



## I / Économie mondiale : croissance fragile, reprise contrastée

*Matthieu Bussière et Natacha Valla\**

**A**près une année 2013 décevante, l'amélioration de la croissance mondiale en 2014 devrait se confirmer en 2015. Elle reste cependant contrastée et soumise à de nombreux risques.

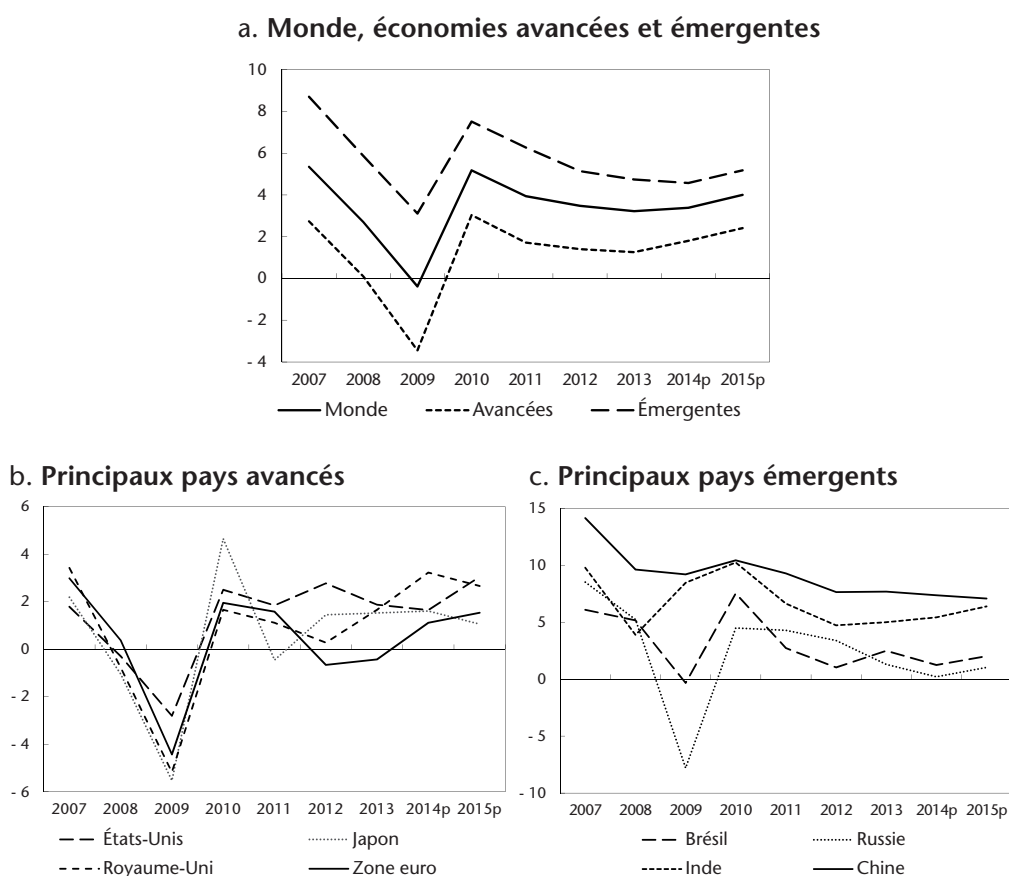
Dans la plupart des économies avancées, la reprise est en marche (graphique 1). C'est le cas des États-Unis, qui restent l'un des principaux moteurs de la croissance mondiale, du Royaume-Uni et des pays européens hors zone euro. Le Japon pourrait retrouver un sentier de croissance vertueux en 2015, sous l'impulsion des politiques mises en place par le Premier ministre Shinzo Abe. Plus remarquablement encore, la zone euro devrait connaître en 2014 un taux de croissance positif — après deux années de recul du PIB réel —, résultat d'une accélération dans les pays qui, tels la France et l'Allemagne, avaient déjà connu une croissance positive en 2013, et du passage des pays « périphériques » (Italie, Espagne, Grèce, Portugal et Irlande) d'une contraction économique violente à une croissance positive.

Parmi les facteurs globaux de la reprise figurent une bonne tenue des marchés financiers, avec une progression spectaculaire des Bourses depuis 2012 (même si celle-ci recèle aussi des facteurs de risques), de faibles taux d'intérêt à court et à long terme, sous

---

\* Matthieu Bussière enseigne la macroéconomie internationale à l'École d'économie de Paris, Natacha Valla est directrice adjointe au CEPII. Nous remercions Valérie Ghiringhelli et Valérie Vogel pour leur excellent travail d'assistance.

Graphique 1. Croissance du PIB réel et prévisions (2007-2015p)  
(taux de croissance annuel, en %)



Note : les données pour 2014 et 2015 sont des prévisions. À partir de 2012, les agrégats régionaux et mondiaux sont calculés sur la base de la dernière révision des parités de pouvoir d'achat (2011).

Source : FMI [2014a].

l'effet des mesures de soutien prises par les banques centrales, et une volatilité très faible des marchés financiers. Par ailleurs, la modération de l'inflation et des prix du pétrole, qui soutiennent le pouvoir d'achat des ménages, semble jouer un rôle dans la reprise.

Cependant, de nombreuses fragilités demeurent. En dépit du rebond des économies avancées, les pays émergents marquent le pas en 2014. C'est le cas en particulier de la Chine, dont la croissance, très au-dessus de 10 % avant la crise, et encore supérieure à 9 % jusqu'en 2011, pourrait durablement s'installer autour de 7 %. Le monde émergent se recompose, et au thème de la prépondérance des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) dans l'analyse de la croissance mondiale s'ajoute celui de l'apparition des « Cinq Fragiles » (Turquie, Brésil, Inde, Afrique du Sud, Indonésie).

