



## I / Vue d'ensemble : le temps des doutes

*Agnès Chevallier\**

Une fois encore, à l'été 2015, les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été révisées à la baisse. L'accélération prévue il y a un an pour 2015 n'interviendra pas, le premier trimestre de l'année ayant connu la progression de l'activité la plus faible depuis la crise. La croissance a été décevante aux États-Unis et au Japon, le ralentissement des économies émergentes et en développement est plus marqué qu'attendu. Comme chaque année depuis 2011, la révision des perspectives s'accompagne du report à l'année suivante d'une amélioration plus franche. Cette fois, cependant, dans l'ensemble des exercices prospectifs publiés à la mi-2015 par les institutions internationales, les doutes sont plus manifestes. Il n'est plus guère question de retour à la « normale » et les scénarios alternatifs retiennent plus de motifs d'inquiétude que de signes encourageants [OCDE, 2015a]. « La durée de la Grande Récession et le caractère extraordinaire des mesures qu'il a fallu prendre pour la combattre, ont créé le sentiment largement répandu, mais vague que quelque chose a changé » [Teulings et Baldwin, 2014]. L'impact des transformations structurelles produites par la mondialisation n'a sans doute pas encore été bien mesuré. Beaucoup de références habituelles, de cadres d'analyse, sur l'investissement et les profits, l'emploi et les salaires dans les économies avancées pourraient être devenues obsolètes. Comment interpréter la panne persistante de l'investissement dans ces économies ? Cette absence de moteur, dont les causes

---

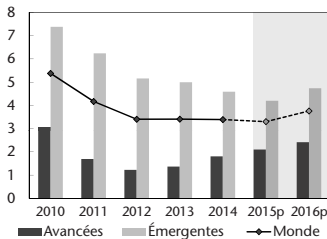
\* Agnès Chevallier est économiste au CEPII.

seront analysées dans le chapitre II, est la caractéristique centrale de la conjoncture des économies avancées qui sera résumée dans la deuxième partie de cette vue d'ensemble, après une première partie où seront rappelées les principales évolutions globales de l'année écoulée. La dernière partie sera consacrée à la Chine. Le ralentissement et la transformation de l'économie chinoise ont un retentissement mondial ; ils touchent particulièrement les économies émergentes et en développement qui avaient été portées par la formidable progression de l'économie chinoise.

### Baisse du prix du pétrole, politiques monétaires et hausse du dollar redistribuent la croissance

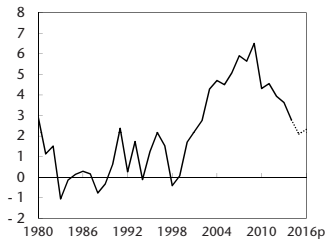
L'année 2014 a vu la croissance des économies avancées et émergentes suivre des trajectoires opposées par rapport aux années antérieures : poursuite de la lente reprise chez les premières après le creux de 2012, grâce, cette fois, au relèvement de la zone euro ; poursuite du ralentissement chez les secondes (graphiques 1 et 2). La chute du prix du pétrole, les politiques monétaires et les mouvements de change se sont conjugués pour redistribuer la croissance entre les régions du monde.

Graphique 1. Croissance annuelle des économies avancées et émergentes, 2010-2016p (en %)



Note : p = prévisions.

Graphique 2. Écart de croissance entre économies émergentes et économies avancées, 1980-2016p (en points de %)



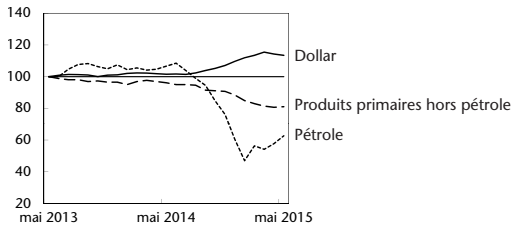
Source : FMI [2015].

