



## I/ Vue d'ensemble : le printemps... ou une hirondelle ?

*Sébastien Jean\**

**D**epuis plusieurs années, la croissance mondiale nous avait habitués aux prévisions maussades et aux avis de passages nuageux. C'est pourtant sous des auspices favorables qu'elle se présente au début de l'été 2017, amenant même nombre d'observateurs à porter un regard franchement optimiste sur ses perspectives. Alors que l'année 2016 avait marqué un point bas de la croissance mondiale depuis la crise, à 3,1 %, l'activité reprend de la vigueur en 2017, avec une croissance prévue de 3,5 % d'après le FMI, qui entrevoit même une légère accélération pour 2018 à 3,6 %. En outre, pour la première fois depuis 2010, la croissance accélère, à la fois dans les économies avancées et dans les économies émergentes (graphique 1). Le ralentissement annoncé en Chine reste sous contrôle, moins prononcé que beaucoup ne le prévoyaient, la croissance aux États-Unis rebondit alors même qu'on avait pu craindre qu'elle ne flanche, le redressement tant attendu se manifeste enfin dans plusieurs zones en crise (Russie, Brésil) ou en faible croissance (zone euro). Le taux de chômage moyen dans les économies avancées, qui avait atteint 8,3 % en 2010, est presque ramené à 6 %, son plus bas niveau depuis cette date, et relativement bas aussi dans une perspective de longue période [BRI, 2017]. Résultat, les signaux

---

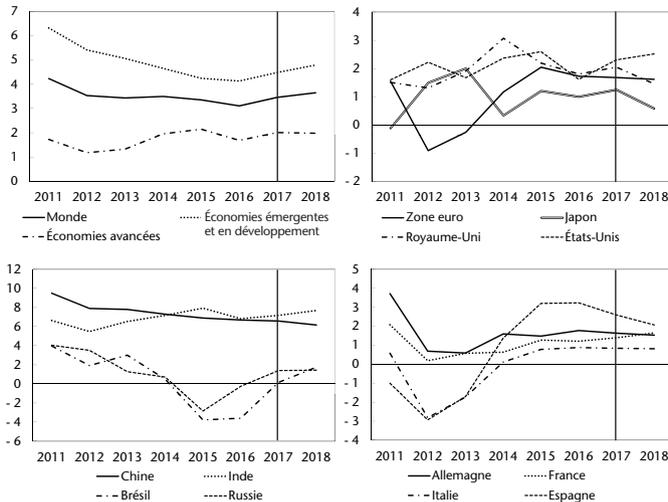
\* Sébastien Jean est directeur du CEPII.

conjoncturels positifs s'accroissent et se renforcent. Le bleu est mis.

Paradoxalement, cette relative embellie arrive au terme d'une année chargée de symboles négatifs pour l'économie mondiale, le vote du Brexit comme l'élection de Donald Trump à la présidence américaine ayant été souvent présentés comme potentiellement catastrophiques pour la croissance. Même s'il faut se garder d'en tirer des conclusions sur leurs effets à terme, il faut bien constater que les impacts immédiats n'ont pas été significativement négatifs et qu'ils ont même, dans le cas américain, amélioré les anticipations des marchés sur la croissance et l'inflation. Le changement est notable, après des années passées à souligner aussi bien l'atonie de la demande, de l'investissement et le risque de déflation que les crises sévères de certains pays en regard des reprises molles des mieux lotis.

Dans un tel contexte, il est tentant de voir dans cette amélioration les prémices d'un redressement structurel de la croissance mondiale. Faut-il donc considérer que l'économie

Graphique 1. Croissance du PIB réel (en %)



Note : estimations pour 2016, prévisions pour 2017 et 2018.