De nouveaux risques pourraient peser sur l'économie mondiale en 2015. Les menaces que constituent les tensions géopolitiques sont particulièrement préoccupantes. Les conflits en cours en Europe et au Moyen-Orient et leurs répercussions internationales pourraient sensiblement modifier les perspectives régionales dessinées aujourd'hui. Sur le seul plan économique, nous envisageons quatre grandes familles de risques : l'ajustement brutal sur les marchés financiers qui sanctionnerait les prises de risque excessives que la faiblesse des rendements obligataires et la volatilité financière pourraient induire ; les risques de la « *lowflation* » auxquels les économies avancées nous paraissent plus exposées qu'à ceux d'une véritable déflation ; les conséquences pour la zone euro de sa fragmentation financière et du rééquilibrage à opérer entre ses membres ; enfin, les risques financiers en Chine. L'émergence de ces risques peut, à bien des titres, sembler paradoxale. Ainsi, le débat sur les risques liés à un niveau d'inflation bas et prolongé émerge au moment même où la croissance revient dans la zone euro (alors que l'inflation et la croissance sont liées par une relation positive théorisée dans la courbe de Phillips). De même, la sortie progressive de la banque centrale américaine des mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en place pendant la crise est souvent invoquée comme un facteur de vulnérabilité pour les émergents, alors qu'elle répond à une reprise de l'économie américaine dont le reste du monde bénéficie. Enfin, certains s'alarment de la faible volatilité qui règne sur les marchés financiers, alors même qu'une augmentation de cette volatilité pourrait devenir un facteur de fragilité et remettre sur le devant de la scène des risques d'instabilité financière aujourd'hui en veille.

### **Économies avancées : une reprise confirmée, dans un contexte d'inflation modérée**

*Les États-Unis retrouvent leur rôle moteur pour l'économie mondiale*

**Le rebond devrait se confirmer en 2014-2015...** — Depuis le milieu de l'année 2013, les États-Unis enregistrent une amélioration indéniable de la plupart des indicateurs macroéconomiques : la production industrielle est passée d'un glissement annuel de 2,5 % mi-2013 à 3,3 % fin 2013, puis à 4,3 % mi-2014 ; la baisse du taux de chômage se poursuit : descendu entre janvier et décembre 2013 de 7,9 % à 6,7 %, il se situe mi-2014 à 6,1 % ; les indicateurs de la

confiance des ménages ont retrouvé leur niveau moyen de long terme, et les indices avancés PMI (Purchasing Managers Index) ou ISM (Institute for Supply Management) sont mieux orientés.

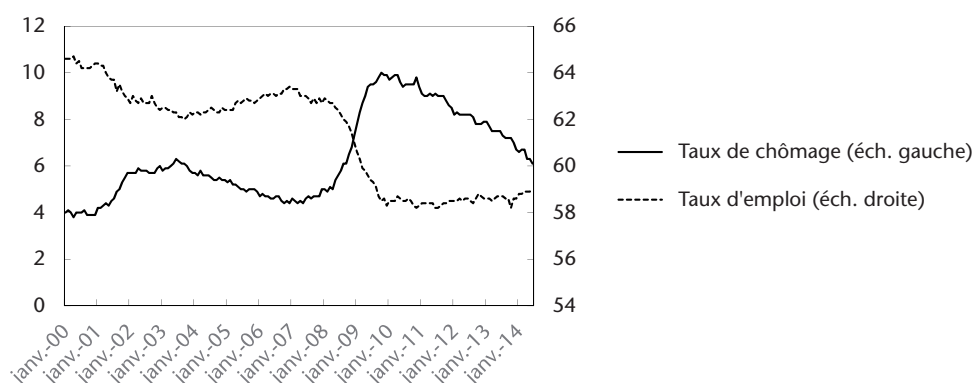
Ces évolutions favorables de l'économie réelle se sont produites sur fond de perspectives meilleures sur les marchés financiers et, en particulier, d'une progression rapide des indices boursiers. Les effets-richeesse, importants aux États-Unis du fait de la financiarisation de l'économie, ont stimulé la consommation privée. Le tout début de l'année 2014 a certes été marqué par un recul très prononcé du PIB (– 2,1 % en taux annuel pour le premier trimestre désaisonnalisé). Cette contre-performance exceptionnelle est principalement due à un phénomène naturel : les conditions climatiques désastreuses créées par un vortex polaire. Intervenue en début d'année, elle déprime mécaniquement la croissance de l'année 2014 ; selon les prévisions du FMI de juillet 2014, celle-ci pourrait être en léger recul par rapport à l'année précédente (1,7 %, contre 1,9 %). Cependant, les chiffres du deuxième trimestre (+ 4 %) indiquent un net rebond.

Un autre aspect important de la reprise américaine est que le déficit courant des États-Unis s'est largement résorbé par rapport à la période d'avant crise. Il s'est établi en 2013 à 2,3 % du PIB et devrait rester à ce niveau dans les années à venir, contre près de 5 % en 2007. Cette diminution provient principalement d'un ralentissement de la demande interne, qui n'est pas contrebalancé par une accélération de même ampleur de la demande dans les pays en excédent : l'ajustement a été asymétrique [Kalantzis *et al.*, 2014] et la question des déséquilibres mondiaux n'est donc toujours pas résolue.

**... dans le contexte d'un *policy mix* favorable.** — Cette amélioration de la situation économique a conduit la Réserve fédérale (Fed) à retirer progressivement (*tapering*) les mesures exceptionnelles mises en place au plus fort de la crise. Cette inflexion, notamment l'extinction progressive de ses mesures d'achat d'actifs dévoilée en mai 2013 et mise en œuvre à partir de décembre 2013, s'est poursuivie en 2014. Cette sortie progressive des achats d'actifs a toutefois été accompagnée d'un renforcement du guidage des anticipations (*forward guidance*), au terme duquel la Fed a annoncé vouloir conserver des taux d'intérêt bas bien au-delà du moment où le taux de chômage descendra en dessous du seuil des 6,5 %. Le report annoncé des hausses de taux tient au fait que la baisse du

Graphique 2. Taux de chômage et d'emploi aux États-Unis (janvier 2000-juin 2014)

(en %)



Source : Bureau of Labor Statistics.

chômage est en trompe-l'œil : du fait de la baisse importante du taux de participation au marché du travail survenue dans le sillage de la crise financière de 2008 (graphique 2), le marché du travail présente encore des caractéristiques prononcées de sous-emploi. Un débat est d'ailleurs engagé outre-Atlantique sur la mesure la plus pertinente du taux de chômage, puisque les différentes composantes de celui-ci envoient des signaux assez différents : le taux de chômage à court terme (moins de 27 semaines) était en dessous de sa moyenne tendancielle en mai 2014, alors que le chômage de long terme (plus de 27 semaines) restait beaucoup plus élevé. Des études empiriques basées sur la courbe de Phillips (qui postule un lien négatif entre chômage et inflation) montrent que le chômage de court terme est statistiquement plus étroitement lié à l'inflation que le chômage de long terme — une raison pour la Fed de rester vigilante pour ne pas « passer à côté » de la reprise. Cependant, le taux d'inflation aux États-Unis reste bas — cela est particulièrement vrai pour l'indice d'inflation suivi par la banque centrale pour sa politique monétaire. Chômage de long terme et inflation servent de point d'appui à la Réserve fédérale, dont la communication depuis le début de la reprise est volontairement *dovish* (accommodante).

