



I/ Vue d'ensemble : un ralentissement sous haute tension

*Sébastien Jean**

L'économie mondiale aborde l'été 2019 sous le signe du ralentissement alors que l'année 2017 et le début de 2018 avaient été marqués par une embellie partagée par beaucoup de pays. C'est une baisse de régime qui a dominé la conjoncture internationale depuis, sans accident majeur mais dans un mouvement assez largement partagé et plus important qu'anticipé, si bien que les principales organisations internationales (FMI, OCDE et Banque mondiale) ont toutes révisé significativement à la baisse leurs prévisions de croissance au cours du printemps 2019. Après 3,8 % en 2017, la croissance mondiale s'est établie à 3,6 % en 2018, avec un ralentissement notable à partir du milieu de l'année d'après le FMI [2019], qui prévoit qu'elle n'atteindra que 3,3 % en 2019. Cette tendance baissière concerne aussi bien les pays émergents et en développement que les économies avancées. Si l'évolution à plus long terme reste incertaine, le FMI par exemple prévoyant un rebond modéré en 2020, il semble peu probable que l'économie mondiale retrouve rapidement son rythme de la fin 2017 qui apparaît rétrospectivement comme un point haut conjoncturel plutôt qu'une accélération durable. Le point d'arrêt que cette détérioration du climat économique a imposé à la normalisation des politiques monétaires avive les interrogations sur le rythme et la soutenabilité du régime de croissance d'après crise : l'inflation

* Sébastien Jean est directeur du CEPII.

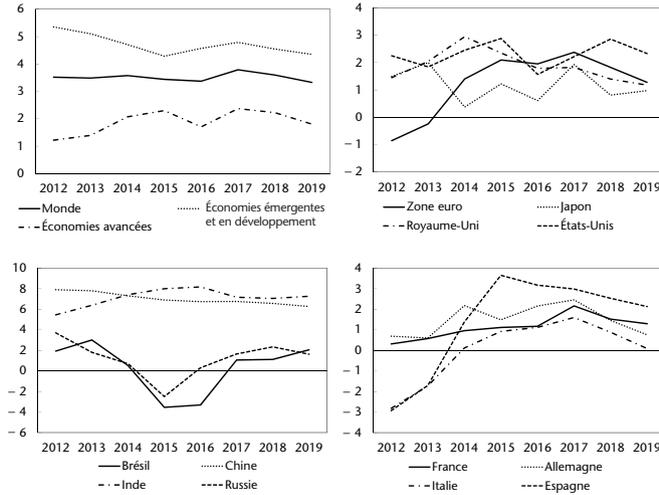
et les taux d'intérêt sont encore bas et pourraient le rester longtemps, tandis que l'endettement augmente toujours, un contexte qui remet profondément en cause les cadres classiques d'analyse des politiques macroéconomiques. Les risques et les incertitudes sont encore plus prononcés dans les relations économiques internationales, où les tensions commerciales et géopolitiques croissantes font peser de lourdes menaces bien au-delà de l'économie. Ce sont à la fois les cadres de pensée et les schémas institutionnels de la mondialisation qui chancellent, sans que de nouveaux ne se dessinent encore clairement.

La croissance ralentit plus que prévu

Sans passer en revue toutes les zones géographiques, l'analyse de la situation des plus grandes économies permet de préciser les principales impulsions qui ont influé sur l'économie mondiale. Les États-Unis n'ont pas été épargnés par ce fléchissement. Après 2,9 % en 2018, la croissance y est prévue à 2,3 % en 2019 (graphique 1). Il reste que ce rythme est tout à fait honorable, d'autant que le cycle de croissance de l'économie américaine, entamé en juillet 2009, est désormais le plus long depuis que les statistiques correspondantes existent, soit 1854. Même si son rythme est moins rapide que celui des cycles précédents, cette longévité surprend et interroge, d'autant que le taux de chômage (3,7 % en juin 2019) a quant à lui atteint son point le plus bas depuis un demi-siècle. Cette performance toujours bonne tient clairement à l'effet stimulant des politiques macroéconomiques. La réforme fiscale votée en décembre 2017 a significativement diminué les recettes, pour un montant estimé à 1 500 milliards de dollars sur dix ans, tandis que les dépenses publiques ont été augmentées de 0,9 point de PIB environ en 2018, au bénéfice en particulier de la défense. Le déficit budgétaire, de 3,8 % en 2017, passerait de ce fait à 4,3 % en 2018 et 4,6 % en 2019. Cette forte stimulation apparaît comme l'explication principale de la prolongation du cycle de croissance. Elle n'est d'ailleurs pas sans mérite, dans la mesure où les créations d'emplois ont dépassé les attentes, la légère augmentation du taux d'activité suggérant que cette relance permet un retour à l'emploi de personnes auparavant sorties du marché du travail. Alors que l'économie américaine a vu le taux d'emploi de la plupart des classes d'âge diminuer depuis la crise, cette amélioration laisse espérer que le halo d'inactivité

Graphique 1. Croissance du PIB

(en %)



Note : estimations pour 2018, prévisions pour 2019.

