

1. Synthèse : la nouvelle Grande Modération ?

L'économie mondiale s'est engagée sur un nouveau sentier de croissance, plus robuste, commun à un nombre croissant de pays et caractérisé par une faible inflation dans les pays industrialisés comme dans les pays émergents. Cette situation n'est pas sans rappeler la période dite de Grande Modération dans laquelle l'économie mondiale se trouvait avant l'éclatement de la crise financière globale en 2007. À court terme, l'accélération de la croissance permettra la poursuite de la réduction du taux de chômage et l'amélioration de l'emploi. Mais, à plus long terme se pose la question du potentiel de croissance qui pourrait être bien plus faible qu'avant la crise. La résorption des déséquilibres hérités de la Grande Récession, mais aussi la conduite des politiques monétaires risquent d'être complexes dans un contexte de faible croissance nominale. Plus qu'un fonctionnement vertueux de l'économie mondiale, cette nouvelle Grande Modération pourrait annoncer des difficultés à venir de l'économie mondiale.

Les chiffres du premier semestre 2017 indiquent une accélération de la croissance mondiale, ce qui devrait se traduire par une hausse du PIB de 3,3 % sur l'ensemble de l'année. Les prévisions de croissance pour 2017 sont donc révisées à la hausse – de 0,2 point par rapport à notre prévision de mars – et en accélération par rapport à la croissance de 2016 qui avait atteint 3 % (tableau 1). Les tensions financières observées en Europe en 2015 après la crise grecque ou dans les pays émergents – liées à la crainte d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise – se sont dissipées. De même, le scénario de l'éclatement de la zone euro semble s'être éloigné. Le Brexit serait la principale entaille au projet européen¹. Pour 2017, la croissance britannique est révisée à la baisse et atteindrait 1,4 %. Le ralentissement se poursuivrait en 2018 avec une croissance de 1 %

1. Les tensions politiques en Catalogne ne reflètent aucunement un rejet du projet européen, mais elles pourraient cependant rejaillir dans le débat européen.

avant une légère accélération en 2019. Il aurait cependant une incidence limitée sur les autres économies européennes. Certains facteurs externes qui avaient permis de soutenir la reprise en 2015 – pétrole et taux de change pour les pays de la zone euro – se sont neutralisés, voire inversés. Mais la croissance s'est depuis renforcée et s'appuie désormais sur des ressorts internes, comme l'investissement des entreprises ou la consommation des ménages, ainsi que sur le soutien monétaire de la BCE. Dans la zone euro, la croissance s'élèverait à 2,2 % en 2017 avant de diminuer progressivement à 1,6 % en 2019. Aux États-Unis, la normalisation de la politique monétaire est amorcée depuis la fin d'année 2015, mais ne se traduit pas par une remontée significative des taux d'intérêt à long terme. Ainsi, les taux réels restent à des niveaux historiquement bas pour les États-Unis et l'ensemble des pays avancés. En 2018, l'économie américaine sera en outre soutenue par un plan massif de baisse d'impôts qui stimulera la croissance qui s'élèverait à 2,4 % avant de retomber à 1,8 % en 2019. Enfin, du côté des pays émergents, le ralentissement de l'économie chinoise amorcé en 2015 se confirme. Mais l'atterrissage de la deuxième puissance économique mondiale semble limité en grande partie grâce au soutien de la politique budgétaire du gouvernement chinois. Il s'ensuit que la croissance des pays émergents augmenterait à 4,4 % en 2017 avant d'accélérer en 2018 et 2019 pour atteindre 4,7 %. Il en résulterait une accélération de la croissance mondiale prévue à 3,4 % en 2018 et 3,3 % en 2019.

Tous les signaux sont au vert et permettent d'anticiper une fermeture progressive des écarts de croissance, et partant, une baisse du taux de chômage. Dans certains pays, notamment l'Allemagne et les États-Unis, l'écart de production se refermerait, plaçant à moyen terme ces économies sur leur sentier de long terme. Paradoxalement, bien que plusieurs méthodes d'estimation de la croissance potentielle existent et que de nombreuses incertitudes méthodologiques entourent ces différentes estimations, elles semblent toutes converger vers un le diagnostic d'un déclin de la productivité tendancielle. Associé à une faible inflation, cela alimente l'anticipation d'une faible croissance nominale qui ne réduira pas les dettes – publiques comme privées, internes comme externes – héritées de la Grande Récession. Par ailleurs, contrairement à l'interprétation avancée pour la Grande Modération des

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

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

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

2. À la suite d'une révision en hausse des actifs financiers intégrés dans les comptes nationaux, la croissance du PIB irlandais de 2015 a été révisée, en juillet 2016, de +7,8 à + 26,3 %. Pour plus de détails, voir http://www.cso.ie/en/media/csoie/newsevents/documents/pr_GDPexplanatorynote.pdf

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

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

5. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2017.

années 1990-2000 selon laquelle la baisse de l'inflation était le fruit de politiques monétaires renouvelées, le contexte actuel pointe l'incapacité des banques centrales à (ré-)ancrer les anticipations d'inflation sur leur cible. Par conséquent, plus que le témoin d'un fonctionnement vertueux de l'économie mondiale, cette nouvelle Grande Modération pourrait au contraire ouvrir de nouvelles interrogations sur la soutenabilité du régime de croissance futur et sa capacité à absorber tout nouveau choc récessif.

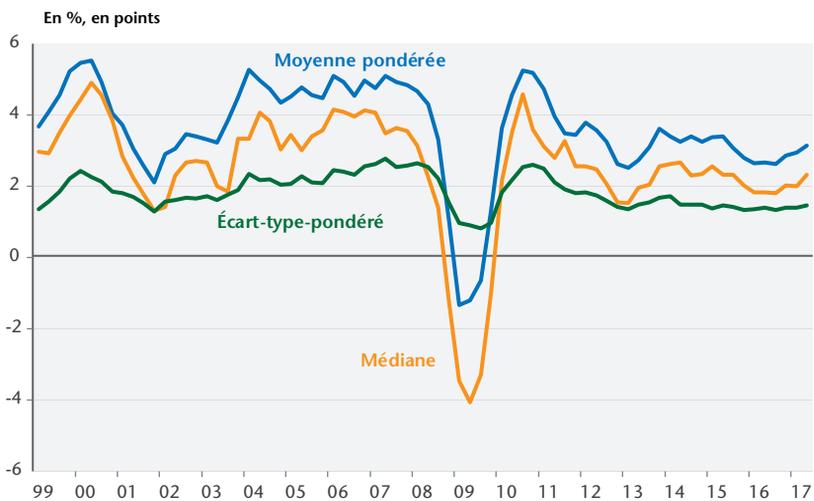
La croissance accélère modérément... l'inflation suit lentement

La situation conjoncturelle mondiale s'est améliorée au premier semestre 2017. En glissement annuel, la croissance moyenne pondérée des principales économies mondiales est passée de 2,6 à 3,2 % entre le troisième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017 (graphique 1). Par ailleurs, cette embellie est également partagée par un nombre croissant de pays puisque dans le même temps, la croissance médiane passe de 1,8 % à 2,3 % et que la dispersion des performances économiques se réduit.