Les questions liées aux indicateurs de la situation du marché de l'emploi suivis par la banque centrale américaine sont loin d'être anodines. Elles font d'ailleurs l'objet d'un débat intense, exprimé par exemple par Rudebusch et Williams [2014], Gordon [2013], Kiley [2014], ou encore Chinn, Ferrara et Mignon [2013]. Ce débat nous enseigne qu'en ce milieu de décennie, six ans après le

début de la crise financière, le taux de chômage habituellement suivi par les observateurs de la politique monétaire américaine n'est plus le seul indicateur pertinent de l'objectif de plein-emploi attribué à la Fed (les deux autres objectifs étant la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt de long terme).

En parallèle, la politique budgétaire américaine devrait devenir plus favorable à la croissance économique en 2014 et en 2015. Comme le remarque le FMI dans son évaluation de l'économie du pays pour 2014 [FMI, 2014b], le déclin du déficit public primaire devrait rester dans l'ensemble modeste (aux alentours de 1,25 % de PIB) et son impact négatif, concentré sur le premier trimestre, modéré (estimé à -0,25 % par an). Les finances publiques américaines devraient donc apporter une contribution positive à la croissance pour le reste de 2014, la politique budgétaire confortant ainsi le soutien de la politique monétaire à la croissance.

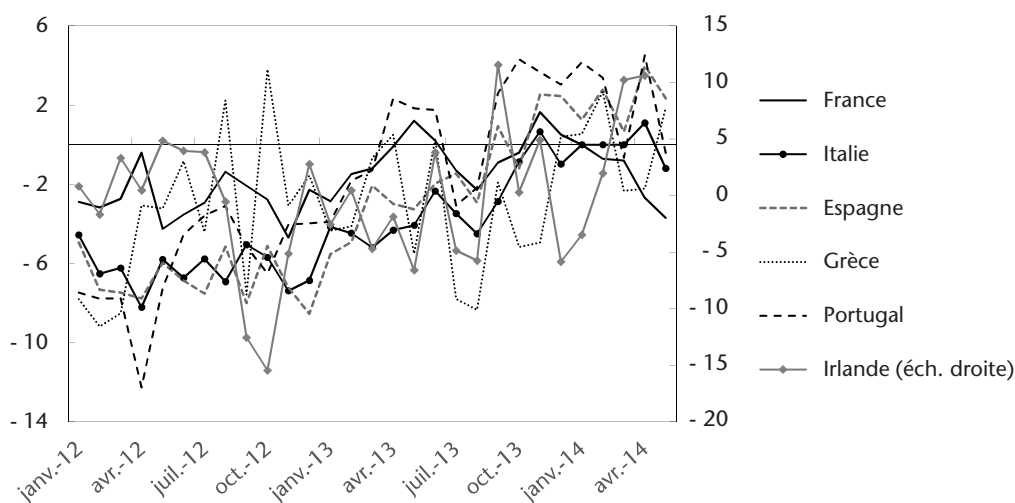
#### *Le retour de la croissance en zone euro*

**Une amélioration incontestable mais hétérogène.** — La zone euro participe également à l'embellie mondiale avec le retour à un taux de croissance positif de l'ordre de 1 % (il était de -0,4 % en 2013 et de -0,7 % en 2012). Cette amélioration concerne tous les pays de la zone, mais avec une dispersion importante des rythmes de croissance des grands pays membres, l'Allemagne restant largement en tête. La France et l'Allemagne qui avaient déjà une croissance positive, mais faible en 2013 (respectivement 0,3 % et 0,5 %), enregistrent une accélération en 2014 ; celle-ci sera vraisemblablement plus modeste pour la France. Les pays dont la croissance était négative en 2013 devraient enfin retrouver une croissance positive en 2014. Ce deuxième groupe comprend l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Grèce et le Portugal. Le taux de croissance de la production industrielle de la plupart des pays périphériques est retourné dans le vert à la mi-2014 après, pour certains, une contraction prolongée (graphique 3, qui présente aussi les données françaises). Il reste cependant des exceptions et parmi celles-ci, Chypre devrait de nouveau voir son économie se contracter en 2014, après la profonde crise de 2013.

**Les tensions financières ont reflué.** — Ces améliorations dans le domaine de l'économie réelle sont renforcées par une forte normalisation des conditions de stress financier dans la zone. En 2014, les pays périphériques ont retrouvé des conditions

Graphique 3. Production industrielle, sélection de pays européens (janvier 2012-mai 2014)

(glissement annuel, en %)



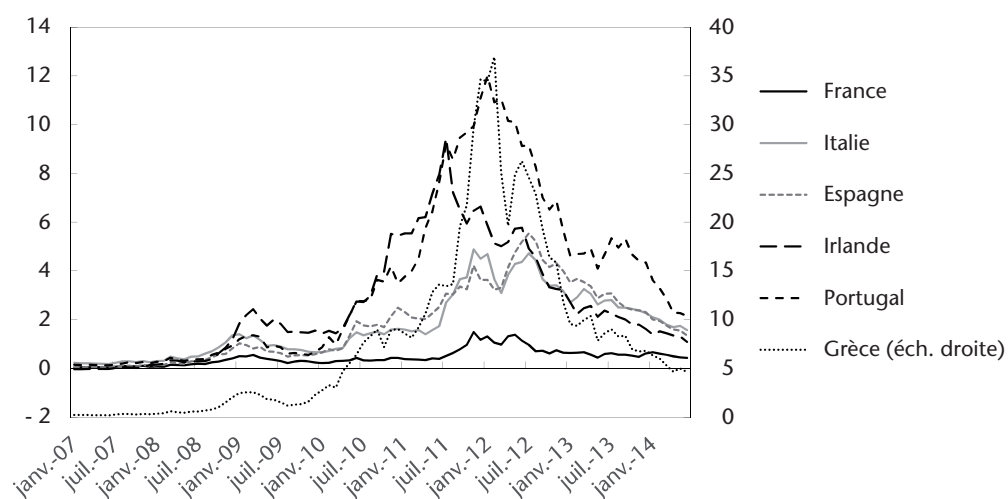
Source : Eurostat.

plus favorables : preuve en est la compression marquée des *spreads* de taux d'intérêt sur leur dette souveraine par rapport au taux allemand (graphique 4), ou encore le retour de l'émetteur souverain grec sur les marchés à des conditions favorables.