Source : FMI [2019].

autour du chômage déclaré, formé par les travailleurs découragés et les temps partiels subis, pourrait enfin se dégonfler. Les tensions sur le marché du travail se sont en outre enfin traduites par une accélération des salaires, dont le rythme de croissance annuel moyen approchait 3,5 % début 2019.

Il reste que cette stimulation budgétaire et fiscale est clairement procyclique, relançant la croissance à un moment où l'activité économique américaine est déjà à son potentiel, voire au-delà d'après certaines estimations, le FMI par exemple estimant que c'est le cas depuis 2017. Cela augure mal des marges de manœuvre dont disposeront les autorités lorsque la conjoncture se retournera. Partant d'un déficit public déjà élevé, la politique budgétaire risque bien de ne pas pouvoir amortir le ralentissement, voire de l'amplifier, tandis que la politique monétaire toujours relativement accommodante ne pourra que modérément être assouplie. Jusqu'ici tout va bien, en somme, mais il serait plus prudent d'attendre la suite de la trajectoire pour juger de la pertinence des choix récents de politique économique. D'autant

que les inquiétudes sont grandes sur la capacité de l'économie américaine à maintenir une trajectoire ascendante, si l'on en juge par l'évolution des taux d'intérêt, les taux à 10 ans étant, depuis fin mai 2018, plus faibles que ceux à 3 mois. Une telle inversion de la courbe des taux reflète l'anticipation par les marchés d'une dégradation de la situation économique, qui devrait amener la banque centrale à baisser ses taux dans les années à venir. De fait, une inversion marquée est le plus souvent un bon indicateur avancé d'une récession à venir.

L'Europe n'a pas non plus échappé au ralentissement, mais dans un contexte très différent. La crise des dettes souveraines en zone euro ayant succédé à la crise financière mondiale, les pays de l'Union n'ont en effet retrouvé une croissance satisfaisante que beaucoup plus tard, souvent en 2016. Son taux de chômage moyen a certes décrû significativement depuis son pic de 2013 (11,0 %) mais, à 6,3 % en mai 2019 (7,5 % en zone euro), il reste relativement élevé. Le ralentissement à partir de la mi-2018 est donc surprenant et décevant. Il est lié à une série de mauvaises nouvelles économiques. En Allemagne, la dégradation du climat des affaires s'est manifestée dès le printemps 2018, du fait notamment de l'exposition de l'appareil exportateur aux menaces que la politique commerciale américaine fait peser sur ses débouchés et au ralentissement de la demande extérieure. Mais c'est à l'automne que le ralentissement s'est accentué, avec une forte chute de l'activité dans le secteur automobile, issue des difficultés associées à la mise en œuvre d'une nouvelle méthode d'homologation européenne concernant les émissions polluantes dans l'automobile, sur fond de consommation toujours atone. En Italie, où la demande est également restée peu dynamique, les tensions politiques autour de la politique budgétaire ont provoqué une augmentation des taux d'intérêt sur la dette et pesé sur l'investissement. En France, la consommation, qui avait ralenti dès le premier trimestre 2018 du fait de mesures fiscales pesant sur le pouvoir d'achat (hausse de la CSG compensée seulement partiellement), a été fortement ralentie en fin d'année par le mouvement des « gilets jaunes ». Au Royaume-Uni, l'imbroglio sans fin du Brexit a créé un climat d'incertitude et d'attentisme qui a clairement pesé à la fois sur l'investissement et la consommation.

Le fléchissement de la croissance a été encore plus marqué au Japon, plus d'un point de pourcentage (0,8 % en 2018 après

1,9 % en 2017), alimenté par la faiblesse des exportations et les catastrophes naturelles de l'été. Ce fléchissement semblait cependant stoppé à l'été 2019, une performance pas si mauvaise pour une économie dont la population en âge de travailler décroît, et qui est dans une phase de croissance relativement longue puisqu'elle dure depuis 2012, à un rythme moyen approchant 1,3 % par an, si bien que le taux de chômage ne dépasse pas 2,4 %. De fait, le gouvernement a, depuis plusieurs années, privilégié la croissance et la lutte contre la déflation, repoussant l'assainissement budgétaire et en particulier la seconde hausse de TVA, finalement programmée pour octobre 2019, ce qui risque de peser sur la demande des ménages dans les mois qui suivront.