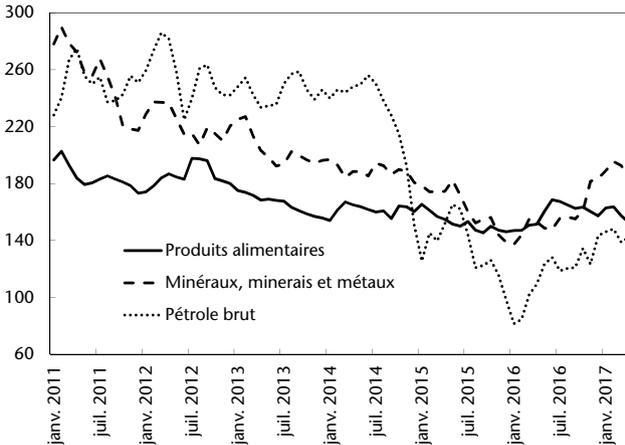
Source : FMI [2017].

mondiale, voyant enfin s'éloigner l'orage de la crise, peut espérer des jours plus cléments ? Dix ans après l'éclatement de la crise financière mondiale, il semble en tout cas légitime de se demander si le relatif dynamisme de la conjoncture ne marquerait pas une étape dans le régime de croissance de l'économie mondiale, si l'on entend par là les forces structurantes et les tendances dominantes sur les marchés mondiaux. Les changements de perspectives sont manifestes en matière de politique monétaire, d'inflation et de taux d'intérêt. Il reste que les incertitudes et les fragilités demeurent, tant les déséquilibres restent flagrants et parfois croissants, notamment dans la sphère financière. Les bonnes surprises du printemps 2017 sont-elles l'annonce d'un renversement de tendance, l'apurement de l'ardoise de la crise permettant de revenir à des fondamentaux plus sains pour la croissance mondiale ? Ou ne sont-elles qu'une heureuse coïncidence, dont on ne saurait espérer qu'elle se prolonge durablement ? Le printemps... ou une hirondelle ?

### **L'éclaircie de la croissance mondiale tire vers le haut les prix des matières premières et les échanges**

Cette éclaircie est remarquable dans la mesure où la demande, dont l'atonie presque généralisée avait marqué les dernières années, retrouve une certaine vigueur. De ce fait, les prix des matières premières se sont assez nettement redressés, l'indice des prix des produits de base du FMI progressant de 15 % entre août 2016 et février 2017. Depuis leur point bas du début 2016, les cours des minéraux, minerais et métaux ont repris presque 40 % en moyenne (graphique 2). Pour le pétrole brut, la remontée, de plus de 50 %, a été plus spectaculaire encore, mais elle est également plus fragile, comme l'a montré la rechute des cours observée à la fin du printemps 2017 (alors que les dernières données du graphique 2 correspondent au mois d'avril 2017, les cours ont chuté de plus d'une dizaine de pourcents, retombant au-dessous de 45 dollars le baril, dans les deux mois qui ont suivi). L'explication est à chercher du côté de l'offre, devenue beaucoup plus fragmentée depuis la montée en puissance des producteurs hors OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole), au premier rang desquels figurent la Russie et les États-Unis, premier producteur mondial de pétrole (toutes variétés confondues) depuis 2014. Ne totalisant plus guère que 40 % de la production

Graphique 2. **Indices de prix des matières premières**  
(2000 = 100)



Note : indices de prix mesurés relativement à la valeur unitaire des exportations de produits manufacturés des économies développées.

Source : CNUCED.