Dans l'ensemble, la zone euro va donc mieux, mais elle fait encore figure de grande convalescente, notamment du fait de ses difficultés à gérer le calendrier et l'intensité des ajustements structurels nécessaires au retour à une croissance plus élevée.

Graphique 4. *Spreads* souverains par rapport à l'Allemagne, sélection de pays européens (1<sup>er</sup> janvier 2007-1<sup>er</sup> juillet 2014)

(*spreads* sur les obligations à dix ans, en %)



Source : Datastream.

**Des réformes structurelles engagées en Espagne et en Italie.** — Au-delà des ajustements structurels demandés aux pays dits « à programme » (Irlande, Grèce, Portugal, Chypre), des réformes ont également été initiées dans les deux grands pays de la périphérie européenne qui n'ont pas reçu de programme de la Troïka : l'Espagne et l'Italie. L'Espagne a conduit dans un premier temps une consolidation budgétaire très stricte. Par ailleurs, les réformes du marché du travail initiées par le gouvernement Rajoy fin 2012 ont commencé à porter leurs fruits. Dans l'ensemble, la compétitivité espagnole s'est améliorée. Même si une grande partie de la diminution du déficit de la balance courante espagnole advenue en 2012-2013 est liée au coup de frein porté aux importations par la chute de la demande interne, les exportations espagnoles ont assez rapidement progressé (voir chapitre III).

Le bilan est plus mitigé en Italie, qui reste aux prises avec une faiblesse structurelle de sa productivité. L'économie italienne souffre en outre d'un niveau d'endettement public excessif qui limite fortement ses marges de manœuvre budgétaires. Cependant, le pays a su depuis deux décennies maîtriser ses déficits publics ; les déséquilibres externes ne sont en rien comparables à ceux qui ont prévalu en Espagne et surtout, les gouvernements successifs de messieurs Monti, Letta et Renzi ont impulsé une séquence certes graduelle, mais bien réelle de réformes. Leur avancée en 2015-2016 sera très importante pour la zone euro.

*Un Japon qui pourrait retirer les bénéfices des « Abenomics »*

Des États-Unis en meilleure forme, une zone euro en convalescence : le Japon pourrait bien conserver un rythme de croissance sain en 2015, porté par des facteurs aussi bien cycliques que structurels. Du côté cyclique, le coup de frein imposé à l'économie par la hausse de la TVA au printemps 2014 devrait laisser place, ne serait-ce que mécaniquement, à une amélioration de la consommation et de la croissance fin 2014, avec une incertitude pour fin 2015 liée à une nouvelle hausse possible de la TVA en octobre. Il en va de même pour la politique monétaire, très accommodante. La Banque du Japon avait déjà opéré une évolution radicale en s'engageant dans le *quantitative easing*. Cependant, la politique future de la Banque du Japon en 2015 repose sur une incertitude concernant l'inflation : l'accélération tant attendue de l'inflation, observée en début d'année 2014, pourrait



n'être que de courte durée. Si tel était le cas, la banque centrale devrait prendre de nouvelles mesures expansionnistes en 2015.

De façon plus structurelle, la politique économique conduite depuis 2013 par l'administration Abe, qui souhaite « remettre le Japon sur pied » par le truchement des « trois flèches » monétaire, budgétaire et structurelle (voir chapitre vi), devrait avoir un impact plus visible.

*Du monde émergent aux mondes émergents : l'hétérogénéité se confirme*

**Des BRICS face aux dilemmes de politique macroéconomique.** —

L'évolution économique des BRICS semble renforcer leurs contrastes année après année, notamment en ce qui concerne leurs performances de croissance (graphique 1c). Le Brésil a connu une décélération spectaculaire (de 7,5 % en 2010 à moins de 3 % en 2013 et en 2014) qui ne devrait être que partiellement compensée en 2015. La croissance y est particulièrement freinée par un niveau d'investissement faible, sans doute en lien avec une crise de la confiance des entreprises, et un taux d'inflation élevé qui réduit le pouvoir d'achat des ménages et les marges de manœuvre de la politique monétaire.

L'Inde, qui a connu des taux de croissance proches de ceux de la Chine en 2010, a elle aussi brutalement décéléré jusqu'en 2012, mais elle devrait enregistrer une croissance d'environ 5 % en 2014, qui devrait même s'accélérer en 2015. La croissance indienne est partiellement tirée par la dépréciation de la roupie. Enfin, en Russie, la croissance, toujours plus basse que celle des trois autres pays, devrait être particulièrement faible en 2014 (0,5 %), avant d'accélérer légèrement en 2015. Cependant, la situation géopolitique induit un niveau d'incertitude élevé.

Brésil et Inde partagent le sort commun peu enviable d'un ralentissement de la croissance associé à une inflation élevée. Cette situation laisse peu de marge de manœuvre pour la politique économique et renforce la vulnérabilité de ces pays aux chocs provenant de l'extérieur, qui peuvent induire des fluctuations violentes des flux de capitaux et des taux de change.

La situation est tout autre en Chine. Certes, le ralentissement de la croissance en 2014 y a également été marqué. Déjà visible début 2014, celui-ci semble lié au resserrement des politiques économiques (contrairement à l'Inde et au Brésil) au moins autant qu'à une plus faible demande pour les exportations. La relative résilience de l'économie chinoise depuis le début de la crise en 2008