Les pays émergents et en développement ont eux aussi, en moyenne, fait face à un essoufflement de leur croissance, passée de 4,8 % en 2017 à 4,5 % en 2018, la prévision du FMI pour 2019 s'établissant à 4,4 % (graphique 1). Parmi eux, c'est évidemment, de loin, la Chine qui pèse le plus sur la conjoncture mondiale. Sa tendance structurelle à une croissance plus modérée s'est confirmée, puisqu'elle est passée de 6,8 % en 2017 à 6,6 % en 2018 et 6,3 % prévus pour 2019. Elle s'inscrit dans un vaste mouvement de rééquilibrage et de changement structurel, complexe et, à certains égards, chahuté. Il s'agit de permettre à la consommation de prendre le relais de l'investissement comme moteur de la croissance, tandis que le secteur manufacturier intensif en main-d'œuvre cède progressivement du terrain aux secteurs industriels innovants et aux services, tout en maintenant l'emploi et la stabilité financière. Le reflux de l'investissement en proportion du PIB n'est cependant que très progressif, pour une raison que la séquence récente illustre bien. Ainsi, la volonté du gouvernement de contenir la montée de l'endettement et d'assainir le système financier s'est traduite début 2018 par un ralentissement de la croissance, suscitant des inquiétudes quant aux conséquences sur l'emploi, amplifié par le contexte de tensions commerciales. Les autorités ont réagi en stimulant la croissance à la fois par des baisses d'impôts, sur la TVA notamment, et par l'assouplissement des conditions monétaires, avec plusieurs baisses successives des réserves obligatoires et la mise en œuvre de mesures destinées à relancer le financement des entreprises privées. Cet assouplissement du crédit contraire l'objectif de rééquilibrage structurel, en stimulant le crédit et l'investissement. De fait, l'économie a du mal à se passer du moteur

du crédit pour maintenir un rythme de croissance conforme aux objectifs fixés par le gouvernement, parce que la consommation n'augmente que relativement lentement, tout comme l'emploi dans les secteurs qui sont supposés prendre la relève. La baisse des immatriculations automobiles en est l'illustration par excellence, dans un contexte où la circulation déjà saturée dans beaucoup de grandes villes ne laisse que peu de marge de progression. Les autorités mènent certes une politique volontariste de transition rapide vers les véhicules électriques, faisant de la Chine le leader mondial incontestable dans ce domaine, mais cela ne suffit pas à alimenter le dynamisme de la consommation à un niveau cohérent avec les objectifs de croissance, tandis que le coût budgétaire des dispositifs d'incitation fiscale s'envole.

La croissance en Inde est également restée solide, à 7,1 % en 2017, mais ce niveau reste insuffisant pour assurer l'augmentation de l'emploi nécessaire à l'absorption des évolutions démographiques. Dans cette économie souffrant toujours d'un secteur manufacturier peu dynamique, c'est le secteur des services qui continue de porter la croissance [Bensidoun et Lemoine, 2019]. Pour le reste, les performances de croissance des pays émergents et en développement sont pour la plupart restées sans lustre. La croissance s'est légèrement accrue en Russie, pour atteindre 2,3 %, un niveau modeste pour un pays à revenu intermédiaire sorti depuis peu d'une crise économique aiguë. L'économie brésilienne a fait pire encore, sa croissance restant comme l'année précédente à 1,1 %, le contrôle de l'inflation n'étant dans ce contexte qu'une maigre consolation. L'Afrique du Sud a vu son taux de croissance tomber à 0,8 %, une faiblesse qui résulte avant tout de la faible performance du secteur agricole, tandis que le Nigéria accélérât légèrement à 1,9 %, un rythme très loin de satisfaire les besoins de développement de ce pays en croissance démographique rapide. Le même constat s'applique d'ailleurs à l'Afrique subsaharienne dans son ensemble, même si son taux de croissance a très légèrement progressé, 3,0 % en moyenne.

L'économie à l'ombre des tensions internationales

Au-delà de ces différentes situations conjoncturelles, l'économie mondiale a été significativement influencée depuis le début 2018 par les tensions internationales, commerciales et géopolitiques. La politique commerciale de rupture menée par Donald Trump à

partir de mars 2018 en est le fait marquant, parce qu'elle bafoue ouvertement les principes sur lesquels les États-Unis avaient bâti l'ordre économique international d'après guerre (voir chapitre II). Ses conséquences politiques ont été omniprésentes dans les relations internationales, focalisant l'attention sur les mesures protectionnistes américaines et leurs effets potentiels. Économiquement, toutefois, leurs conséquences sont difficiles à identifier. Pour le comprendre, soulignons d'abord que leur mise en œuvre n'a été que progressive (tableau 1). Même si les montants concernés sont importants dans l'absolu, ces mesures ne touchaient encore à la mi-septembre 2018 que 4 % environ des importations américaines, représentant environ 0,5 % du PIB. Après l'escalade de fin septembre, ces montants sont passés à respectivement 12,5 % et 1,4 %. Quant aux mesures de représailles prises par les partenaires, elles touchaient 2,0 % des exportations américaines de 2017 avant les mesures supplémentaires prises par la Chine fin septembre 2018, et 5,6 % après. Même dans ce dernier cas, le montant concerné (93 milliards de dollars) ne représentait que 0,5 % du PIB américain.