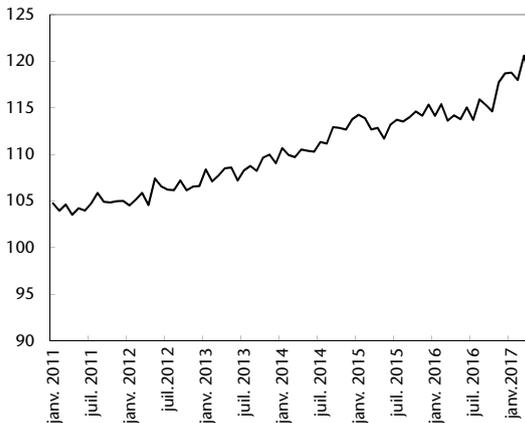
mondiale, l'OPEP a décidément perdu sa capacité de cartellisation de l'offre, qui lui avait longtemps permis d'exercer un certain contrôle, certes très imparfait, sur les prix. Fin novembre 2016, pourtant, les pays producteurs semblaient reprendre la main, un accord de limitation étant signé non seulement par les pays membres de l'Organisation, mais également par un certain nombre de pays non membres, dont la Russie. L'efficacité de cet accord aura cependant été de courte durée (quelques mois), plombée par les conflits plus ou moins ouverts entre pays producteurs, par le nombre de producteurs traversant une crise telle qu'ils ne veulent et souvent ne peuvent pas limiter leur production (Venezuela, Algérie, Angola), et enfin par la production de pétrole de schiste aux États-Unis, abondante et réactive aux prix. Pour couronner le tout, les dérèglements climatiques ont changé la perspective de long terme. Longtemps, conserver ses réserves dans le sous-sol (comme le faisait l'Arabie Saoudite lorsqu'elle acceptait de limiter fortement sa production) a semblé une stratégie patrimoniale et géopolitique potentiellement gagnante, la rareté à venir de

l'or noir annonçant une escalade de sa valeur économique aussi bien que stratégique. Aujourd'hui, il devient de plus en plus clair qu'il serait catastrophique pour le climat d'épuiser l'intégralité des réserves de pétrole disponibles. Dès lors, ceux qui limitent leur production risquent de voir leurs réserves devenir inutiles à terme, ou à tout le moins fortement dépréciées. Le contexte est très différent pour les produits alimentaires, mais c'est également le dynamisme de l'offre qui explique la relative modération de leurs prix, qui ont assez peu varié en moyenne depuis fin 2013.

La reprise de l'activité a également redonné une certaine vigueur aux échanges mondiaux de marchandises, après une phase de « pause » qui avait suscité beaucoup de perplexité : entre janvier 2015 et octobre 2016, soit pendant près de deux ans, le volume du commerce mondial a fluctué autour d'un niveau constant (graphique 3). La soudaine augmentation enregistrée en novembre 2016 a semblé donner le signal d'une remise en mouvement. De fait, l'amélioration de la conjoncture industrielle en Asie, notamment, a relancé les échanges. Avec le recul, la pause précédente apparaît dès lors comme un creux conjoncturel, et l'évolution du volume du commerce mondial,

**Graphique 3. Indice mensuel du volume des échanges mondiaux de marchandises**

(2010 = 100)



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

depuis fin 2011, semble tout à fait en ligne avec celle du revenu. Le taux de croissance du commerce n'est certes plus le double de celui du PIB, comme il l'a été en moyenne pendant les quinze années qui ont précédé la crise, mais il lui est à peu près égal. Une situation somme toute « normale », comme le discute le chapitre iv.

### **Les économies avancées font plutôt mieux que prévu**

Dans les pays riches, les conjonctures sont clairement décalées depuis plusieurs années, la reprise américaine correspondant à la crise de la zone euro au début de la décennie, tandis que la trajectoire du Japon était influencée par le tremblement de terre de 2011, puis la mise en place des « Abenomics ». En 2017, en revanche, la conjoncture s'est améliorée dans la plupart de ces économies.

#### *Aux États-Unis, un rebond inattendu, mais un avenir incertain*

Aux États-Unis, le début 2016 avait été marqué par un ralentissement de l'activité, dans un contexte de faiblesse du prix du pétrole et de dollar fort. Cette conjoncture pouvait apparaître comme annonçant le retournement du cycle, qui durait déjà depuis presque sept ans. Il n'en fut rien et l'accélération du second semestre a, au contraire, porté la croissance à 1,6 % en 2016, avec une accélération prévue par le FMI pour 2017 (2,3 %) et 2018 (2,5 %). Ce rebond marque un regain d'optimisme sur les perspectives de l'économie américaine, comme en témoigne la reconstitution des stocks au second semestre 2016 et la reprise de l'investissement, dont le département du Commerce estimait fin mai qu'il avait augmenté de 11,4 % sur un an, tous secteurs confondus. Alors que l'élection de Donald Trump avait été présentée comme porteuse de menaces pour ces perspectives, elle a au contraire renforcé l'optimisme des marchés dans un premier temps, augmentant sensiblement les anticipations d'inflation et les cours de Bourse. S'il n'a pas duré plus de six mois, cet effet a contribué à tourner la page d'une période de déflation latente.