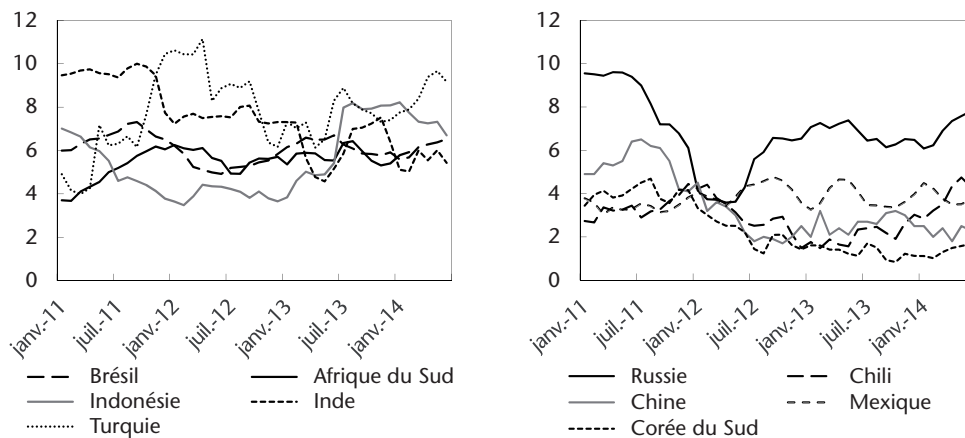
s'expliquait largement par le programme d'investissement massif lancé par les autorités chinoises. Les effets s'en estompent progressivement. Plus important encore, les priorités des instances politiques, exprimées lors du 13<sup>e</sup> Plénum du Parti communiste chinois en décembre 2013 et mises en œuvre depuis, ont sensiblement évolué : préférence est donnée à la qualité et à la soutenabilité de la croissance plutôt qu'à son rythme. Tant que la stabilité du marché du travail chinois n'est pas remise en cause, le nouveau leadership sera donc certainement favorable à une avancée des réformes, quitte à avoir moins de croissance. La cible annoncée de croissance (7,5 %) semble à ce titre réaliste, d'autant que la réforme pourrait bien engendrer des gains de productivité et une meilleure allocation des ressources (en particulier pour les entreprises publiques).

Inde et Brésil en proie à une configuration croissance-inflation peu enviable, Chine en mutation de son modèle de croissance, Russie face à des enjeux géopolitiques majeurs avec la crise ukrainienne intensifiée en 2014 : en 2015, les BRICS seront confrontés à des choix de politique économique de toute première importance. Dans ce contexte, la création en juillet 2014 d'une nouvelle banque de développement et du fonds commun de réserve de change n'est pas anecdotique.

**L'apparition des « Cinq Fragiles ».** — Signe de l'évolution des grands équilibres mondiaux, le concept de BRICS est devenu insuffisant pour rendre compte des forces et des vulnérabilités hétérogènes du monde émergent. Le concept des « Cinq Fragiles » permet de pallier cette inadéquation. Il vise à identifier les pays les plus fragiles dans le contexte monétaire et financier actuel, c'est-à-dire les plus exposés à des retournements des flux de capitaux. Ces cinq pays sont la Turquie, le Brésil, l'Inde, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. Sans nier leurs différences, le regroupement met en évidence quelques facteurs communs à ces pays. Par exemple, le déficit de leur balance des paiements courants est élevé : en 2014, il devrait atteindre plus de 6 % pour la Turquie et l'Afrique du Sud et dépasser 3 % pour le Brésil, l'Inde et l'Indonésie. Par opposition, la Russie devrait enregistrer cette même année un excédent de plus de 1 % du PIB (celui de la Chine restant supérieur à 2 %). Les « Cinq Fragiles » ont aussi en moyenne des déficits budgétaires plus élevés, des taux d'inflation plus forts (graphique 5) et des réserves internationales plus faibles que d'autres pays émergents. Ils sont particulièrement sensibles aux fluctuations des marchés de capitaux. Depuis mi-2013,

**Graphique 5. Inflation dans les principaux pays émergents (janvier 2011-juin 2014)**

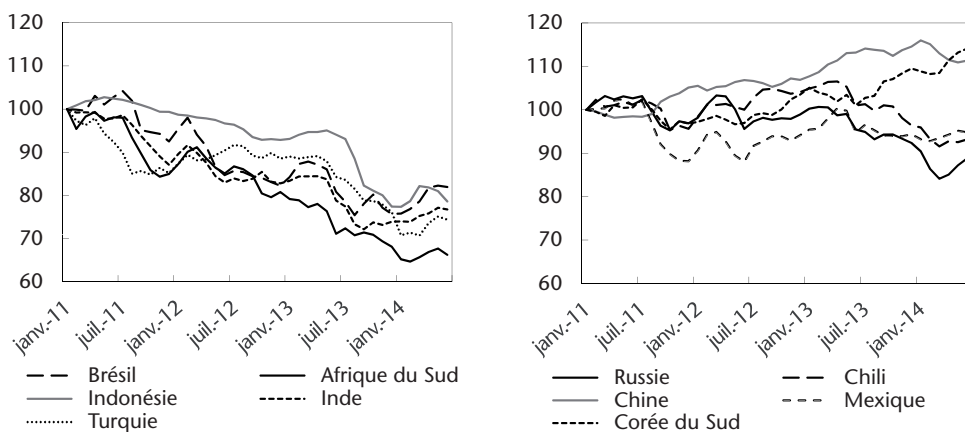
(glissement annuel, en %)



Sources : données nationales.

**Graphique 6. Taux de change nominal effectif des principaux pays émergents (janvier 2011-juin 2014)**

(janvier 2011 = 100)



Sources : données nationales.

suite à l'annonce du *tapering* de la Fed, ils ont vu leurs taux de change se déprécier de façon prononcée (graphique 6 et chapitre IV).

## Les nouveaux risques qui pèsent sur l'économie mondiale

*Faiblesse des rendements obligataires, modération marquée de la volatilité financière*

Le début de l'année 2014 est caractérisé par des taux d'intérêt nominaux exceptionnellement bas qui ne semblent pas refléter le véritable niveau de risque des actifs et par une faible aversion

au risque des marchés financiers. La conjonction de ces deux facteurs amène nombre d'observateurs à craindre des prises de risque excessives, suivies d'une correction brutale.