Dans les pays industrialisés, la croissance accélère aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon. Après le ralentissement observé en début d'année 2016, le PIB américain a gagné un point de croissance en glissement annuel passant de 1,2 à 2,2 % entre le deuxième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017. Dans le même temps, le glissement annuel du PIB est passé de 1 % à 1,6 % au Japon et de 1,7 % à 2,3 % dans la zone euro. Cette amélioration des performances dans la zone euro est dorénavant observée dans une majorité de pays, notamment en France et en Italie où le mouvement de reprise a été plus lent et plus tardif (graphique 2). Après de longues années de crise, le PIB de l'Espagne vient de dépasser son niveau du deuxième trimestre 2008 et la diminution du taux de croissance en glissement témoigne plutôt d'un ralentissement de la phase de rattrapage plutôt que d'un freinage de l'activité. Si le taux de chômage reste – dans de nombreux pays – supérieur à son niveau d'avant-crise, une reprise dynamique semble aujourd'hui à l'œuvre dans l'ensemble des pays. Parmi les grands pays industrialisés, il n'y a qu'au Royaume-Uni où la croissance a marqué le pas, ralentissant de 2,1 % fin 2015 à 1,7 % fin

2016 et 1,5 % au deuxième trimestre 2017. Les scénarios les plus pessimistes qui avaient été envisagés avant le vote du 23 juin 2016 ne se sont pas produits sans doute parce que les politiques économiques ont été ajustées pour éviter un ralentissement plus marqué. La Banque d'Angleterre avait en effet rapidement baissé son taux directeur et réactivé le programme d'assouplissement quantitatif tandis que le gouvernement réduisait ses ambitions de réduction du déficit budgétaire. Néanmoins, non seulement la croissance pour 2017 et 2018 a été révisée à la baisse mais il faut aussi ajouter que les négociations entre le Royaume-Uni et l'UE-27 sont loin d'avoir abouti.

Graphique 1. Croissance et volatilité de la croissance des principales économies



Note : Les calculs de croissance moyenne et d'écart-type sont pondérés par le poids du PIB de chaque pays, sur la base d'un échantillon de 19 pays représentant 80 % du PIB mondial. Ces pays sont les États-Unis, la Chine, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Inde, l'Italie, le Brésil, le Canada, la Corée du Sud, la Russie, l'Australie, l'Espagne, le Mexique, l'Indonésie, la Turquie, les Pays-Bas et la Suisse.

Sources : Comptabilités nationales, FMI.

Cette croissance est principalement tirée par la demande intérieure. Aux États-Unis, la consommation des ménages américains contribue par exemple à hauteur de 1,9 point à la croissance du PIB au cours des quatre derniers trimestres pour une croissance de 2,2 %. Le rôle de la demande intérieure est un peu moins fort dans la zone euro et au Japon (à hauteur de 1 point pour respectivement 2,3 % et 1,6 % de croissance). Sur cette même période, la contribution du commerce extérieur à la croissance était encore positive

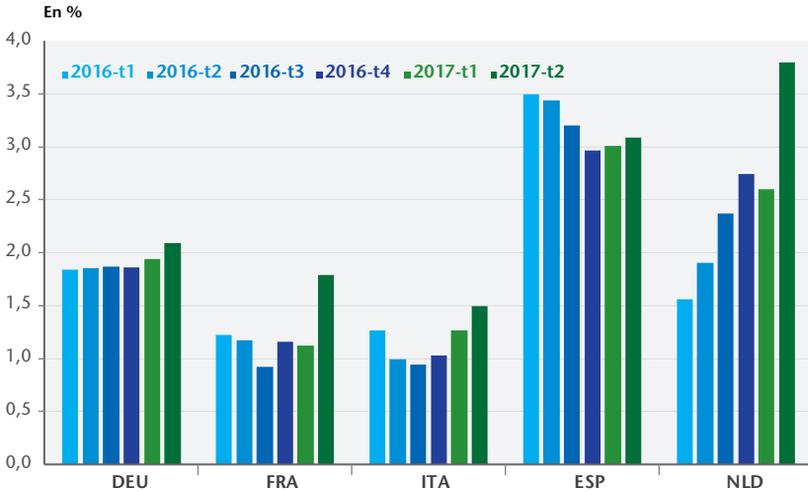
(0,4 point) dans la zone euro – malgré l’appréciation récente de l’euro – et au Japon. Elle était négative aux États-Unis (-0,2 point), ce qui s’explique notamment par les effets passés de l’appréciation du dollar. Dans la zone euro, on observe également un rééquilibrage des sources de la croissance allemande puisque le commerce extérieur n’est plus le principal moteur de la croissance. Entre 2000 et 2007, celui-ci avait contribué pour 0,9 point à la croissance annuelle moyenne. Cette contribution est retombée à 0,2 point entre 2014 et 2016 contre 1,8 point pour la demande intérieure. Il n’en demeure pas moins que l’excédent commercial allemand se maintient à un niveau record : 260 milliards d’euros en cumul sur les 4 derniers trimestres, soit plus de 8 % du PIB. La situation est globalement inversée en Espagne avec une croissance aujourd’hui qui reste principalement tirée par la demande intérieure mais qui n’est plus amputée par une contribution négative du commerce. Celle-ci est en effet nulle sur la période 2014-2016 alors qu’elle était de -0,7 point entre 2000 et 2007. Sur la période récente, la France semble toujours pénalisée par son commerce extérieur qui contribue même plus négativement à la croissance qu’entre 2000 et 2007 (-0,6 point contre -0,3 point). Enfin au Royaume-Uni, c’est essentiellement la consommation des ménages qui a marqué le pas, malgré la baisse du taux d’épargne, après le vote en faveur du Brexit sans que pour l’instant, l’effet positif de la dépréciation de la livre sur le commerce extérieur ne se traduise par une contribution positive.

Dans les pays émergents et en développement, la dynamique est également plus favorable avec la fin des récessions au Brésil et en Russie et la stabilisation de la croissance chinoise légèrement en dessous de 7 % depuis plusieurs trimestres (graphique 3). En glissement annuel, la croissance brésilienne est de nouveau positive au deuxième trimestre 2017 après 12 trimestres de recul. Quant à la Russie, la sortie de crise est également amorcée. En Asie, la croissance chinoise se maintient grâce au soutien apporté par la politique budgétaire. En Inde, la réforme monétaire² introduite en novembre 2016 a provoqué une baisse de la consommation des ménages et de la croissance. Le ralentissement devrait se poursuivre

2. Réforme visant à retirer de la circulation des billets de 500 et 1000 roupies afin de lutter contre la corruption.

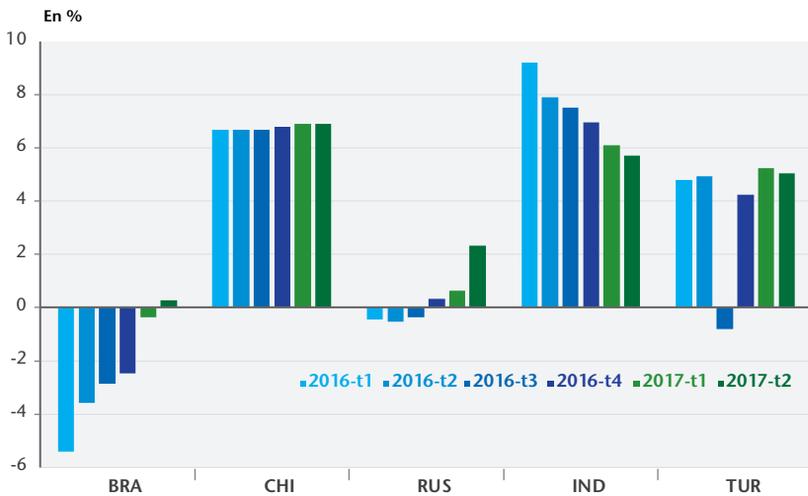
en 2017 avec une croissance attendue à 7 % avant de ré-accélérer ensuite. Sur l'ensemble des zones émergentes en développement, la croissance serait stable en 2017 à 4,2 % et accélérerait de nouveau en 2018 et 2019.