Les perspectives de l'économie américaine restent cependant empreintes d'une grande incertitude. Le cycle de croissance actuel est déjà l'un des plus longs de l'histoire moderne des États-Unis, tout en étant marqué par le niveau modeste de la croissance

moyenne. À 4,4 % en mai 2017, le taux de chômage a atteint son plus bas niveau depuis une décennie, passant au-dessous de la plupart des estimations du niveau de chômage structurel. Ces différents indicateurs laissent penser qu'il sera difficile de maintenir longtemps le taux de croissance récent, d'autant que la Réserve fédérale américaine a relevé son taux d'intérêt directeur en décembre 2016, en mars et en juin 2017, et qu'un relèvement supplémentaire des taux d'ici la fin 2017 ou le début 2018 est jugé probable par la plupart des acteurs de marché. Dans le même temps, pourtant, le président Trump s'est fixé comme objectif d'accélérer la croissance, en s'appuyant notamment sur un vaste plan de relance de l'investissement, faisant largement appel à l'initiative privée au travers d'incitations fiscales, et sur des baisses d'impôts massives pour les entreprises comme les ménages. La mise en application de ces annonces reste elle-même empreinte d'incertitude, leurs contours restant mal définis et leur vote par le Congrès incertain. Il reste cependant probable qu'une partie au moins de ce programme sera appliquée. La hausse des anticipations d'inflation consécutive à l'élection de Donald Trump s'étant résorbée au printemps 2017, tandis que l'inflation observée ralentissait pour repasser sous la barre des 2 %, l'hypothèse optimiste est que ces mesures accompagneront voire dynamiseront le prolongement du cycle de croissance américain. Dans un contexte où la réponse de l'offre risque d'être limitée pour les raisons qui viennent d'être mentionnées, le danger est que ces mesures de stimulation fassent surtout monter l'inflation, alimentant alors la hausse des taux d'intérêt et, partant, celle du dollar. Le retournement pourrait dans ce cas être brutal.

#### *L'Europe résiste et la reprise se solidifie en zone euro*

Confrontée depuis plusieurs années à une série de crises économiques et politiques, l'UE n'y a pas apporté de réponses durables, mais seulement des solutions provisoires, qui permettent d'apaiser les tensions les plus vives et de retrouver quelques marges de manœuvre politiques pour la suite. Les élections autrichiennes, néerlandaises, puis françaises ont toutefois semblé marquer un coup d'arrêt à la vague populiste qui menaçait le continent. L'accueil des réfugiés reste une source de désaccords profonds entre les États membres, mais l'accord signé avec la Turquie en mars 2016 a permis de contenir leur nombre et d'apaiser quelque peu les dissensions,

au moins provisoirement. L'accord trouvé entre la Grèce et ses créanciers en juin 2017 ne résout pas les questions de fond sur la restructuration de la dette publique (qui se montait à 179 % du PIB en juin 2017) et la création d'un cadre favorable au rétablissement durable, mais le déblocage d'une nouvelle tranche d'aide permet au pays de faire face à ses échéances dans un cadre qui satisfait ses partenaires et permet de préserver la participation du FMI. La forme que prendra la relation du Royaume-Uni avec l'Union européenne après le Brexit reste une inconnue, mais les 27 autres États membres ont affiché une certaine unité pour aborder la négociation, commencée en juin 2017 (voir chapitre v). Les déséquilibres en zone euro restent flagrants, à commencer par l'excédent courant allemand de 8,6 % du PIB, mais le relatif dynamisme des exportations extra-européennes, soutenues par le niveau relativement faible de l'euro, a permis d'éviter que des déficits importants n'apparaissent dans d'autres États membres. Les fragilités du secteur bancaire restent une source d'inquiétude, en particulier en Italie, où le montant des prêts non performants est très élevé, mais les situations les plus aiguës ont pu être gérées par des recapitalisations et des consolidations qui, si elles n'ont pas toujours été conformes aux règles de la zone euro, ont pour le moment évité la contagion financière et la crise politique. Plus généralement, chacun, ou presque, s'accorde à considérer que la gouvernance de la zone euro doit être réformée pour renforcer la croissance économique, la solidité financière et la légitimité politique. Les gouvernements des principaux États membres affichent leur volonté d'aller de l'avant, mais le défi est immense et pressant.