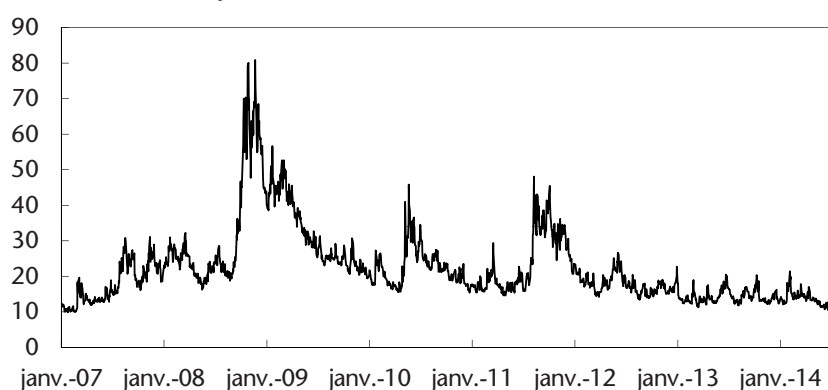
**Des taux longs très bas.** — En ce qui concerne le niveau de taux d'intérêt exceptionnellement bas, la reprise soudaine (*rally*) des marchés obligataires observée jusqu'au début 2014 a défié toutes les prévisions. Les marchés souverains tout particulièrement ont constitué une surprise importante, à tel point que les rendements sur les instruments obligataires de maturité moyenne (autour de dix ans) ont surpassé de loin les rendements des actions dans la plupart des pays développés !

Quelles peuvent être les raisons de ces très bas niveaux de taux d'intérêt, et doit-on s'en inquiéter ? Parmi les raisons « conjoncturelles », l'orientation expansionniste des politiques monétaires des grands pays développés figure en bonne place. Certes, les annonces de *tapering* par la Fed depuis le printemps 2013, et le ralentissement des achats de titres opérés par la banque centrale américaine qui a suivi ont induit un ajustement haussier de la courbe des taux américains. Mais cette hausse est restée très modeste, et a été contrée par les signaux contraires envoyés par la Banque centrale européenne et la Banque du Japon.

Lorsque les effets des inflexions accommodantes de politique monétaire annoncées (ou simplement anticipées) en Europe et au Japon seront passés, les « fondamentaux » devraient se réaligner en faveur d'une hausse des taux longs. En effet, si l'amélioration économique se confirme aux États-Unis, la Réserve fédérale devrait commencer à réabsorber la liquidité en 2015. En ce qui concerne la zone euro, les instruments annoncés par la BCE en juin 2014 (voir chapitre II) devraient porter leur fruits, c'est-à-dire induire une reprise du financement de l'économie réelle dans la zone euro, une amélioration de l'activité économique et une remontée, même limitée, de l'inflation, en ligne avec son mandat. C'est vrai en particulier de l'opération de refinancement sélectif du système bancaire à très long terme, la « TLTRO », et de la réactivation de la titrisation. Enfin, pour le Japon, il n'est pas improbable que la configuration macroéconomique discutée plus haut génère une croissance et une inflation plus élevées que prévu.

Combinés, ces facteurs pourraient amener un ajustement à la hausse des taux d'intérêt nominaux longs, plus sensibles que les taux courts aux évolutions sous-jacentes de l'économie mondiale.

Graphique 7. **Indice de volatilité des marchés financiers VIX**  
(1<sup>er</sup> janvier 2000-24 juillet 2014)



Source : Chicago Board options Exchange (CBOE).

**Une volatilité financière très faible.** — La seconde « anomalie » concerne la volatilité sur les marchés financiers. Celle-ci est restée à des niveaux exceptionnellement bas depuis début 2014 (graphique 7). La volatilité est certes affectée par la liquidité ample qui découle des actions des banques centrales, mais l’environnement macroéconomique compte aussi beaucoup : au-delà d’inévitables pics de volatilité autour d’événements spécifiques et ponctuels, ce n’est que lorsque le cycle macroéconomique entrera dans une phase de reprise plus affirmée, avec notamment l’émergence de contraintes de capacité, que la volatilité devrait augmenter. C’est sans doute sur les marchés de taux d’intérêt, où la volatilité est plus directement liée aux anticipations de politique monétaire, que l’incertitude est la plus grande, car le retournement des politiques monétaires pourrait prendre les opérateurs de marchés par surprise.

#### *Un nouveau régime d’inflation pour les pays avancés*

**La basse inflation dans les pays développés.** — Autre évolution d’envergure dans le paysage économique mondial : le taux d’inflation des pays avancés s’est beaucoup réduit. Alors que les pays avancés ont connu en moyenne un taux d’inflation proche de 2 % sur la période précisée, l’inflation semble se stabiliser durablement aux alentours de 1,5 % depuis 2013, après avoir connu une chute brutale en 2009, puis un rebond important entre 2010 et 2012 (graphique 8).

Les taux d’inflation des grands pays sont soumis à des facteurs communs. La modération des prix du pétrole en 2013 — elle-même

en ligne avec la faiblesse de la demande et les chocs d'offre liés à la découverte de nouvelles formes d'exploitation — a joué un rôle majeur dans la décélération des prix à la consommation. La faiblesse de la demande mondiale en 2013 a aussi pesé directement sur l'évolution des prix. Ainsi, en zone euro, ce sont les pays les plus durement touchés par la crise qui ont connu les taux d'inflation les plus faibles (la Grèce enregistrant même une chute du niveau des prix de près de 1 %).

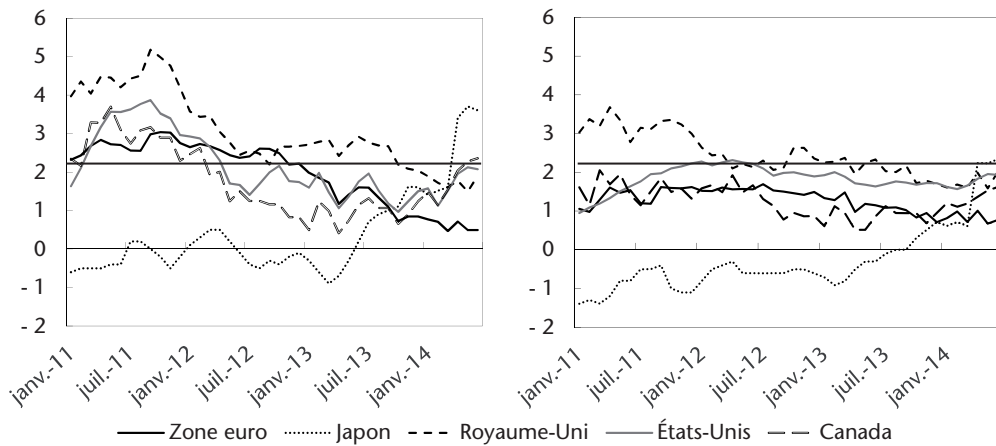
S'ajoutent à ces facteurs communs de modération de l'inflation des facteurs spécifiques à chaque pays ou zone : le taux de change, dont l'appréciation dans les pays de la zone euro en 2013 a contribué à réduire le prix des biens et services importés des autres pays, en est un. On estime qu'en moyenne une appréciation de 10 % de l'euro réduit l'inflation de 0,5 point environ, à horizon de trois ans : selon Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, l'appréciation de l'euro survenue entre 2012 et début 2014 pourrait expliquer entre 0,4 et 0,5 point de baisse d'inflation sur cette période.