L'analyse des statistiques commerciales permet d'apprécier l'impact de ces mesures. Elle montre tout d'abord des effets transitoires, généralement caractérisés par une augmentation des flux juste avant la mise en œuvre des mesures, les importateurs cherchant à constituer des réserves. Par ailleurs, l'application effective des droits de douane additionnels s'est faite progressivement, s'étalant en moyenne sur trois mois environ, ce qui en a différé d'autant les conséquences. Lorsqu'ils entrent en vigueur, la question se pose alors de savoir qui en supporte les coûts. Cette question, d'incidence fiscale, n'a pas de réponse évidente : il s'agit d'une taxe sur la consommation d'importations, mais les fournisseurs étrangers peuvent choisir de l'absorber par une baisse de leurs prix, auquel cas ce sont eux qui en supportent le coût. En ce sens, l'affirmation répétée de Donald Trump, selon laquelle ce sont les Chinois qui paient les taxes douanières, n'est pas en théorie dénuée de fondement ; mais elle est clairement invalidée par les études récentes, qui ont montré que les prix de vente hors taxe des fournisseurs étrangers n'ont pas été sensiblement modifiés, ce qui signifie que ce sont bel et bien les consommateurs américains qui ont payé les surcoûts [Fajgelbaum *et al.*, 2019 ; Amiti *et al.*, 2019]. D'après les estimations disponibles, il s'est ensuivi une baisse

Tableau 1. Mesures de protection douanière exceptionnelles prises par les États-Unis depuis mars 2018

Description	Pays concernés	Produits couverts	Taux des droits de douane additionnels	Montants affectés* (en milliards de dollars)	Date d'application
Mesures sur l'acier et l'aluminium au titre de la sécurité nationale	Tous sauf l'Australie. Principaux exportateurs des produits affectés : Canada, UE, Mexique, Russie, Japon	Acier et aluminium	25 % sur l'acier, 10 % sur l'aluminium. Quotas négociés avec l'Argentine, le Brésil et la Corée du Sud	Environ 50	23 mars 2018 1 ^{er} juin 2018 pour le Canada, l'UE et le Mexique (le Canada et le Mexique sont exemptés depuis le 19 mai 2019)
Mesures contre la Chine sur la propriété intellectuelle	Chine	Biens intermédiaires et d'équipement	25 %	Environ 50	6 juillet 2018 (environ 34 milliards de dollars), puis 23 août 2018 (environ 16 milliards de dollars)
		Biens intermédiaires, d'équipement et de consommation	25 %	Environ 200	24 septembre 2018 (droits à 10 %), portés à 25 % le 10 mai 2019
Mesures potentielles sur l'automobile au titre de la sécurité nationale	Principalement l'UE, le Japon et la Corée du Sud. Le Mexique et le Canada sont exemptés	Biens intermédiaires, d'équipement et de consommation	Jusqu'à 25 %	Environ 300	Menace, pas encore mise en application à la mi-juillet 2019
		Automobiles et leurs composants	25 %	Environ 170	Décision reportée au 18 novembre 2019 au plus tard, avec instruction de la négociation d'ici là

* Les montants affectés sont mesurés par la valeur des importations américaines de 2017 pour les produits et partenaires concernés.

moyenne d'environ un tiers des importations ciblées par des droits additionnels de 25 %, au profit d'autres importateurs ou des producteurs nationaux. Au total, l'impact des droits de douane sur les flux totaux d'importations est resté relativement limité jusqu'ici, même si les chiffres du printemps 2019 montrent que les importations en provenance de Chine fléchissent significativement. Tous partenaires confondus, les importations comme les exportations américaines ont continué à augmenter, respectivement de 8,5 % et 7,5 % en valeur pour l'année 2018, la force de traction de la croissance faisant plus que compenser le freinage dû aux droits de douane.

L'influence la plus immédiate et sans doute la plus directe de ces mesures protectionnistes sur la conjoncture dépasse cependant les flux commerciaux : elle concerne leurs répercussions sur les anticipations des agents économiques, qui se reflètent à la fois sur les cours de Bourse et l'investissement. Au fur et à mesure que les menaces de guerre commerciale se précisaient, il est ainsi devenu de plus en plus manifeste qu'elles devenaient l'un des facteurs déterminant l'évolution des cours boursiers, provoquant notamment leur décrochage aux États-Unis en octobre puis en décembre 2018. S'agissant de l'investissement, son taux de croissance en glissement annuel pour les pays du G20 pour lesquels les données sont disponibles a chuté de 5,5 % environ fin 2017-début 2018 à 2,5 % à peine fin 2018 [OCDE, 2019]. L'incertitude créée par les tensions commerciales a engendré un attentisme certain, qui ne peut qu'avoir contribué à cette baisse. Cet effet est cependant impossible à évaluer pour l'instant : dans un contexte où les politiques macroéconomiques s'emploient à contrer le ralentissement de la croissance, l'investissement est soumis à des influences contradictoires qu'il est malaisé de démêler.