Cette situation reste porteuse de lourdes incertitudes susceptibles de peser sur les anticipations des acteurs économiques. Pourtant, le ciel européen s'est plutôt dégagé, la croissance s'établissant à 2 % pour l'ensemble de l'UE en 2016, un niveau relativement soutenu au regard des années récentes. En zone euro, la croissance, qui avait entamé son redressement en 2014 et atteint 2 % en 2015, est restée relativement stable en 2016, à 1,7 %. Pour reprendre les termes de Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne (BCE), la reprise se « solidifie », dans la mesure où la tendance relativement favorable se confirme et où ses effets sur le chômage commencent à se faire sentir significativement : à 9,3 % en avril 2017, il était en baisse

de près d'un point de pourcentage sur douze mois, et de presque trois points par rapport à son sommet du début 2013. Surtout, depuis octobre 2016, les enquêtes de conjoncture progressent sans discontinuer, se situant à leur plus haut niveau depuis avril 2011, ce qui se traduit par le redressement de l'investissement, en augmentation de 6 % sur un an au printemps 2017. L'inflation a également légèrement accéléré, atteignant même la barre des 2 % en février 2017, mais la hausse du prix de l'énergie expliquait en large part cette tendance. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix les plus volatils tels que ceux des matières premières, de l'énergie ou de l'alimentation, est quant à elle restée relativement stable, à un rythme annuel le plus souvent légèrement inférieur à 1 %, loin de l'objectif de la BCE d'un niveau « proche, mais en dessous de 2 % ». Le moment n'est donc pas venu de mettre fin aux stimulations de politique monétaire mises en œuvre par la BCE, notamment au travers de son programme de rachat d'actifs, mais la question d'initier des annonces, voire des mouvements dans ce sens, revient dans l'horizon des possibles.

Au Royaume-Uni, le second semestre 2016 a surpris par son dynamisme, notamment celui de la consommation. Le Brexit n'a pas déclenché la tempête sur les marchés financiers et immobiliers que certains avaient annoncée, même si la livre sterling a perdu 10 à 15 % de sa valeur par rapport à l'euro. Au total, la croissance n'a que légèrement ralenti en 2016, atteignant 1,8 %. Au premier semestre 2017, le retour d'une inflation importée pèse sur le pouvoir d'achat et donc la croissance, tandis que l'incertitude quant à l'avenir des relations commerciales du pays pèse sur l'investissement, laissant craindre une détérioration de la conjoncture.

#### *Le Japon soutenu par la demande extérieure*

Au Japon, le ralentissement de la consommation a tiré l'activité vers le bas, ramenant la croissance annuelle à 1 % en 2016, après 1,3 % en 2015. L'annonce d'un plan de relance, dont les modalités restent incertaines, a soutenu les anticipations, mais l'inflation reste obstinément faible, inférieure à 0,5 % hors alimentation et énergie, en dépit de la politique monétaire particulièrement accommodante de la banque centrale. Presque cinq ans après le lancement des « Abenomics », l'économie japonaise

semble donc loin d'avoir résolu ses problèmes structurels, alors que la dette publique brute atteint 220 % du PIB et que le gouvernement a dû une fois de plus repousser la hausse de TVA initialement prévue pour le printemps 2017. Le ralentissement de la croissance est cependant resté limité et l'activité a été supérieure aux prévisions, notamment grâce au dynamisme des exportations, dans un contexte pourtant marqué par le renchérissement du yen.