Pour 2014 et 2015, la plupart des prévisionnistes anticipent un maintien de l'inflation à des niveaux faibles dans les pays avancés, similaires à ceux de 2013 ; plus rares sont ceux qui envisagent sérieusement une spirale déflationniste. Le monde développé devrait être confronté à une problématique de basse inflation plutôt que de déflation proprement dite.

**Les risques de la « *lowflation* » dominant dans le contexte actuel.** — Une inflation modérée a des avantages manifestes, puisqu'elle permet de soutenir le pouvoir d'achat des ménages, et donc la consommation. Une inflation plus faible vient également en soutien à la compétitivité internationale, ce qui est loin d'être négligeable pour les pays périphériques de la zone euro. Cependant, dans l'environnement actuel, le bas niveau de l'inflation induit plus de risques que d'avantages. Une inflation basse rend le processus de désendettement plus douloureux, car il augmente le poids de la dette en termes réels. Il gonfle aussi le niveau des taux d'intérêt réels. Par ailleurs, un niveau d'inflation qui dévie durablement de la cible de la banque centrale serait de nature, s'il persistait, à faire diverger les anticipations d'inflation des agents économiques de la cible de politique monétaire. Enfin, une certaine vigilance s'impose dans l'interprétation des chiffres d'inflation et de leur implication pour la compétitivité des pays

### Graphique 8. Inflation « *headline* » et « *core* » dans les principaux pays avancés (janvier 2011-juin 2014)

(glissement annuel, en %)



Sources : données nationales.

concernés dans la mesure où ils incluent les prix des biens non échangeables.

#### *Zone euro : entre fragmentation financière et faiblesses structurelles*

Derrière l'embellie macroéconomique de la zone euro soulignée plus haut, et malgré la mise en œuvre de changements institutionnels décisifs au niveau européen (dont l'union bancaire et la politique non conventionnelle de la BCE, voir Nicolaï et Valla [2014]), des faiblesses structurelles préoccupantes persistent. Elles devraient peser encore durablement sur les perspectives de croissance de la zone. Trois d'entre elles méritent d'être regardées de plus près : la fragmentation financière, l'importance des ajustements macroéconomiques encore nécessaires et la faiblesse de l'investissement.

**Les dangers de la fragmentation financière.** — Après une décennie d'intégration financière (développement des marchés interbancaires, unification des infrastructures de marché), la zone euro a vu à nouveau s'ériger des frontières entre les marchés financiers de ses membres. Suite à la crise financière globale puis à la crise grecque, la perte de confiance entre institutions financières a induit un large mouvement de repli des banques sur leur clientèle nationale. En 2014, les échanges interbancaires n'avaient pas encore repris leur fluidité d'avant crise. Un tel recloisonnement financier ne serait pas dramatique s'il ne

conditionnait pas l'allocation de l'épargne au sein de la zone euro. Or cette épargne, excédentaire pour la zone euro prise dans son ensemble, ne parvient pas à financer l'activité économique des zones géographiques ou des secteurs économiques qui en auraient besoin. Ainsi, les ménages et les entreprises des pays du Sud font face à des conditions de financement beaucoup plus dures que leurs voisins du Nord (à commencer par des taux d'intérêt bancaires beaucoup plus élevés).

Par ailleurs, les bilans des banques présentent d'autres défis. Les banques ont engagé une réduction de leurs bilans qui s'annonce longue. Cette évolution a contribué dans certains cas à des réductions de leur offre de prêts (le crédit avait trop crû, dans la décennie d'avant crise, et la grande récession alourdit les créances douteuses). Enfin, les banques ont accumulé dans un passé récent des volumes massifs de dette souveraine émise par leur propre pays, ce qui a contribué à renforcer l'interdépendance entre les banques et les États. Ces liens devraient rester une source de fragilité et d'incertitude à moyen terme. La création du Mécanisme de supervision unique (MSU) constitue à cet égard une avancée majeure.

**Le rééquilibrage macroéconomique et structurel en zone euro.** — L'affaiblissement macroéconomique de la zone euro n'est pas seulement lié à la crise. Il fait suite à une décennie d'accumulation de déséquilibres entre les pays membres de l'union monétaire. Qu'ils aient été externes (excédent courant allemand, déficits des pays périphériques), budgétaires (surendettement et insoutenabilité latente des comptes publics dans certains pays membres) ou privés (endettement excessif des ménages et des entreprises dans certains pays), ces écarts vont mettre plusieurs années à se résorber et, ce faisant, pèsent sur le potentiel de croissance de la zone. Le rééquilibrage concerne principalement les pays périphériques. Cependant, un ajustement est également nécessaire dans les deux grands pays du cœur de l'Europe, l'Allemagne et la France.

L'Allemagne est un pays créancier, sa balance courante est largement excédentaire, son taux de chômage au plus bas, et son taux de croissance parmi les plus élevés de la zone euro. Elle n'a donc pas autant besoin de politiques expansionnistes que ses partenaires européens, et ne fait pas face à la pression du marché pour engager des réformes. Néanmoins, les efforts du pays pour se recentrer sur la demande interne en soutenant



la consommation et l'investissement sont nécessaires au rééquilibrage macroéconomique de la zone euro. Les mesures de politique économique prises par la coalition allemande au pouvoir depuis fin 2013 vont en ce sens — c'est en particulier le cas de l'introduction d'un Smic horaire. La question est de savoir si elles suffiront à raviver l'investissement public et privé, dont la faiblesse persistante compromet la croissance potentielle du pays, et à corriger l'excédent de sa balance commerciale, qui s'établissait encore autour de 7 % du PIB début 2014.