Graphique 2. Accélération de la croissance des pays de la zone euro...



Sources : Comptabilités nationales.

Graphique 3. ... et aussi des principaux pays émergents



Sources : Comptabilités nationales.

L'accélération de la croissance s'accompagne d'une inflation qui reste très modérée [voir la partie inflation pour plus de détails]. En zone euro et au Japon, l'inflation est même significativement inférieure à la cible fixée par la BCE et la Banque du Japon. Dans la zone euro, après un point bas atteint au cours du deuxième trimestre 2016, l'inflation est remontée notamment du fait de l'augmentation des prix de l'énergie. Ce mouvement laissait entrevoir un retour vers 2 %. Cette cible était même atteinte dans la zone euro en février 2017 pour la première fois depuis janvier 2013. Mais dès le mois suivant, l'inflation baissait à nouveau. Ces mouvements reflètent la volatilité de l'indice des prix à l'énergie mais ils témoignent aussi de la difficulté des banques centrales à atteindre la cible de 2 % malgré la mise en œuvre d'un ensemble de mesures destinées à stimuler l'activité et ancrer les anticipations d'inflation sur la cible. Aux États-Unis, l'inflation – qu'elle soit mesurée par l'indice des prix à la consommation ou par le déflateur de la consommation³ – est remontée depuis la fin de l'année 2015 et atteint 1,9 % au premier trimestre 2017 et 1,6 % au deuxième trimestre 2017. La principale exception reste le Royaume-Uni où l'inflation était proche de 3 % en août 2017, en forte augmentation depuis avril 2016 à la fois en raison de la remontée du prix du pétrole mais surtout en lien avec la dépréciation de la livre qui s'est traduite par une hausse du prix des biens importés.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des sous-indices plus volatils que sont les prix alimentaires et l'énergie, ne donne pas beaucoup de signe d'accélération – à l'exception du Royaume-Uni – malgré le contexte macroéconomique plus favorable (graphique 4). Dans la zone euro, le sous-jacent restait bas à 1,2 % à la fin de l'été 2017. L'inflation sous-jacente est un peu plus élevée aux États-Unis (1,7 %) mais elle reste modérée alors même que la faiblesse du taux de chômage – de 4,4 % – pourrait favoriser des tensions inflationnistes plus significatives. Au Japon, la faiblesse du chômage depuis plusieurs années n'a pas non plus créé de tensions inflationnistes ; l'indice sous-jacent est stable après une courte période d'accélération liée à la hausse de la TVA en 2014, ce qui témoigne aussi de l'incapacité de la Banque du Japon à ancrer les anticipations d'inflation à long terme sur une cible plus élevée.

3. La Réserve fédérale cible le déflateur de la consommation et non l'indice des prix à la consommation. Depuis 1999, l'inflation mesurée par l'indice des prix est en moyenne supérieure de 0,3 point à celle du déflateur de la consommation.

L'absence de tensions inflationnistes pourrait refléter l'existence d'un sous-emploi – et d'un halo du chômage – qui reste élevé y compris aux États-Unis et au Japon malgré le faible niveau du taux de chômage. La crise ne serait donc pas totalement effacée et le taux de chômage ne serait qu'un indicateur imparfait de l'absence de tensions sur le marché du travail. Une explication plus structurelle renvoie aux mutations du marché du travail qui ont notamment contribué à fragiliser le pouvoir de négociation des salariés. Ainsi, même en situation de faible chômage, la dynamique des salaires est freinée par la suppression des clauses d'indexation automatique des salaires sur l'inflation. Les réformes mises en œuvre récemment dans de nombreux pays européens pour gagner en compétitivité *via* la réduction des coûts salariaux unitaires ou pour rendre le fonctionnement du marché du travail plus flexible pourraient en outre renforcer ces mécanismes [voir la partie compétitivité pour plus détails] et maintenir une forte pression désinflationniste dans la zone euro. Enfin, une troisième explication suggère que l'absence d'inflation ne signifie pas nécessairement qu'il n'y a pas de tensions mais que celles-ci s'exercent sur le prix des actifs financiers⁴.

Le niveau de chômage qui reste élevé dans la zone euro ou la faiblesse du taux d'activité aux États-Unis semblent plaider pour la première explication, ce que reflète également les estimations d'écart de croissance faite par l'OCDE pour les États-Unis et la zone euro à respectivement -1,5 % et -1,8 %. Au Royaume-Uni, la dynamique de l'inflation sous-jacente a été fortement marquée par un ajustement de la livre et atteignait 2,6 % en août 2017 contre 1,1 % en mai 2016, juste avant le vote en faveur du Brexit qui s'est traduit par une dépréciation de plus de 10 % relativement à l'euro et au dollar.

L'inflation est également modérée – inférieure à 5 % – dans les BRIC (graphique 5). Il faut noter que la récession au Brésil et en Russie a été amplifiée par la forte hausse de l'inflation observée en 2015, qui s'est traduite par des pertes de pouvoir d'achat des ménages et par un durcissement de la politique monétaire des banques centrales russe et brésilienne. Le recul de l'inflation observé depuis est dès lors un facteur contribuant à la sortie de

4. C'est le sens des travaux de la BRI. Voir notamment Borio et Lowe (2002) et plus récemment Borio, Disyatat et Juselius (2016) qui proposent une évaluation de l'écart de croissance au PIB potentiel qui tient compte des tensions financières.

récession dans ces deux pays. En Inde, le recul de l'inflation est significatif depuis 2014 où elle dépassait 10 %. Ainsi, au-delà des variations liées au prix du pétrole, il ressort que la tendance de l'inflation dans les économies émergentes s'est également réduite. En Inde et en Chine, les niveaux actuels de l'inflation sont proches de ceux des années 2000 déjà caractérisées par un repli de l'inflation dans les économies émergentes. Ce mouvement est aujourd'hui aussi observé au Brésil et en Russie où la tendance de l'inflation semble plus faible que celle des années 2000.

Dans ces conditions, les banques centrales des pays industrialisés, dont l'objectif d'inflation est proche de 2 %, maintiennent des politiques monétaires accommodantes. La Réserve fédérale a mis un terme à son programme d'assouplissement quantitatif et a amorcé une normalisation du taux d'intérêt directeur depuis décembre 2015, mais ce dernier reste historiquement bas, à 1-1,25, étant donné la croissance et l'inflation, à l'automne 2017. La BCE, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre n'ont pas commencé à réduire leurs mesures non conventionnelles. Au Royaume-Uni, l'incertitude qui pèse sur l'économie depuis le vote en faveur du Brexit a poussé la Banque d'Angleterre à renforcer son soutien à l'activité, en baissant son taux directeur en août 2016 et en mettant en place de nouvelles mesures non conventionnelles. La Banque souhaitait avant tout rassurer les agents économiques. Dans un contexte d'incertitude accrue sur la situation macroéconomique, elle accepte pour l'instant une inflation plus élevée craignant que le ralentissement de l'activité soit durable.