Quant aux tensions géopolitiques, elles sont vives dans différentes régions du monde, et particulièrement aiguës au Moyen-Orient. En particulier, la sortie des États-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien s'est traduite par une aggravation des sanctions décrétées à l'encontre de l'Iran. Les États-Unis lui ont infligé un embargo sur les ventes de pétrole et, jouant du rôle central du dollar dans les transactions financières, ils ont imposé aux pays tiers de le respecter, même si des exemptions ont été accordées jusqu'au début novembre 2018. Dans le contexte incandescent des guerres en Syrie et au Yémen, sur fond de rivalité entre l'Iran et l'Arabie saoudite, c'est la région entière qui se trouve

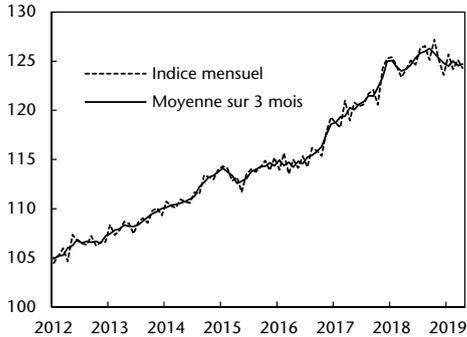
dans un état de tension extrême et d'instabilité généralisée. Une véritable épée de Damoclès pour la conjoncture mondiale, étant donné le rôle central de la région dans l'approvisionnement mondial de pétrole. Au-delà de ce cas spécifique, d'ailleurs, le risque géopolitique se manifeste avec une intensité croissante comme un déterminant important des relations économiques internationales, qu'il s'agisse de commerce ou d'investissement. L'exemple des sanctions commerciales contre la Russie, des tensions en mer de Chine du Sud, de la crise diplomatique entre la Turquie et les États-Unis ou de la déconfiture de l'État vénézuélien sur fond d'influences et d'intérêts étrangers complexes, en sont autant d'illustrations.

Le commerce international marque le pas, les prix des matières premières fluctuent

Le commerce international étant beaucoup plus cyclique que l'activité dans son ensemble, on ne s'étonnera pas que le contexte qui vient d'être décrit se soit traduit par un net ralentissement du commerce mondial, avec une croissance en volume de 3,0 % en 2018, après 4,6 % en 2017. Une analyse plus fine, sur données mensuelles, montre même que le commerce mondial en volume ne présente plus de tendance à la hausse depuis le tout début de l'année 2018 (graphique 2). Si les fluctuations mensuelles empêchent une datation précise, cette temporalité montre bien que la source de ce ralentissement est plutôt à chercher dans l'essoufflement de l'activité que dans les tensions commerciales, en tout cas jusqu'ici, même si nous venons de souligner que la première n'est pas complètement indépendante des secondes. C'est donc une sorte de plateau qu'a atteint le commerce mondial en volume sur les 18 derniers mois pour lesquels les statistiques sont disponibles, rappelant d'ailleurs ce qui avait été observé entre le début 2015 et la fin de l'été 2016. De fait, ce tableau est cohérent avec une toile de fond marquée par un rythme moyen de croissance des échanges commerciaux comparable à celui du revenu, avec toutefois des fluctuations cycliques plus accentuées [Jean, 2017]. Une régression temporaire du volume des échanges mondiaux n'est pas à exclure si la conjoncture venait à se dégrader plus nettement ou les tensions commerciales à s'amplifier, sans que cela signifie pour autant que la tendance structurelle serait significativement changée.

Graphique 2. Indice mensuel du volume des échanges mondiaux de marchandises

(2010 = 100)

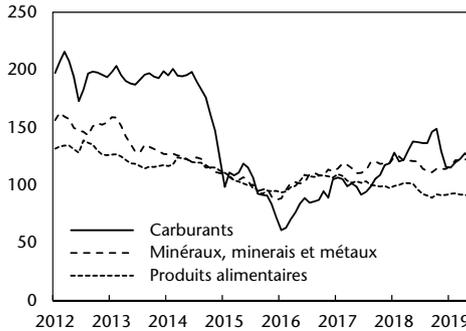


Note : la ligne pointillée représente l'indice mensuel, la ligne continue est la moyenne mobile sur 3 mois. La dernière observation concerne avril 2019.

