précédents historiques, notamment dans le secteur de l'acier en 2002 après une décision similaire prise par Georges W. Bush, n'ont généralement pas produit les effets escomptés. Le risque est surtout celui d'une amplification du conflit. Les autorités chinoises ont d'ailleurs rapidement annoncé des sanctions portant sur 234 produits importés des États-Unis, ce qui pourrait en retour conduire le Président américain à lancer une nouvelle offensive. Il ne s'agit pour l'instant que de menaces mais une éventuelle guerre commerciale se traduirait par un choc négatif sur les échanges internationaux et une hausse du prix des biens importés réduisant le pouvoir d'achat des ménages ou les marges des entreprises.

À ces deux risques principaux peut aussi s'ajouter le risque d'une crise politique en Italie qui aurait des répercussions sur la gouvernance européenne et relancer les craintes d'un éclatement de la zone euro. Au-delà de l'Europe, la question de la stabilité du système financier chinois reste également posée.