L'orientation expansionniste de la politique monétaire se reflète également dans les conditions de financement favorables. Certes, les taux nominaux fluctuent au gré de l'augmentation de l'inflation *headline* – comme au cours de l'été 2016⁵ – et des changements d'anticipations relatives à l'évolution de la politique monétaire en zone euro ou aux États-Unis mais ils restent bas. Et même si l'inflation est faible, les taux d'intérêt réels publics à long terme se situent à des niveaux bas. Dans la zone euro, au Japon et au Royaume-Uni⁶, les taux réels de long terme⁷ sont négatifs (graphique 6). Aux

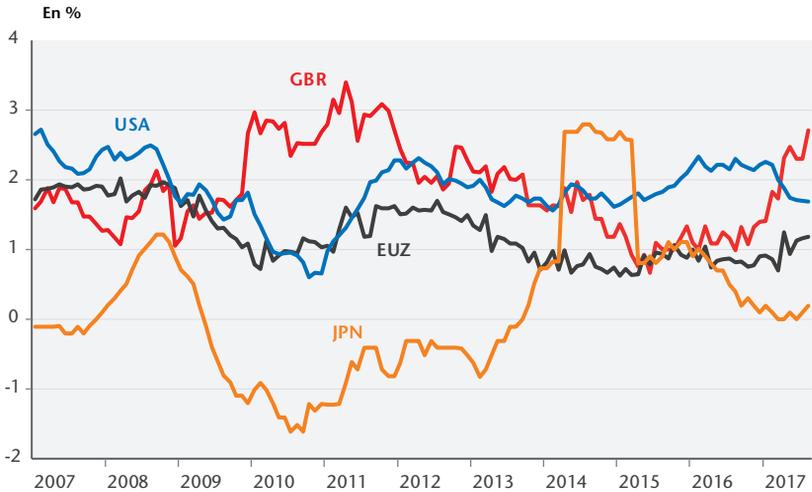
5. Voir OFCE (2017) : Quel impact de la hausse des taux sur la dette publique ?

6. La baisse du taux réel au Royaume-Uni résulte principalement de la hausse de l'inflation.

7. Calculés ici comme l'écart entre le rendement nominal souverain de référence (généralement à 10 ans) et le taux d'inflation courant.

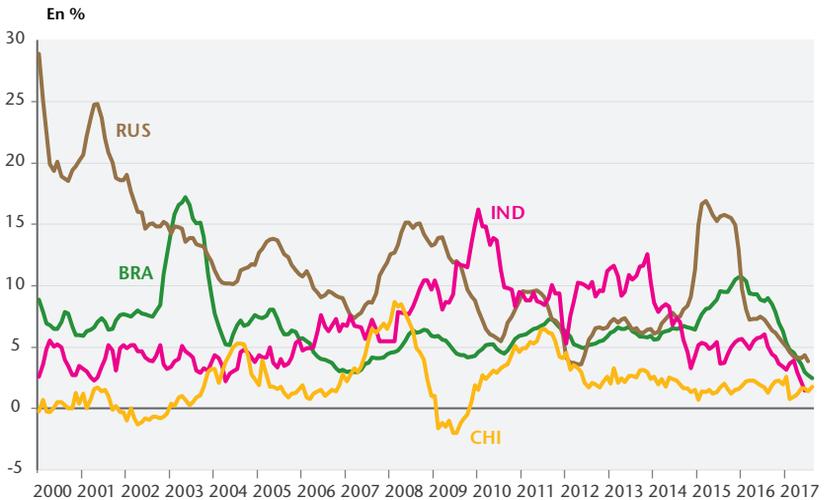
États-Unis, le taux réel est en moyenne de 0,2 % depuis le début de l'année 2017 soit un niveau bien plus faible que pendant les années 1990 et 2000.

Graphique 4. Inflation sous-jacente dans les pays industrialisés



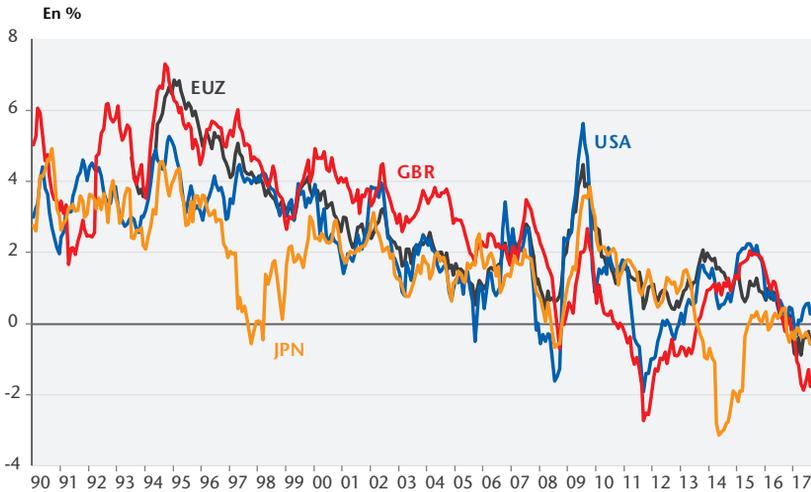
Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

Graphique 5. Inflation dans les principaux pays émergents



Sources : Comptabilités nationales.

Graphique 6. Taux d'intérêt réels



Sources : Eikon Thompson Reuters, Comptabilités nationales.

L'environnement reste favorable

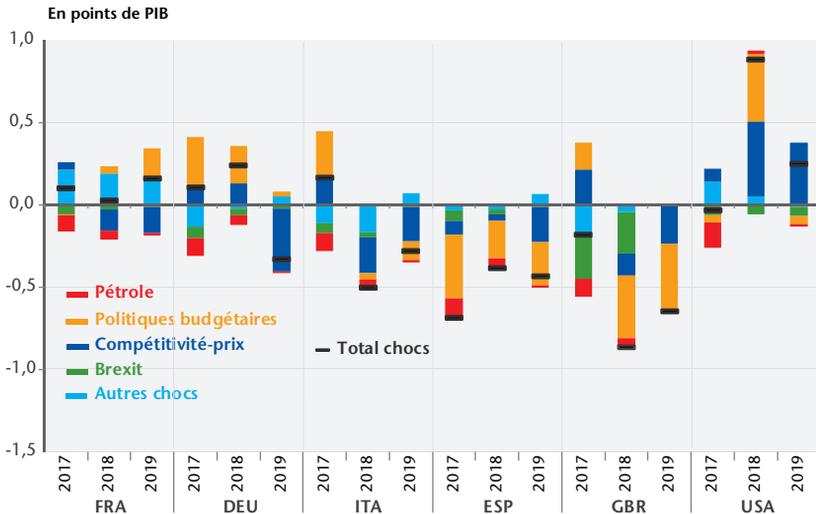
Ce scénario favorable devrait se poursuivre en 2017, en 2018 et 2019. La normalisation de la politique monétaire va se poursuivre aux États-Unis et pourrait s'enclencher à l'horizon 2018 au Royaume-Uni et dans la zone euro [voir la partie politique monétaire pour plus de détails] selon un plan assez conforme à celui mis en œuvre par la Réserve fédérale à partir de 2014. Malgré de nouvelles hausses des taux directeurs – probablement 3 en 2018 et 3 en 2019 – les conditions monétaires resteraient favorables aux États-Unis qui bénéficieraient en outre d'une dépréciation du taux de change effectif nominal du dollar d'un peu plus de 6 % depuis la fin 2016. La phase de resserrement sera bien moins rapide que les précédentes portant le taux d'intérêt à 3 % en fin d'année 2019. Par ailleurs, la Réserve fédérale va amorcer la réduction de la taille de son bilan. À l'exception de la première annonce effectuée par Bernanke en mai 2013 sur la fin possible de l'assouplissement quantitatif, la communication de la banque centrale a jusqu'ici permis d'éviter une forte hausse des taux longs. Nous anticipons que la Réserve fédérale va continuer à être prudente en ajustant son degré de resserrement et de réduction de bilan à l'aune de l'évolution de l'inflation. Il ne devrait donc pas y avoir de chocs négatifs