Source : World Trade Monitor, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

Sur les marchés de matières premières, la toile de fond est empreinte d'impulsions contradictoires : le ralentissement de l'activité et donc de la demande tend à déprimer les cours, tandis que les tensions géopolitiques, en menaçant de perturber l'offre, les ont occasionnellement tirés vers le haut, et que les aléas des négociations commerciales influent sur les anticipations des marchés. Pour le pétrole, c'est dans un premier temps la poursuite de la tendance haussière dominante depuis le point bas de début 2016 qui a prévalu (graphique 3), renforcée par les sanctions américaines contre l'Iran. Mais le pic d'octobre 2018, qui a vu le cours du baril de Brent dépasser 85 dollars, a été suivi d'une chute violente, qui l'a ramené à 50 dollars en fin d'année. Si l'assouplissement transitoire des sanctions contre l'Iran explique pour partie cette évolution, elle reflète également une nouvelle caractéristique structurelle du marché, à savoir la forte réactivité de l'offre américaine aux prix. Cela amoindrit la capacité et les incitations des producteurs historiques à influencer sur les cours par une maîtrise concertée de l'offre, surtout dans un contexte où la part des pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) dans la production mondiale a chuté aux environs de 40 %. La réponse de ces derniers a été d'élargir le cercle des pays concernés par cette concertation à une dizaine

Graphique 3. **Indices des prix des matières premières**
(2015 = 100)



Note : indices de prix mesurés en dollars.

Source : CNUCED.

de pays exportateurs n'appartenant pas à l'organisation, dont la Russie, le Mexique et le Kazakhstan. L'accord signé dans ce cadre en décembre a contribué au redressement qui s'est ensuivi début 2019, notamment sous l'effet du regain des tensions autour de l'Iran et du Venezuela.

Pour les métaux et les minerais, ces influences contrastées se sont traduites par des évolutions fluctuantes sans tendance bien établie, avec des baisses reflétant la relative faiblesse de la demande, des gains lorsque les tensions commerciales sino-américaines semblaient s'apaiser, ainsi que par des événements ponctuels, comme plusieurs gros accidents de production dans le secteur de l'extraction début 2019 ou les sanctions américaines contre Rusal, société russe qui est le premier producteur d'aluminium au monde. Pour les produits agricoles, les récoltes plutôt bonnes en moyenne (notamment pour les céréales américaines et russes) ont poussé les prix légèrement à la baisse, même si la situation est très contrastée entre, par exemple, un marché du sucre relativement déprimé et un cours du porc dopé au printemps 2019 par une dramatique épidémie de fièvre porcine. D'une façon générale, alors que la flambée des prix agricoles avant la crise financière et dans les premières années de cette décennie avait été souvent interprétée comme l'amorce d'une rupture structurelle à la hausse, les évolutions récentes n'ont fait que confirmer la tendance d'ensemble à la baisse observée depuis 2013, qui a

vu les prix agricoles perdre en moyenne un tiers de leur niveau initial, sous l'impulsion d'une offre souvent dynamique.

La normalisation interrompue et les interrogations sur le nouveau régime de croissance

Pour les politiques monétaires des grandes économies avancées, ce ralentissement de la croissance a mis un terme, provisoire au moins, au processus de normalisation (voir chapitre vi). Que ce soit aux États-Unis, en zone euro ou au Japon, les politiques monétaires menées pour contrer les effets de la crise financière ont été caractérisées par des taux inhabituellement bas, voire négatifs, un gonflement très important des bilans des banques centrales par des mesures dites d'assouplissement quantitatif, et une politique de guidage des anticipations pour abaisser également les taux à long terme. Le terme même de « non conventionnelles » généralement utilisé pour caractériser ces politiques dit bien leur caractère exceptionnel, justifié par la nécessité de répondre à une situation hors norme. Dans cette logique, la réussite de ces politiques devait permettre d'y mettre fin, pour retrouver une situation normale, selon les critères d'avant crise. C'est le processus de normalisation, annoncé par la Fed dès 2013 pour le mettre en œuvre à partir de 2015, et dans lequel la BCE a fait une première amorce en diminuant progressivement ses achats d'actifs jusqu'à la fin 2018, pour se limiter ensuite au réinvestissement des remboursements des actifs arrivés à échéance. Quant à la Banque du Japon, elle ne l'a pas véritablement entamé. Le ralentissement de l'activité au début de l'année 2019 a forcé la Fed comme la BCE à stopper cette normalisation, en adoptant une position neutre dans un premier temps, dans l'attente de signaux plus clairs sur l'évolution de la conjoncture, ce qui n'exclut pas d'éventuels assouplissements si une nouvelle détérioration s'annonçait.

Cette interruption pose des questions profondes sur la nature du régime de croissance économique d'après crise, parce qu'elle laisse penser que la phase supposée exceptionnelle de réponse à la crise pourrait devenir au moins en partie une nouvelle norme. Si les politiques monétaires non conventionnelles ont réussi à redynamiser quelque peu la croissance, elles n'ont en revanche pas permis de ramener l'inflation au niveau des cibles des banques centrales : au début de l'été 2018, l'inflation sous-jacente, excluant

les prix de l'énergie et des produits alimentaires, n'était ainsi que de 1,6 % aux États-Unis, 1,1 % en zone euro et 0,8 % au Japon. Les raisons de cette faiblesse tenace sont complexes et encore mal identifiées, mais elles tiennent *a priori* à la fois de l'ancrage des anticipations à un niveau faible, de la perte de pouvoir de négociation des salariés, du halo d'inactivité qui s'est souvent développé en marge du chômage, de la concurrence internationale plus intense, du vieillissement de la population (qui nourrit l'épargne au détriment de la consommation) et du niveau élevé de l'endettement. Au fur et à mesure que cette situation s'installe, il devient plus douteux que les économies avancées puissent aisément en sortir.