### **Les économies émergentes tirent la croissance**

#### *Le ralentissement de la Chine reste maîtrisé*

En Chine, le ralentissement brutal craint par beaucoup ne s'est pas produit. Même s'il est très légèrement inférieur à celui de l'année précédente, le taux de croissance de 6,7 % pour 2016 constitue une très bonne performance, dans une économie qui n'a plus les mêmes opportunités de rattrapage qu'il y a quelques années, et qui doit opérer une transition de grande ampleur, passant par le ralentissement de l'investissement et de la production manufacturière. Fait remarquable, la baisse des prix à la production, continue depuis 2012, s'est inversée à partir du printemps 2016. Cette performance doit beaucoup au soutien de la politique monétaire, qui a été assouplie à plusieurs reprises en 2016 et au début 2017 par une baisse du taux d'intérêt et une relance du crédit. La perspective du 19<sup>e</sup> Congrès du Parti communiste chinois en octobre 2017, une échéance politique clé pour le président Xi Jinping, a probablement incité le pouvoir à privilégier la croissance durant cette période.

Le revers de la médaille est la forte progression du crédit, dans une économie où la dette totale du secteur non financier est déjà très lourde au regard de son niveau de développement : plus de 260 % du PIB en 2017 contre 160 % en 2008. La structure de cette dette est cependant très différente de celle de la plupart des économies avancées, notamment de celle des États-Unis avant la crise de 2008, parce qu'elle est essentiellement issue des entreprises non financières (souvent publiques), tandis que l'État et les ménages sont relativement peu endettés. Si la capacité de certaines de ces entreprises à rembourser leurs dettes peut se révéler problématique, la plupart d'entre elles disposent toutefois d'actifs importants et, surtout, les moyens financiers de

l'État chinois lui permettraient sans problème de leur venir en aide. Cette dette est, en outre, détenue presque en totalité par des résidents chinois, si bien que le risque d'arrêt soudain des financements étrangers (*sudden stop*) est inexistant. Au total, la valeur faciale élevée de cette dette ne signifie pas nécessairement qu'une crise est imminente [Aglietta, 2016].

L'évolution reste cependant inquiétante, notamment parce qu'une partie de l'augmentation du crédit s'est produite en dehors du secteur bancaire. Le *shadow banking* se serait ainsi accru de 20 % en 2016, portant son actif à 64 500 milliards de renminbis, soit environ 9 500 milliards de dollars, d'après le *Financial Times*. Les autorités chinoises ont affiché au printemps 2017 une volonté résolue de lutter contre ces excès par des restrictions réglementaires et une diminution des liquidités. La hausse des taux d'intérêt qui s'est ensuivie pourrait peser sur la croissance si elle se poursuivait.

Le resserrement des mesures de contrôle des capitaux, mis en œuvre notamment pour contenir les pressions à la baisse du renminbi, n'a pas empêché des sorties de capitaux souvent importantes depuis la mi-2014. L'internationalisation du renminbi en a pâti : son utilisation comme monnaie internationale a diminué en 2016, que ce soit comme support d'échange ou comme réserve de valeur [Natixis, 2017]. Une évolution paradoxale, alors que le renminbi a été intégré le 1<sup>er</sup> octobre 2016 dans le panier de monnaies des droits de tirage spéciaux du FMI. Une restriction également difficile à concilier avec l'augmentation extrêmement rapide des investissements directs chinois à l'étranger, qui constitue l'un des supports essentiels de la stratégie de croissance par l'innovation du gouvernement et de la projection à l'étranger de sa puissance économique.

Somme toute, la marge est étroite pour le gouvernement chinois entre la poursuite de sa cible de croissance et le maintien de la stabilité financière.