liés aux conditions financières aux États-Unis et encore moins en zone euro. La BCE mettra un terme à ses achats de titres dès 2018 et devrait augmenter son taux directeur d'ici la fin de l'année. Il n'en demeure pas moins que l'orientation de la politique monétaire resterait expansionniste.

Du côté de la politique budgétaire des grands pays industrialisés, les impulsions seront plutôt neutres en 2017 [voir la partie politiques budgétaires pour plus de détails], aux États-Unis et au Royaume-Uni. Au Royaume-Uni, le gouvernement de Theresa May est revenu sur les objectifs initiaux de réduction du déficit budgétaire. En avril 2016, l'impulsion anticipée avait été de -0,7 point pour l'année 2017. L'impulsion effective devrait être légèrement positive et l'ajustement serait atténué mais aussi décalé puisque l'orientation de la politique budgétaire du Royaume-Uni sera de nouveau négative (-0,4 point) en 2018 et 2019. Dans la zone euro, la phase de consolidation généralisée a pris fin et l'impulsion budgétaire est même positive, notamment en Allemagne (0,5 point) et en Italie (0,4) mais aussi aux Pays-Bas. Cette logique se poursuivrait en 2018 et 2019 avec une politique budgétaire qui restera expansionniste en Allemagne et dans une moindre mesure en Italie. L'impulsion resterait négative en France⁸ et en Espagne en moyenne sur les deux années. On reste cependant loin des ajustements qui ont été opérés au sein de la zone euro entre 2010 et 2014. De plus, le multiplicateur mesurant l'effet de ces décisions de politique budgétaire sur le PIB serait aussi plus faible dans la mesure où les niveaux des écarts de croissance ont diminué. Dans ces conditions, l'effet stimulant de l'expansion budgétaire allemande serait limité et l'impact récessif de la consolidation en Espagne serait également moindre que par le passé. Sur les quatre principaux pays de la zone euro, l'impact des politiques budgétaires serait surtout négatif pour l'Espagne mais positif ou neutre dans les trois autres pays (graphique 7). Quant aux États-Unis, ils bénéficieraient des réductions d'impôts mises en œuvre par la nouvelle administration Trump. C'est le principal levier par lequel la politique budgétaire aura un effet positif sur le PIB en 2018, estimé à 0,4 point.

8. L'impulsion serait toutefois positive si l'on tient compte de la bascule du CICE sur les cotisations sociales [voir la partie France pour plus de détails].

Graphique 7. Freins et leviers de la croissance dans les principaux pays



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE octobre 2017.

Certains facteurs favorables se sont toutefois inversés et pèseront négativement sur la croissance. C'est le cas du pétrole dont la baisse du prix avait soutenu le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises en 2015 et en 2016. La remontée du prix du pétrole, qui après un pic à 54 dollars au début de l'année 2018 se stabiliserait à 50 dollars en 2019, pèserait cette fois-ci négativement sur les performances économiques des économies avancées qui sont généralement importatrices nettes d'énergie. L'effet serait toutefois modéré et ne dépasserait pas -0,1 point de croissance dans la mesure où la hausse a été limitée et que le prix reviendrait ensuite à 50 dollars à partir du deuxième semestre 2018. Aux États-Unis, si la hausse du prix du pétrole ampute aussi le pouvoir d'achat des ménages, elle permet de rentabiliser le pétrole de schiste, ce qui a d'ailleurs contribué à stimuler l'investissement productif au cours des derniers trimestres. Pour les pays de la zone euro, l'effet de la compétitivité deviendrait négatif avec l'appréciation récente de l'euro. Après avoir atteint un point bas à 1,05 dollar pour un euro en avril 2017, la monnaie européenne est entrée dans une nouvelle phase d'appréciation, liée à la fois à l'amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro, à une normalisation de la politique monétaire moins rapide qu'anticipée initialement par les marchés et par l'accroissement du solde courant dans la

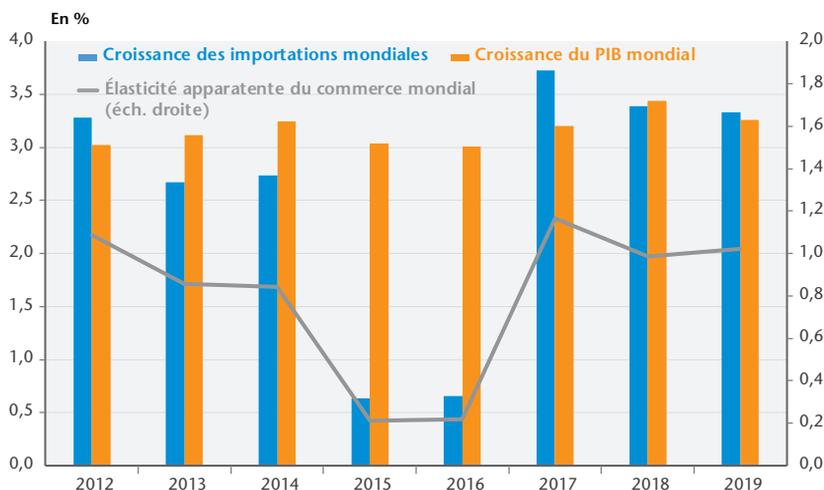
zone euro. Pour 2018 et 2019, nous retenons une stabilisation du taux de change euro-dollar à 1,2 si bien que l'effet cumulé de cette appréciation et des variations de prix à l'exportation dans les différents pays sur ces deux années s'élèverait à -0,2 point en Allemagne, -0,3 point en France, -0,4 point en Italie et -0,3 point en Espagne. Inversement, l'effet serait favorable pour les États-Unis, de l'ordre de 0,8 point cumulé en 2018 et 2019. Pour le Royaume-Uni, l'effet de la baisse de la livre consécutive au vote en faveur du Brexit est pris en compte dans l'effet du choc Brexit. Cette dépréciation jouerait favorablement sur le commerce extérieur mais se traduirait également par une hausse de l'inflation importée, réduisant ainsi le pouvoir d'achat des ménages britanniques et donc leur consommation.