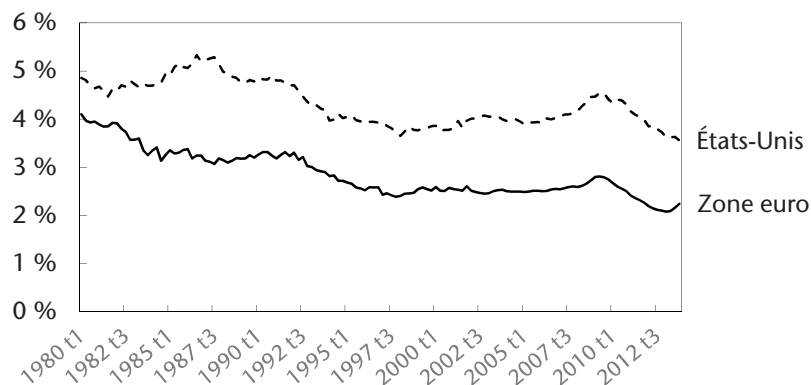
La France est un pays débiteur, sa balance courante est déficitaire sans perspective de retournement à court terme, et sa dette publique est largement détenue à l'étranger. Un programme ambitieux de réformes et de simplification de l'environnement économique et des politiques publiques a été annoncé et confirmé à plusieurs reprises depuis début 2014 (identifié depuis par l'expression « politique de l'offre » du président Hollande), mais sa mise en œuvre reste encore incertaine. Un changement profond des structures économiques corrigeant l'allocation actuelle des ressources entre les secteurs marchand et non marchand n'est pas encore engagé. Un regain de dynamisme de l'investissement privé et de l'emploi marchand serait pourtant nécessaire. À défaut, les déséquilibres macroéconomiques de la zone euro risquent de se perpétuer.

En 2014-2015, la zone euro fait donc face à un choix radical : celui de conserver les mêmes structures économiques, mais avec une croissance faible, ou bien celui de réformer ses structures économiques, avec l'espoir de restaurer son potentiel de croissance. Pour ce faire, il faut entreprendre des réformes structurelles ambitieuses et repenser fondamentalement les dépenses et l'investissement des États.

**L'investissement en panne.** — La crise des cinq dernières années a profondément modifié le profil de croissance de l'Europe. Elle s'est accompagnée d'une contraction de l'investissement privé, sans précédent depuis la création de la zone euro. L'investissement privé était sans doute trop élevé dans certains pays (notamment en Espagne, dans le secteur résidentiel) ; mais, cinq ans après la sévère récession de 2009, l'investissement du secteur privé reste dangereusement affaibli.

Conjuguée à la contraction historique de l'investissement privé, la correction des distorsions passées a de grandes chances d'affecter

Graphique 9. Investissement du secteur public (1980 t1-2013 t4)  
(en % du PIB)



Sources : Federal Reserve Economic Data, Eurostat, Valla *et al.* [2014].

durablement le tissu productif : en 2014, le chômage de longue durée augmentait encore dans de nombreux pays de la zone, entraînant une déqualification progressive de la main-d'œuvre et un affaiblissement du tissu industriel. La consolidation budgétaire et des dépenses publiques contracycliques accrues par la sévérité et la longévité de la crise ont par ailleurs conduit la plupart des pays membres à diminuer leurs autres dépenses. L'investissement public ou encore l'éducation, qui constituent pourtant des investissements cruciaux pour l'avenir, ont souffert de ces ajustements. Ainsi, l'investissement public poursuit un déclin observé tout au long des trente dernières années (graphique 9). Relancer l'investissement reste donc, en 2015, un enjeu de politique économique majeur en Europe.

L'Europe n'est cependant pas la seule région concernée. La faiblesse mondiale de l'investissement a été mise en avant par la présidence australienne du G20 en 2014. Elle a également été relevée par le FMI comme une source potentielle d'affaiblissement de la croissance potentielle dans le monde développé.

#### *Des risques financiers en Chine*

La Chine, avec des taux de croissance autour de 7 %, reste un pays à croissance forte, mais soumise à une double incertitude. D'abord, les prévisions de croissance y dépendent fortement des hypothèses retenues sur les mesures gouvernementales. Par exemple, la réponse des autorités au ralentissement de la croissance observé en 2014 a été plus modérée qu'à l'accoutumée. On ne peut donc pas exclure que le degré de tolérance des autorités

vis-à-vis non seulement du niveau de croissance, mais aussi de ses fluctuations, soit durablement modifié, et que Pékin soit prêt à accepter une croissance plus faible.

Ensuite et surtout, la Chine est confrontée à une décélération marquée de la croissance du crédit. Certes, cette décélération s'explique en partie par le phénomène de surplomb de crédit : le ratio de dette sur PIB avait crû très rapidement ces dernières années. De loin le plus important, l'endettement des entreprises, qui s'était stabilisé aux alentours de 100 % du PIB dans les années pré-2008, a été en croissance continue depuis cette date et devrait rester au-delà de 150 % du PIB dans les années à venir. La décélération du crédit est donc rassurante, mais l'histoire économique a montré combien la gestion des excès de crédit pouvait être délicate et associée à un risque accru de ruptures brutales.

### Repères bibliographiques

---

- CHINN M., FERRARA L. et MIGNON V. [2013], « Post-recession US employment through the lens of a non-linear Okun's law », *CEPII Working Paper*, n° 13, mai.
- GORDON R. J. [2013], « The Phillips curve is alive and well. Inflation and the NAIRU during the slow recovery », *NBER Working Paper*, n° 19390.
- CEPII [2013], *L'Économie mondiale 2014*, « Repères », La Découverte, Paris.
- FMI [2014a], *World Economic Outlook*, avril, mise à jour de juillet 2014.
- [2014b], « United-States : 2014 Article IV consultation », *IMF Country Report*, n° 221.
- KALANTZIS Y., ZIGNAGO S. et TOWBIN P. [2014], « Ajustement international et rééquilibrage de la demande mondiale : où en sommes-nous ? », *Bulletin de la Banque de France*, Banque de France, n° 195, p. 21-34.
- KILEY M. [2014], « An evaluation of the inflationary pressure associated with short and long-term unemployment », *Working Paper*, Federal Reserve Board, n° 28.
- NICOLAÏ J. P. et VALLA N. [2014], « Retrouver une ambition européenne pour la France », *Rapport thématique*, France Stratégie, juin.
- RUDEBUSCH G. D. et WILLIAMS J.-C. [2014], « A wedge in the dual mandate. Monetary policy and long-term unemployment », *Working Paper*, n° 14, mai.
- VALLA N., BRAND T. et DOISY S. [2014], « A new architecture for public investment in Europe », *CEPII Policy Brief*, n° 4, juillet.