#### Prix du pétrole : les États-Unis et l'Arabie saoudite changent la donne

Le tassement des cours des matières premières qui s'observait depuis leur rebond de 2011 a fait place, début 2014, à une baisse

plus marquée. Le ralentissement mondial de la demande et, en particulier, de l'investissement faisait apparaître des surcapacités, notamment dans le secteur minier. Après des années de boum, le cycle des matières premières prenait fin. Sur le marché pétrolier, le retournement a été d'une ampleur exceptionnelle (graphique 3).

**Graphique 3. Évolution des prix du pétrole, des autres produits primaires et du dollar**  
(mai 2013 = 100)



Note : taux de change effectif du dollar, pondération par le commerce, échantillon large de partenaires.

Sources : CNUCED et FRED.

Fait unique dans l'histoire pétrolière, pour la troisième année consécutive, les États-Unis ont, en 2014, ajouté plus d'un million de barils/jour à la production mondiale. Grâce à leur pétrole de schiste, leur production de pétrole brut a augmenté de 50 % depuis 2011 ; à 11,6 millions de barils/jour en 2014, elle a légèrement surpassé la production saoudienne [BP, 2015]. Pour défendre ses parts de marché et, sans doute aussi, ses objectifs géostratégiques (affaiblissement de la Russie et de l'Iran), l'Arabie saoudite n'a pas contrecarré la hausse de l'offre mondiale : elle a cessé d'être le *swing producer* qui ajuste sa production pour maintenir le prix mondial. Le 27 novembre 2014, l'OPEP décidait de laisser inchangé son plafond de production. Les prix, orientés à la baisse depuis le mois de juin, chutèrent alors de plus de 50 %, jusqu'à 45 dollars le baril en janvier 2015, avant de remonter au printemps jusqu'aux alentours de 60 dollars. Après ce choc inattendu, les prévisions sur l'évolution à court-moyen terme des prix sont très prudentes. Les incertitudes sont particulièrement fortes du côté de l'offre : la production américaine de pétrole de schiste est une industrie jeune, mais qui s'est déjà beaucoup transformée et adaptée à la baisse des prix en augmentant sa productivité. À court terme, l'accord-cadre sur le nucléaire iranien signé

le 14 juillet 2015, qui lèvera les sanctions sur les exportations de pétrole d'Iran, devrait assez rapidement augmenter l'offre sur les marchés mondiaux.

La baisse des prix a redistribué le revenu mondial des exportateurs vers les importateurs de pétrole. Du côté des importateurs, on estime que l'économie réalisée sur leur consommation de carburants par les ménages des grandes économies avancées — États-Unis, Royaume-Uni, zone euro et Japon — a représenté environ 250 milliards de dollars, montant équivalant à plus de 1 % de leurs dépenses. En Inde, et plus généralement en Asie du Sud, la baisse des prix a réduit les déficits courants et relâché les pressions sur l'inflation et le budget (les gouvernements ont pu commencer à réduire les subventions sur l'énergie). En Chine, la baisse des prix du pétrole et de plusieurs métaux industriels a sensiblement réduit les importations et contribue largement à la remontée de l'excédent courant (de 2 % du PIB en 2014 à 3,2 % attendus en 2015).

Du côté des exportateurs nets, le déficit courant de l'Arabie saoudite atteindrait 1 % du PIB en 2015, après un excédent de 14 % en 2014. En Afrique subsaharienne, dont près de la moitié du PIB provient de pays exportateurs de pétrole (Nigéria et Angola principalement), la baisse des prix du pétrole et plus généralement des produits primaires a fait diminuer de 1 point les perspectives de croissance pour 2015 (à 4,5 %). L'Afrique subsaharienne et l'Amérique du Sud sont deux régions dont les spécialisations primaires se sont renforcées durant les années de forte demande mondiale et dont la croissance reste très dépendante de l'évolution des prix. On craint maintenant que les prévisions optimistes faites ces dernières années pour les deux régions aient surestimé leur potentiel de croissance.