Dans le même temps, l'interruption de la normalisation tire un trait, dans l'immédiat en tout cas, sur une remontée significative des taux d'intérêt. Leur niveau très faible s'interprète dès lors non plus seulement à la lumière de la nécessaire relance d'après crise, mais également comme le prolongement de la tendance structurelle à la baisse des taux d'intérêt nominaux et réels observée depuis le début des années 1980. Les principales causes de cette évolution structurelle sont connues, même si elles sont liées entre elles et si leurs contributions respectives font débat : affaiblissement durable de l'inflation (pour les taux nominaux), surabondance de l'épargne (liée notamment au vieillissement de la population mais également, depuis la crise asiatique en particulier, à l'accumulation de réserves en devises dans plusieurs pays), ralentissement des gains de productivité, baisse du prix des biens d'investissement, hausse des inégalités. Il faut y ajouter, surtout depuis la crise financière, la pénurie d'actifs sûrs, en forte demande notamment par le secteur financier et assurantiel, mais dont l'offre se raréfie en termes relatifs avec la dégradation de la qualité perçue de la dette publique d'un certain nombre de pays. Alors que la remontée des taux directeurs est stoppée, le caractère structurel de la plupart de ces déterminants laisse penser que les taux d'intérêt pourraient bien rester bas pour longtemps encore.

Ces taux bas soutiennent la croissance, certes, mais ils alimentent également le crédit. Or l'économie mondiale n'a jamais été aussi endettée. D'après les calculs du FMI, la dette mondiale, à la fois publique et privée, atteignait 225 % du PIB mondial en 2017, un niveau jamais observé auparavant [Mbaye *et al.*, 2018]. Cet endettement crée une situation dans laquelle les conditions financières et les prix des actifs deviennent des

déterminants premiers de l'activité économique, soumise dès lors à des logiques dans lesquelles les mouvements autoalimentés et les effets d'anticipation jouent un rôle clé (voir chapitre v). Il pose également la question de la capacité des économies avancées, mais également de la Chine, à atteindre leurs objectifs de croissance sans s'appuyer sur une croissance du crédit plus rapide que celle du PIB, qui par définition ne peut durer éternellement. Cette situation laisse craindre à certains qu'une partie significative de ces dettes ne s'avère à un moment ou un autre impossible à rembourser, déclenchant une crise financière de grande envergure. D'autres, au contraire, font observer que l'augmentation de l'endettement n'a pas eu les conséquences catastrophiques que beaucoup annoncent depuis belle lurette, l'inflation en particulier restant faible, et qu'elle a au contraire permis de soutenir la croissance. L'exemple du Japon, précurseur en la matière, en fournit une illustration frappante.

Même si cela peut paraître paradoxal au premier abord, étant donné le niveau d'endettement qui vient d'être rappelé, cette situation relance le débat sur le partage des rôles entre politiques monétaire et budgétaire. Dans un monde de taux d'intérêt proches de zéro, les marges de manœuvre de la politique monétaire sont très faibles, et son efficacité souvent limitée pour parer les insuffisances de la demande. La politique budgétaire, au contraire, est moins coûteuse, dans la mesure où la dette porte moins d'intérêts, et peut être contrôlée en proportion du PIB par une croissance suffisante, tandis que le risque de résurgence de l'inflation semble faible. Dès lors, une relance budgétaire peut être une politique adaptée si elle est utilisée de façon éclairée, pour maintenir des perspectives de progression de la demande tout en répondant à des besoins d'investissement réels [Blanchard, 2019]. Or différents pays présentent des niveaux d'investissement qui peuvent être jugés insuffisants [OCDE, 2019]. En outre, l'urgente nécessité de répondre au défi du changement climatique appelle entre autres instruments des investissements à grande échelle pour décarboner les économies (voir chapitre iv). Le débat n'est pas tranché, dans la mesure où le coût de la dette demeure, même lorsqu'il est faible, de même que la nécessité de préserver la soutenabilité des politiques économiques. L'analyse des politiques macroéconomiques se trouve profondément transformée par rapport à ce qu'elle était avant la crise, et cette révolution dans l'analyse macroéconomique est loin d'être arrivée à son terme.

La coordination internationale en lambeaux

Ces interrogations sur la nature des nouveaux régimes de croissance sont redoublées par les difficultés rencontrées en matière de coordination internationale, alors même que les interdépendances n'ont jamais été aussi intenses à beaucoup d'égards. Nous avons souligné plus haut l'importance des tensions géopolitiques et commerciales, et leurs répercussions directes sur le climat des affaires. Ces facteurs apparaissent désormais comme des risques majeurs, posant la question des réponses que chaque pays doit envisager pour s'en préserver.