L'effet total de ces différents chocs serait globalement positif en Allemagne notamment du fait de la politique budgétaire expansionniste au cours des trois années. Inversement, la plus grande austérité prévue en Espagne ainsi que l'effet négatif de la compétitivité expliqueront en partie le ralentissement anticipé de la croissance pour 2018 et 2019.

L'évolution récente du commerce mondial reflète aussi l'amélioration du climat des affaires. Après un fort ralentissement en 2015 et 2016 où la croissance des importations mondiales n'a pas dépassé 1 %, les résultats récents suggèrent une embellie et un rebond des chiffres du commerce. En 2017, nous prévoyons effectivement une accélération des échanges dans les pays industrialisés mais aussi dans les pays émergents, où le creux avait été plus marqué. La croissance des importations mondiales atteindrait 3,7 % soit un niveau légèrement supérieur à celui de la croissance mondiale du PIB, prévue à 3,2 %. Pour 2018 et 2019 la croissance des importations serait en ligne avec celle du PIB (graphique 8). L'élasticité apparente du commerce à l'activité augmenterait donc après deux années où elle était tombée à moins de 0,2. Elle serait cependant bien inférieure à celle qui prévalait avant la crise, qui se situait aux alentours de 2 en moyenne. L'intensification des échanges commerciaux pendant les années 1990 et 2000 reflétait un mouvement de fragmentation internationale des chaînes de valeur qui engendrait de multiples flux de commerce. Le ralentissement du commerce mondial en cours, se traduisant par une élasticité du commerce mondial convergeant vers une valeur

unitaire, pourrait alors être lié à une stabilisation de ce processus de fragmentation internationale des chaînes de valeur⁹.

Graphique 8. Reprise du commerce mondial

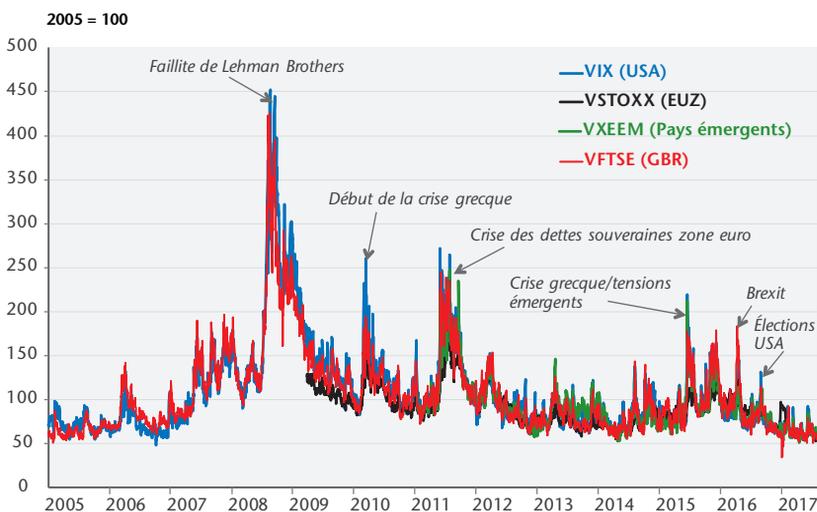


Sources : FMI, données nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2017.

Enfin, la réduction des tensions financières se traduit par une réduction de la volatilité implicite des indices boursiers. Ces indicateurs qui mesurent l'incertitude sont revenus vers des niveaux proches de ceux observés avant l'éclatement de la crise financière en 2007 (graphique 9). Si le Brexit ou l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis en novembre 2016 ont créé quelques soubresauts, ces pics sont restés bien en-deçà de ceux causés par la faillite de Lehman Brothers ou par les nombreux rebondissements de la crise des dettes souveraines dans la zone euro en 2011-2012. Si ce mouvement pourrait refléter l'entrée dans une nouvelle phase de modération, l'expérience passée a également montré que ces mesures de la volatilité implicite étaient négativement corrélées à la prise de risques financiers. Reste donc à savoir si ce retour de l'appétit pour le risque est porteur d'investissement ou s'il ne fait que signaler de nouvelles bulles sur le prix des actifs et notamment de la bourse qui atteint de nouveaux records aux États-Unis (voir *infra*).

9. Voir l'encadré « Y-a-t-il un ralentissement structurel du commerce mondial ? », dans OFCE (2016).

Graphique 9. Incertitude mesurée par la volatilité des marchés financiers



Source : Eikon Thompson Reuters.

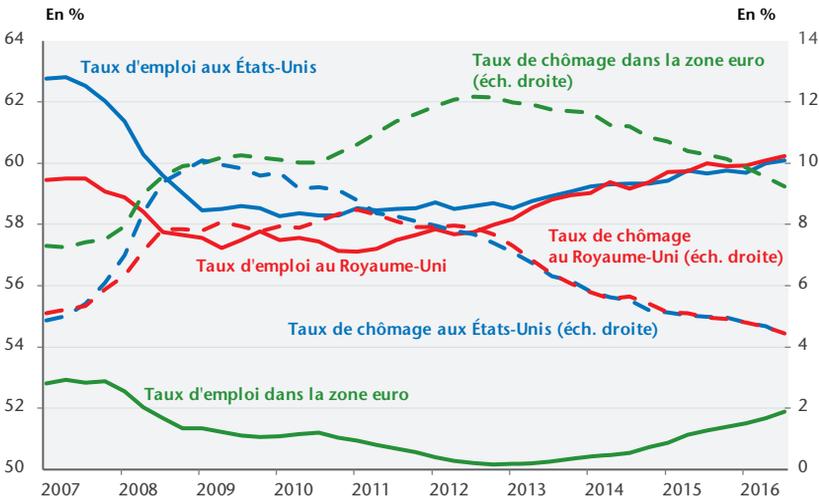
Une croissance riche en emplois ?

L'évolution récente de la croissance en cours permet la poursuite de la réduction du taux de chômage. Aux États-Unis, celui-ci a atteint 4,4 % au deuxième trimestre 2017, retrouvant ainsi le point bas qui avait été observé avant l'éclatement de la crise. Les créations d'emplois sont certes moins dynamiques qu'en 2014 et 2015 mais le taux d'emploi continue de progresser (graphique 10) et surtout, le taux d'activité repart à la hausse après une longue phase de baisse qui avait débuté au début de la crise. La remontée est timide et son niveau au deuxième trimestre 2017 (62,9 %) reste bien inférieur à son niveau d'avant-crise (un peu plus de 66 %). L'inversion de tendance suggère qu'il existe encore des réserves d'emplois aux États-Unis, [Voir la partie chômage et productivité pour plus détails] ce qui pourrait justifier en retour pourquoi l'inflation reste modérée alors que le taux de chômage a retrouvé un faible niveau historique.

Dans la zone euro, le taux de chômage a baissé de près d'un point en un an avec des améliorations dans la plupart des pays. Entre le deuxième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017, la baisse du chômage dépasse deux points en Espagne et aux Pays-Bas. Elle est plus modérée en France et en Italie (de l'ordre de 0,5 point) et marginale en Allemagne où le taux de chômage se situe à un

niveau historiquement bas. Sur l'ensemble de la zone, plus de 600 000 emplois ont été créés au cours des deux premiers trimestres de l'année 2017, ce qui n'avait pas été observé depuis le premier trimestre 2008. Enfin, au Royaume-Uni, le taux de chômage a continué à baisser malgré le ralentissement de la croissance. En un an – depuis le deuxième trimestre 2016 – le taux de chômage a reculé de 0,5 point et le taux d'emploi a progressé de 0,5 point.