#### *Politiques monétaires et taux de change*

Dans plusieurs pays, la baisse des prix du pétrole, et plus généralement des produits primaires, a éloigné encore davantage l'inflation des niveaux ciblés par les banques centrales (voir graphique 10). À l'été 2014, en zone euro, où l'inflation et les anticipations d'inflation étaient sur une tendance à la baisse depuis deux ans, le risque d'un glissement dans la déflation était devenu prégnant. Le 10 septembre, la BCE abaissa à 0,05 % son principal taux directeur, et à -0,20 % son taux de rémunération des dépôts, déjà en territoire négatif depuis le 11 juin : au lieu d'être rémunérées sur leurs dépôts auprès de la banque centrale

(le taux sur les dépôts était, par exemple, à 3,25 % en octobre 2008), les banques supportent un coût sur leurs dépôts dépassant les réserves obligatoires ; c'est le « prix » qu'elles acquittent pour la commodité et la sécurité de ces dépôts et qui explique que le taux de rémunération des dépôts puisse être négatif.

La Cour de justice de l'Union européenne ayant reconnu la compatibilité des opérations monétaires sur titres (OMT) avec le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, plus rien n'empêchait la BCE de lancer un « programme étendu d'achats d'actifs » incluant des titres de dettes souveraines des membres de la zone (voir chapitre III). D'un montant global de 1 140 milliards d'euros, il fut annoncé le 22 janvier 2015 et mis en œuvre à partir de mars, au rythme de 60 milliards d'achats par mois, dont au moins 40 de titres d'État.

Au Japon, l'inflation s'étant éloignée de son objectif, la banque centrale augmenta sensiblement son programme d'achats d'actifs. Aux États-Unis, au contraire, l'amélioration enregistrée sur le marché du travail conduisit la Fed à maintenir son taux directeur inchangé (0-0,25), à mettre fin, en octobre 2014, à son dernier programme d'achats d'actifs démarré deux ans plus tôt, et à laisser entendre qu'un relèvement des taux (le premier depuis la crise de 2008) pourrait intervenir avant la fin 2015.

Les écarts de taux d'intérêt — anticipés, puis devenus effectifs — entre les États-Unis et les autres économies avancées ont augmenté alors sur toutes les échéances, renforçant le dollar face à l'euro et au yen. Engagée depuis le discours de Mario Draghi à Jackson Hole en août 2014, la baisse de l'euro face au dollar s'accrut avec la baisse des taux directeurs de septembre, puis, plus nettement encore, après l'annonce de l'assouplissement quantitatif : son ampleur et le fait que sa durée maximum soit liée à la remontée de l'inflation ont surpris les marchés. L'euro, qui s'échangeait contre 1,38 dollar en mai 2014, était quasiment à parité avec le dollar (1,05) à la mi-mars 2015, son taux le plus bas depuis plus de douze ans.

Les monnaies dont les taux de change sont ancrés sur l'euro ont alors subi de très fortes pressions à la hausse. La banque centrale suisse a dû abandonner en janvier 2015 le taux plafond (plancher dans l'acception habituelle qui donne le nombre de francs suisses pour 1 euro) qu'elle maintenait depuis 2011. Les taux de rémunération des dépôts auprès des banques centrales suisse, danoise et suédoise ont tous été baissés en dessous de 0 ; la banque centrale suédoise a lancé un programme d'achats d'actifs.