*L'Inde reste en forte croissance, le Brésil et la Russie se relèvent*

Vis-à-vis de l'Inde, qualifiée par le Premier ministre Narendra Modi de « nouveau moteur de l'économie mondiale », les attentes sont très élevées. De fait, même si le pays est resté en 2016 la grande économie qui connaît la croissance la plus rapide, à 6,8 %, l'activité y a été jugée décevante, marquant le pas par

rapport à l'année précédente (7,9 %). L'annonce soudaine, le 8 novembre 2016, de la décision de démonétiser les plus grosses coupures, qui représentaient 86 % de la valeur de l'argent liquide en circulation, est la principale explication de ce ralentissement. Il est difficile à ce stade de juger de l'efficacité de la mesure pour lutter contre l'économie informelle, la fraude fiscale et le blanchiment d'argent. En revanche, la pénurie de liquidités a perturbé significativement l'activité économique dans les mois qui ont suivi et devrait également peser sur la croissance en 2017, même si les perspectives à moyen terme restent très favorables.

En matière d'évolution de la conjoncture, la Russie et le Brésil ont connu les embellies les plus spectaculaires. Non que le taux de croissance atteinte y soit élevé, mais les deux pays sortent d'une crise profonde, qui les avait plongés dans une récession marquée. En Russie, la baisse du prix du gaz et les sanctions commerciales avaient durement touché l'économie, dont le PIB avait baissé de 2,8 % en 2015 (voir chapitre VII). La croissance restait négative en 2016 (-0,2 %), mais l'activité se redressait, laissant attendre une augmentation du PIB en 2017. Au Brésil, une crise politique succède à l'autre, avec la mise en cause du président Temer dans une affaire de corruption après la destitution de Dilma Rousseff. La récession a perduré en 2016 (-3,6 %, après -3,8 %), mais elle s'est progressivement ralentie, et la maîtrise de l'inflation permet d'envisager le retour à une politique monétaire plus accommodante, laissant espérer le retour à une croissance positive en 2017.

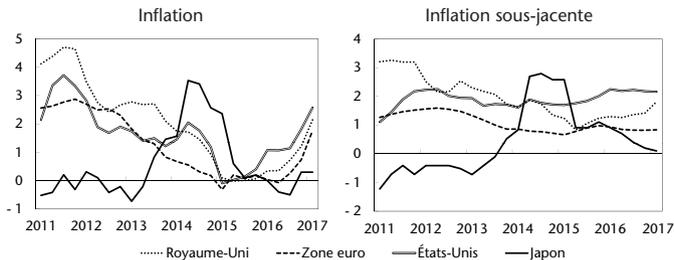
### **L'économie mondiale reste toutefois très endettée**

Bien que la conjoncture observée au début de l'été 2017 n'ait rien de remarquable en elle-même, elle tranche avec les années précédentes, marquées depuis la crise par l'atonie persistante de la demande et de l'investissement, le risque de déflation, la faiblesse des gains de productivité, alors que des politiques monétaires non conventionnelles ont été mises en œuvre par quasiment toutes les banques centrales des grands pays avancés pour ranimer la croissance. C'est dans ce contexte que le terme de stagnation séculaire a fait florès, désignant l'hypothèse d'une persistance de cette situation de faible croissance, où la médiocrité des anticipations alimente la faiblesse de l'investissement, qui elle-même limite la progression de la productivité et de la demande, validant l'hypothèse initiale.

La reprise de l'investissement aux États-Unis ainsi qu'en Europe contraste avec cette toile de fond, en marquant une amélioration des anticipations de la demande, confirmée par la progression des indices de confiance dans l'industrie. Si elle fait long feu, elle restera anecdotique. Si elle durait, cependant, elle marquerait une rupture importante, dont on pourrait espérer des effets cumulatifs passant par la reprise de gains de productivité plus substantiels : dans les économies avancées, les gains annuels de productivité globale des facteurs n'ont été que de 0,3 % en moyenne entre 2011 et 2016, d'après les estimations du FMI, contre 1 % en moyenne entre 2000 et 2007. Une nette baisse a également été constatée dans les pays émergents et en développement, les gains annuels de productivité passant de 2,8 % à 1,3 % sur les mêmes périodes.