Graphique 10. Taux de chômage et taux d'emploi



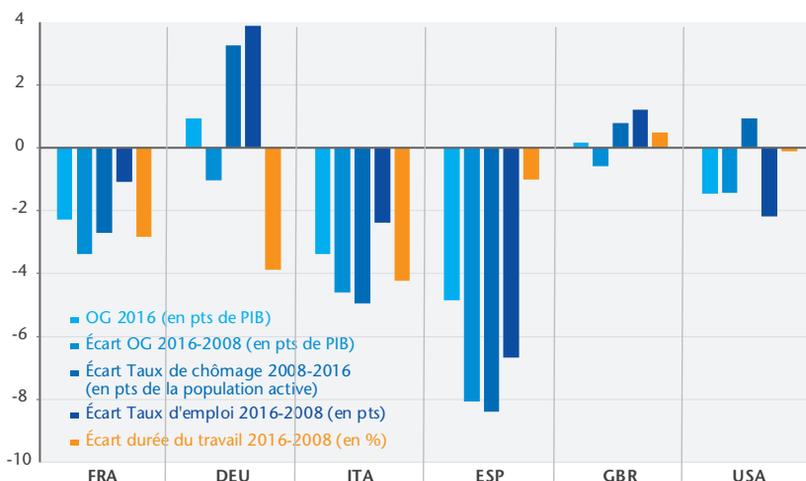
Sources : ONS, BLS, Eurostat.

Il faut ajouter que la baisse du chômage résulte également d'un enrichissement de la croissance en emplois. En effet, depuis la crise, la croissance moyenne de la productivité aux États-Unis ou dans la zone euro a baissé. Entre 1995 et 2007, la productivité horaire moyenne progressait de 1,7 % aux États-Unis alors qu'elle stagne depuis 2012. Dans la zone euro, la productivité horaire est passée d'un rythme annuel de croissance à 1,3 % entre 1996 à 2007 à un rythme de 0,8 % depuis 2013. Ce ralentissement de la productivité contribue certes à réduire le taux de chômage mais laisse également entrevoir un affaiblissement de la croissance potentielle et donc de la croissance effective des pays industrialisés une fois que les écarts de croissance auront été refermés.

Des perspectives réduites à moyen terme par une faible productivité

Si les symptômes d'une reprise économique sont visibles dans les grandes zones développées y compris en zone euro, la faiblesse des rythmes de croissance associés à cette période de sortie de crise peut surprendre. Début 2017, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise (graphique 11).

Graphique 11. Quelques mesures de l'écart de production en 2016



Sources : OCDE, *Perspectives Économiques 101*, septembre 2017, calculs OFCE.

Ce ralentissement du sentier de croissance sur un horizon long a fait surgir des questions de fond sur la disparition possible du potentiel de croissance des économies développées. Le débat peut s'inscrire dans des considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier de l'économie américaine sur laquelle il s'est focalisé. Les tenants de l'entrée dans une phase de « stagnation séculaire » voient dans l'incapacité des économies à renouer avec un niveau d'activité conforme à la trajectoire d'avant la récession, l'effet d'un mécanisme de déflation par les bilans, conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession, et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour

dégager des marges de désendettement et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des déficits publics abyssaux issus de la récession appellent un effort symétrique. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes exercées par l'ajustement freinent le désendettement en s'opposant à la dévalorisation spontanée des dettes en termes réels et à la flexibilité des taux d'intérêt réels¹⁰.

En plus de ces questionnements sur la trajectoire de la dépense, l'affaissement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008/09 sur le potentiel des économies développées. Certaines études à l'instar de celles de Furcieri et Zdzienicka (2012), Furcieri et Mourougane (2012) ou Reinhart et Rogoff (2009) tentent d'éclairer les liens entre crises financières et pertes de potentiel pour conclure à des pertes définitives de production plutôt qu'à une inflexion de la croissance après la crise. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits.

Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Robert Gordon voit dans l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'informatique sur la croissance de la productivité observée depuis quelques années, la fin du sentier de croissance tel que les économies l'ont connu avant 2008. Sans exclure que de telles explications, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

Une décélération du potentiel...

L'évaluation de cet impact anime les débats avec d'un côté deux visions, l'une accédant à l'idée qu'une partie des pertes de production héritées de la récession sont irrécupérables, ce qui se traduirait par une marche d'escalier du potentiel vers le bas, l'autre que seul le taux de croissance du potentiel a été touché, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier d'expansion de moyen terme de

10. Voir les développements de Larry Summers, chef de file de « la stagnation séculaire » et aussi Le Garrec et Touzé (2016).

l'économie. Ces deux visions ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

Il ne fait guère de doute qu'après des années de quasi-stabilité de l'activité accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif et d'une hausse du taux chômage, certains déterminants de la croissance potentielle, en dehors de la démographie qui n'a pas été affectée par la crise, se soient affaiblis. Le PIB potentiel dépend en effet de la quantité de facteurs de production disponibles, le travail et le capital, ainsi que de leur productivité. Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi très probablement la diffusion du progrès technique qui modère la trajectoire de la productivité. De plus, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

... liée à un ralentissement généralisé des gains de productivité...

Si la tendance de fond est au ralentissement des gains de productivité depuis la décennie 1990, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays.

Entre les années 1990 et la première moitié des années 2000, la productivité a accéléré au Royaume-Uni et aux États-Unis, tandis qu'elle ralentissait modestement en France, fortement en Allemagne et s'écroulait en Italie et en Espagne. Entre 2007 et 2016, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé entre 2008 et 2011 sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains d'entre-eux (France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi¹¹ (Cochard *et al.*, 2010).

11. Ces différences de stratégie peuvent éventuellement avoir des conséquences sur l'ampleur du rebond et ensuite sur le potentiel de croissance des économies concernées.

À partir de 2011, les gains de productivité accélèrent en France et en Allemagne, tandis qu'ils ralentissent en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ils restent globalement stables et faibles en Italie (-0,3 %), au Royaume-Uni (0,3 %), en Allemagne (0,5 %) et aux États-Unis (0,5 %) entre 2011 et 2016. Par contre, les gains de productivité horaire ont mieux résisté au ralentissement et sont désormais plus élevés en France qu'en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis, contrairement à ce qui était observé entre 1990 et 2007. C'est également le cas de la productivité calculée par salarié.

Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi (voir étude spéciale) suggèrent une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle. Il ressort alors que la tendance de productivité s'élèverait à 0,8 % par an pour la France et le Royaume-Uni. Elle serait plus faible aux États-Unis (0,6 %) et en Allemagne (0,5 %) et nulle pour l'Italie. À l'horizon de notre prévision, nous avons retenu l'hypothèse d'un maintien de ces rythmes tendanciels.