Dans de nombreux pays, les banques centrales ont ajusté leurs politiques monétaires pour défendre leurs objectifs de taux de change, d'inflation et/ou d'activité. Plusieurs importateurs nets de pétrole ont cherché, comme la zone euro, à contrer les pressions désinflationnistes produites par la baisse des prix. La Chine a abaissé ses taux dans le cadre de sa réforme financière (voir *infra*) et pour soutenir ses exportations et sa croissance face à l'appréciation effective du renminbi provoquée par celle du dollar. Chez les exportateurs de pétrole ou de produits primaires, certains ont tenté de contrer la dépréciation de leurs monnaies en relevant leurs taux d'intérêt ; la banque centrale brésilienne a, entre octobre 2014 et juin 2015, graduellement relevé son principal taux directeur (de 11 % à 13,75 %) ; cela n'a pas empêché le real de subir la plus forte dépréciation de la région. D'autres exportateurs ont, au contraire, recouru à l'assouplissement monétaire pour combattre le ralentissement de l'activité provoqué par le recul des revenus. En Russie, la banque centrale a d'abord laissé le rouble se déprécier pour réduire l'impact sur les finances publiques de la baisse des prix en dollars du pétrole et du gaz ; la fuite des capitaux provoquée par le conflit avec l'Ukraine l'a conduit à remonter ses taux d'intérêt en décembre 2014, avant qu'elle ne les abaisse à nouveau à partir de février pour contrer le ralentissement.

Entre juillet 2014 et mai 2015, en termes effectifs réels, le dollar s'est apprécié de 12,6 %, le renminbi de 11,9 % ; l'euro s'est déprécié de 9,8 %, le yen de 9,4 % (base de données de Bruegel). Comme souvent dans le passé, la hausse du dollar a accompagné la baisse des prix des produits de base (graphique 3). Cependant, les mouvements récents des changes évoquent irrésistiblement les risques d'une guerre des monnaies. Dans un contexte global peu dynamique, la tentation peut être forte de jouer sur le change pour capter une plus grande partie de la demande mondiale. R. Rajan [2014], gouverneur de la banque centrale indienne et ancien économiste en chef du FMI, considère d'ailleurs qu'une fois passé le temps des mesures exceptionnelles qu'il a fallu prendre pour restaurer les canaux de transmission monétaire et réparer les marchés, le recours prolongé à l'assouplissement quantitatif devient plus discutable du point de vue de ses effets externes. Il considère que le *quantitative easing* et les interventions de change soutenues (qu'il qualifie de *quantitative external easing*) font partie de la même catégorie d'instruments : l'un et l'autre agissent sur le bilan de la banque centrale (par des achats de titres dans un cas, par des variations de réserves

dans l'autre) pour modifier des prix de marché. L'attitude des institutions multilatérales à leur égard devrait dépendre de l'ampleur de leurs effets induits sur les autres pays, plutôt que d'un jugement *a priori* sur la légitimité du premier et l'illégitimité du second.

### Le prix du risque

Les achats d'un volume considérable de titres d'État sur toutes les échéances engagés par la BCE ont fait monter leurs prix, et donc baisser leurs taux de rendement :

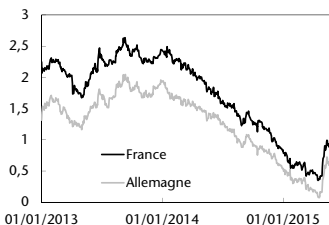
- vers la mi-avril 2015, les rendements des obligations souveraines allemandes et françaises étaient tombés en dessous de 0 pour des maturités allant jusqu'à, respectivement, neuf et cinq ans. Le graphique 4 illustre la baisse des rendements des obligations souveraines à dix ans, allemandes et françaises ;

- le rendement des obligations privées est descendu à des niveaux exceptionnellement bas, l'achat des titres d'État par la BCE poussant les investisseurs vers les titres des sociétés et faisant monter leurs prix. Les écarts de rendement avec les obligations d'État de même maturité ont souvent retrouvé les bas niveaux d'avant la crise, signes d'une faible aversion au risque.

Le faible prix du risque est manifeste aussi dans les bas niveaux de la prime de terme, c'est-à-dire dans la rémunération du risque pris à détenir des obligations longues à taux fixe exposées aux variations à venir des taux nominaux. Depuis 2009, c'est la baisse de la prime de terme qui joue le rôle essentiel dans la baisse des taux de rendement obligataires, dont les autres composantes (anticipations d'inflation et de taux courts réels) sont très inertes (graphique 5) ;

**Graphique 4. Rendement des obligations souveraines à dix ans, France et Allemagne**

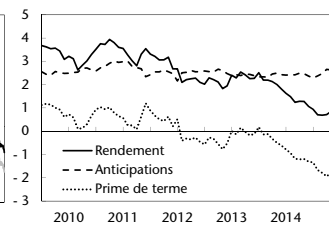
(du 1<sup>er</sup> janvier 2013 au 29 mai 2015, en %)



Sources : BRI [2015b] et Banque de France.