Les aspects monétaires et financiers en sont une illustration supplémentaire, tant il apparaît désormais clairement que les conditions monétaires aux États-Unis déterminent un cycle financier qui peut être à l'origine de secousses internationales violentes. Les sorties massives et brutales de capitaux des pays émergents qui avaient suivi en mai 2013 la simple évocation par Ben Bernanke, alors président de la Fed, de la perspective d'une normalisation future de la politique monétaire américaine, ont bien montré le caractère déstabilisant et difficilement contrôlable de cette situation. Étant donné l'importance de leur endettement en dollars, certaines économies émergentes peuvent être lourdement affectées par une remontée des taux américains, surtout si elle s'accompagne d'une appréciation du dollar. L'été 2018 en a encore fourni une illustration, l'Argentine et la Turquie (voir chapitre VII) se trouvant plongées dans une crise majeure de financement extérieur, marquée par une dégringolade de leur monnaie et nécessitant dans les deux cas une remontée très forte de leurs taux d'intérêt (jusqu'à 24 % en septembre en Turquie et 60 % fin août en Argentine) nécessairement fatale à la croissance. Dans ce contexte, la combinaison d'une politique de ciblage de l'inflation avec un taux de change flottant n'apparaît plus à même de protéger de secousses profondément déstabilisantes. De fait, un nombre croissant d'économies émergentes recourent à une combinaison d'interventions sur le marché des changes et de politiques macroprudentielles plus actives, mieux à même de garantir une certaine stabilité financière [BRI, 2019]. Quant au rôle central du dollar dans le système international, il est aujourd'hui plus clair que jamais, notamment parce que celui de l'euro n'a cessé de régresser depuis la crise financière [Cœuré, 2019]. Mais le constat de l'agressivité des politiques américaines

(mesures protectionnistes, application extra-territoriale des sanctions), de leur caractère difficilement soutenable à terme (dérive du déficit budgétaire) et de la transformation du rôle du dollar en outil de coercition renforce puissamment les incitations à faire évoluer cette situation et pose question sur la soutenabilité de l'architecture actuelle du système monétaire international.

De fait, la mondialisation apparaît aujourd'hui dans beaucoup de cas autant comme un facteur de risque que comme une source d'opportunités, et les institutions internationales sont bien en peine de jouer leur rôle de coordination, alors que le président de la première puissance économique mondiale affiche son mépris pour le multilatéralisme. Que ce soit à Buenos Aires fin novembre 2018 ou à Osaka en juin 2019, les sommets du G20 ont été marqués par un climat de confrontation plus que de coordination, les rencontres bilatérales de Donald Trump éclipsant largement les réunions et déclarations communes. Si l'ordre libéral d'après guerre, dont les États-Unis ont été l'architecte, est profondément déstabilisé, aucune solution de substitution n'apparaît aujourd'hui clairement. Une situation qui n'est pas sans évoquer la façon dont Antonio Gramsci décrivait la situation politique de l'entre-deux-guerres : « Le vieux monde se meurt, le nouveau monde tarde à apparaître », en ajoutant du fond de sa geôle fasciste que « dans ce clair-obscur surgissent les monstres ». La comparaison trouve vite ses limites tant les contextes sont différents, mais ce clair-obscur de la mondialisation est lourd d'incertitudes, pour ne pas dire de menaces.

Repères bibliographiques

- AMITI M., REDDING S. et WEINSTEIN D. [2019], « The impact of the 2018 trade war on U.S. prices and welfare », *CEPR Discussion Paper*, n° 13564.
- BENSIDOUN I. et LEMOINE F. [2019], « L'Inde au défi d'ajuster son modèle de développement », *La Lettre du CEPII*, n° 399, mai.
- BLANCHARD O. [2019], « Public debt : fiscal and welfare costs in a time of low interest rates », *Policy Brief*, n° 19-2, Peterson Institute for International Economics.
- BRI [2019], *Annual Economic Report*, Banque des règlements internationaux, juin.
- CŒURÉ B. [2019], « The euro's global role in a changing world : a monetary policy perspective », discours au Council on Foreign Relations, New York, 15 février.
- FAJGELBAUM P. D., GOLDBERG P. K., KENNEDY P. J. et KHANDLWAL A. K. [2019], « The return to protectionism », *NBER Working Paper*, n° 25638.
- FMI [2019], *Perspectives de l'économie mondiale*, Fonds monétaire international, avril.

- JEAN S. [2017], « La démondialisation n'aura pas lieu », in CEPII, *L'Économie mondiale 2018*, La Découverte, « Repères », Paris.
- MBAYE S., MORENO-BADIA M. et CHAE K. [2018], « Global debt database : methodology and sources », *IMF Working Paper*, n° 18/111.
- OCDE [2019], *Perspectives économiques*, Organisation de coopération et de développement économique, avril.