... et de celui de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés. Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs, qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

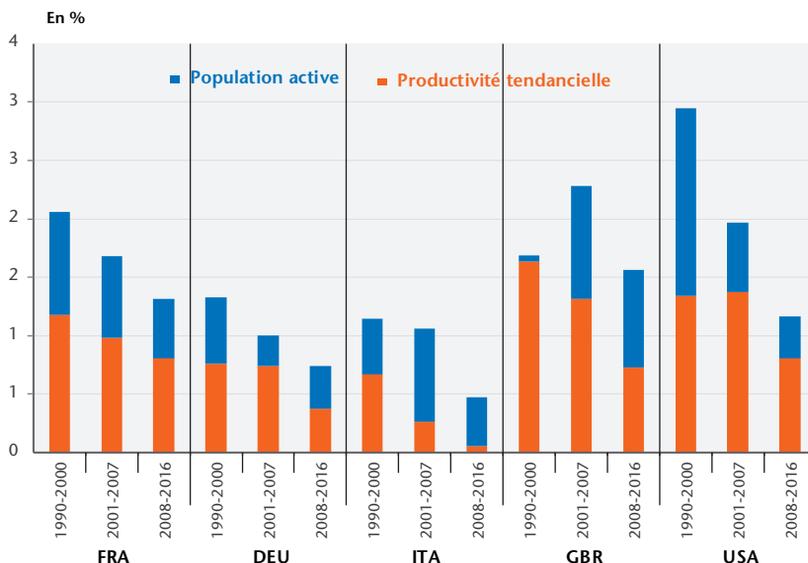
En Allemagne, la population active augmente de 0,4 % entre 2007 et 2016, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2016 (+0,6 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2016, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-

périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2016), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est.

Estimations du potentiel de croissance en 2017-2019

Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990 (graphique 12), principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni. Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'un écart de production (l'*output gap*) négatif.

Graphique 12. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.
Source : calculs OFCE.

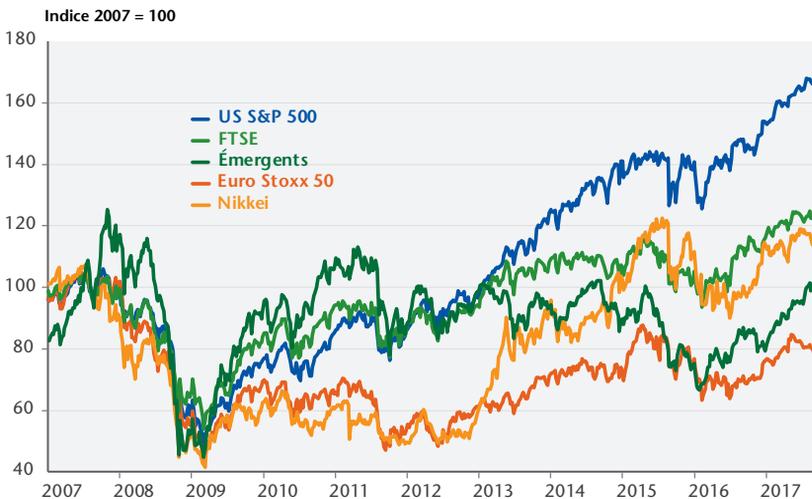
L'estimation des *output gap* est plus problématique encore dans la mesure où à l'incertitude sur la croissance potentielle mentionnée précédemment s'ajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2008 par exemple. Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de différents critères : *output gap* actuel, variation de cet *output gap* depuis 2008, écart du taux de chômage et du taux d'emploi depuis le début de la crise ou taux de croissance de la durée du travail durant cette même période. Le graphique illustre ces différents critères. Sur la base de ces derniers, le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique des différentes économies est celui de l'existence de marges de rebond relativement élevées en Espagne, en Italie et en France (graphique 11). Ce potentiel de rebond est faible en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni : seule l'augmentation du temps de travail pour le premier et du taux d'emploi pour les deux suivants pourrait le permettre.

Risques

La réduction de la dispersion des performances macroéconomiques des principaux pays ou de la volatilité financière ne doit pas occulter les risques qui pèsent sur l'économie mondiale. Les tensions financières liées à la situation en Grèce ou au risque d'atterrissage forcé de l'économie chinoise se sont apaisées mais l'euphorie qui a gagné certaines places financières pourrait signaler le retour du risque financier, notamment aux États-Unis où les principaux indices boursiers battent des records et dépassent largement les précédents pics de 2000 ou 2007. Une décomposition des prix des actifs boursiers et immobiliers aux États-Unis indique par ailleurs qu'ils résultent en partie d'une bulle même si cette composante bulle est de moindre ampleur que celle identifiée lors de pics précédents [voir la partie sur les risques financiers pour plus détails]. Du côté des émergents, la bourse est également très dynamique depuis le début 2016, retrouvant le niveau qui avait été observé en 2015 juste avant le mini-krach de l'été (graphique 13). Le risque financier doit donc être sérieusement analysé, ce qui pose la question de l'orientation de la politique monétaire mais aussi celle de la régulation financière.

Les conséquences d'une nouvelle crise financière internationale pourraient être d'autant plus dommageables que les marges de manœuvre sur les politiques économiques sont réduites. La Réserve fédérale a certes entamé la normalisation de sa politique monétaire mais le taux directeur reste proche de la borne de taux zéro et le bilan n'a pas encore été ajusté. Du côté de la politique budgétaire, le déficit en 2016 s'élevait encore à 5 % du PIB et la dette dépassait 100 % du PIB. Un nouveau choc pourrait alors plonger l'économie américaine dans une situation à la japonaise où l'inflation ne revient jamais vraiment à sa cible malgré l'accumulation d'actifs dans le bilan de la banque centrale et l'augmentation de la dette publique.

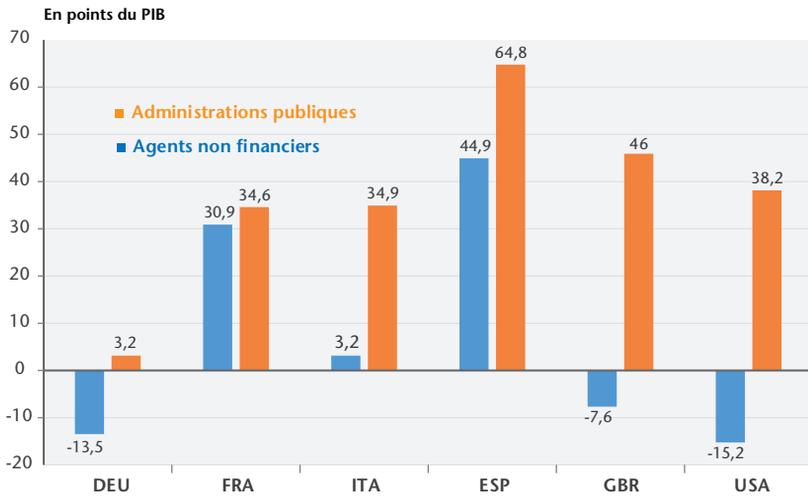
Graphique 13. Évolution des bourses mondiales



Source : Eikon Thompson Reuters.

La dette totale – des agents non financiers et des administrations publiques – s'est accrue dans les principaux pays industrialisés à l'exception de l'Allemagne (graphique 14), ce qui pose dès lors la question de la capacité de ces économies à absorber un nouveau choc financier ou une nouvelle récession. Au-delà du risque de court terme, ces déséquilibres seront aussi d'autant plus longs et difficiles à réduire que la croissance sera modérée et l'inflation basse. De ce point de vue, le retour de la Grande Modération n'est pas forcément une bonne nouvelle.

Graphique 14. Variation de l'endettement entre 2007t4 et 2017t1



Source : Banque de France.