**Graphique 5. Décomposition du rendement des obligations souveraines françaises à dix ans**

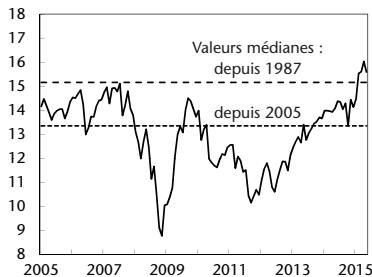
(de décembre 2009 à mai 2015, en %)



Source : BRI [2015b, p. 33].

– la recherche de rendements a poussé les investisseurs en dehors de la zone euro, sur les marchés obligataires qui offraient des taux supérieurs (notamment vers les obligations du Trésor américain et les fonds d'obligations d'entreprises), ainsi que vers d'autres actifs. Les Bourses de la zone euro ont grimpé, rejoignant un mouvement mondial. Le ratio cours/bénéfice (*price earnings ratio*) calculé sur un indice boursier mondial établi par Datastream, en hausse depuis la fin 2011, a connu une progression encore plus forte à partir du début 2015 (graphique 6).

Graphique 6. **Ratio cours/bénéfices**  
(de janvier 2005 à mai 2015, indice mondial de Datastream)



Source : BRI [2015b].

Au printemps, cependant, une remontée des taux est intervenue sur les marchés obligataires. En juin, la publication de chiffres indiquant une progression de l'inflation en zone euro, puis de bons chiffres d'emploi aux États-Unis ont fait remonter les anticipations d'inflation. En juillet 2015, les rendements des obligations souveraines à long terme avaient augmenté d'environ 30 points de base aux États-Unis et d'environ 80 points de base en moyenne dans la zone euro (hors Grèce) par rapport à avril. Les écarts de rendement entre obligations d'État et obligations d'entreprises ont commencé à augmenter.

Au cours de l'année, dans un environnement de liquidité abondante et de faible aversion au risque, plusieurs pics de volatilité, comme celui intervenu à la mi-octobre 2014 sur le marché américain des obligations du Trésor, ont été observés. Sur des marchés que l'on pensait liquides, la liquidité (la possibilité de vendre ou acheter sans que les prix ne varient trop) pouvait soudainement s'évaporer. Plusieurs changements intervenus dans le fonctionnement des marchés obligataires pourraient avoir



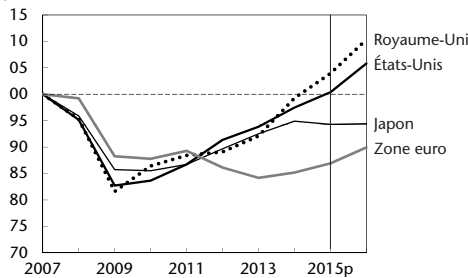
augmenté ce risque. Depuis la crise de 2008, l'activité de teneurs de marché remplie par les banques s'est modifiée, avec le changement de leur *business model* et les nouvelles règles bancaires. Pour « tenir le marché », les banques détiennent un important stock d'obligations qui leur permet de répondre aux déséquilibres temporaires entre l'offre et la demande de titres en se portant acquéreurs ou vendeurs selon les besoins de leurs clients. Les nouvelles règles bancaires, imposant des ratios de fonds propres plus élevés, ont augmenté le coût de cette activité et conduit les banques à la réduire ou à la concentrer sur les segments de marché les moins risqués. Sur les marchés étroits des émissions obligataires des sociétés de pays émergents, l'illusion de liquidité pourrait disparaître rapidement en cas de réappréciation du risque. Pour Nouriel Roubini [2015], cette coexistence de liquidité globale et d'illiquidité des marchés constitue une véritable bombe à retardement. Après une période prolongée de sous-évaluation, le prix du risque pourrait remonter brutalement [Aglietta, 2013]. Le resserrement annoncé de la politique monétaire américaine est, à cet égard, guetté avec inquiétude. La sortie de politiques monétaires non conventionnelles est une expérience inédite, il n'est pas exclu qu'elle provoque des chocs de marché de grande ampleur : une envolée des taux à long terme et un tassement général des prix d'actifs. Les pays émergents endettés y seraient particulièrement exposés ; on se souvient des secousses provoquées en mai-juin 2013 par la réaction des marchés à l'évocation par la Fed du début de normalisation de sa politique monétaire [Caupin, 2014]. Du fait de leur endettement et des difficultés économiques et sociales qu'ils connaissent, le Brésil, la Turquie et l'Afrique du Sud apparaissent aujourd'hui comme les plus vulnérables.