Second élément de contraste par rapport aux années précédentes, l'inflation a nettement rebondi dans les économies avancées (graphique 4), passant même au-dessus de 2 % aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'énergie est pour beaucoup dans ce mouvement, si bien que le constat est beaucoup moins net en termes d'inflation sous-jacente. Il reste que la menace de déflation, très préoccupante deux ans auparavant, apparaît beaucoup moins prégnante dans ce contexte. C'est clairement le cas au Royaume-Uni, où la dépréciation de la livre sterling a significativement renchéri les importations. Aux États-Unis, la Fed est maintenant bel et bien engagée dans un cycle de resserrement

**Graphique 4. Inflation et inflation sous-jacente**  
(glissement annuel en %)



Note : l'indice d'inflation sous-jacente pour le Japon n'est pas corrigé ici de la variation de la TVA.

Sources : données nationales ; Datastream.

de sa politique monétaire, même s'il est très graduel. En zone euro, la BCE maintient sa politique de soutien vigoureux à l'activité, combinant un taux directeur à zéro (inchangé en juin 2017), un taux de facilité de dépôt négatif (- 0,40 % pour inciter les banques à s'échanger leurs liquidités sur le marché interbancaire) et un programme de rachats massifs d'obligations publiques et privées (60 milliards d'euros par mois). Le guidage des anticipations est également maintenu, au travers de l'annonce que ses taux resteront à leur niveau actuel pour une période prolongée. Néanmoins, la BCE annonce qu'elle n'envisage plus de baisse supplémentaire de ses taux, si bien que la question désormais ouverte est de savoir quand elle donnera des indications qu'une sortie progressive des politiques actuelles est envisageable, avec tous les risques que comporte une telle phase, comme l'a bien illustré l'épisode du *taper tantrum* américain de mai 2013.

S'il est clairement trop tôt pour déclarer que la menace de déflation et de stagnation prolongée est écartée, tant ces évolutions sont contrastées et difficiles à déchiffrer, les risques sont désormais plus équilibrés et incluent une remontée de l'inflation et des taux d'intérêt. Cela est d'autant plus vrai que l'administration Trump annonce une politique macroéconomique marquée par une relance budgétaire forte et des baisses d'impôts massives. Nous l'avons souligné, l'impact de telles mesures est très incertain alors que le cycle de croissance américain semble s'approcher de son terme, mais elles pourraient se traduire par une remontée significative de l'inflation et des taux d'intérêt, combinée avec une hausse du dollar. De telles évolutions, si elles se matérialisaient, pourraient être très déstabilisantes pour une économie mondiale dont l'endettement ne s'est pas du tout résorbé depuis 2007. D'après la BRI [2017], le ratio dette sur PIB n'a cessé d'augmenter, en effet, depuis la crise financière, au déclenchement de laquelle il s'élevait à environ 180 %, pour atteindre près de 220 % en 2016. L'augmentation est commune aux économies avancées (le ratio y est passé de 230 % à 270 %) et émergentes (de 110 % à presque 180 %). Les évolutions des taux américains et du dollar ont dans ce contexte des répercussions majeures, parce que le dollar reste la monnaie de réserve internationale et la devise dans laquelle sont libellées une grande part des dettes dans les pays émergents, et parce que les marchés financiers américains restent les plus importants au monde, donnant

le « la » des rendements. Le potentiel déstabilisateur de politiques macroéconomiques américaines mal calibrées ou mal contrôlées serait donc immense. D'autant que l'agressivité de la nouvelle administration sur les questions commerciales est porteuse de menaces de conflits commerciaux, qui pourraient venir perturber l'activité économique tout en relançant l'inflation dans les pays les plus exposés. Si l'hirondelle des bonnes surprises conjoncturelles concomitantes laisse espérer le retour du printemps, l'économie mondiale voit également s'accumuler des nuages orageux.

### **Repères bibliographiques**

---

AGLIETTA M. [2016], « Les transformations de la finance chinoise », *La Lettre du CEPII*, n° 372, décembre.

FMI [2017], « Perspectives de l'économie mondiale. Un nouvel élan ? », *Rapport*, avril.

BRI [2017], *87th Annual Report*, juin.

NATIXIS [2017], « RMB Internationalization Monitor 2017: going backwards », *Annual publication*, mai.