### **Économies avancées : moins de freins, mais peu d'élan**

Aux États-Unis comme en zone euro, les freins budgétaires ou monétaires à la croissance sont désormais desserrés. Mais, dans l'ensemble des économies avancées, les moteurs peinent à redémarrer et les niveaux d'inflation sont toujours largement inférieurs aux cibles visées par les banques centrales. Les politiques monétaires expansionnistes abaissant la rémunération de l'épargne et le coût des emprunts, devaient inciter les ménages et les entreprises à moins épargner et à plus emprunter ; la demande devait repartir. Mais les faibles perspectives d'emploi et de salaires,

et, dans certains pays, le poids de l'endettement passé, n'incitent pas les ménages à emprunter ni même à dépenser plus. Quant aux entreprises, deux études récentes de la BRI [2015a] et du FMI [2015] sont venues confirmer qu'un financement bon marché ne suffit pas à les inciter à investir (voir chapitre II). Une importante activité de fusions-acquisitions (et, aux États-Unis, d'importants rachats d'actions), financée par emprunts, témoignent du fait que les entreprises ont facilement accédé au financement bancaire (même si ça n'est pas le cas pour toutes, notamment en zone euro). Une plus grande confiance dans les perspectives économiques serait le stimulant le plus efficace de l'investissement, qui n'a retrouvé son niveau de 2007 qu'au Royaume-Uni (graphique 7). Elle réduirait le contraste existant aujourd'hui entre la prise de risque financier et l'absence de prise de risque économique [BCE, 2015a].

Graphique 7. Principales économies avancées, formation brute de capital fixe (2007 = 100)



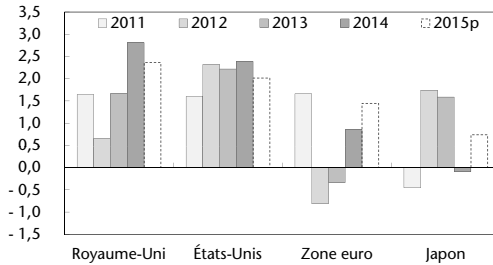
Source : OCDE [2015a].

#### Zone euro : le coût de la non-coopération

Après le rebond de 2010, la priorité donnée au désendettement des États avait provoqué un *double dip* : une rechute de l'activité en 2012 et 2013 (graphique 8). La correction des déséquilibres au sein de la zone, à la charge quasi-exclusive des pays débiteurs, a engendré une dynamique déflationniste : augmentation de l'épargne globale de la zone (l'excédent courant est passé à 3,3 % du PIB), montée du chômage et recul de l'inflation, devenue négative fin 2014. La dette publique atteignait 92,9 % du PIB au premier trimestre 2015, 7 points au-dessus de son niveau de 2011.

À partir de 2014, la neutralité budgétaire puis, comme on l'a vu, l'impulsion monétaire desserrent les freins. La dépréciation

Graphique 8. Principales économies avancées, croissance annuelle (en %)



Source : OCDE [2015a].

nominale effective de l'euro depuis la mi-2014 pourrait être directement à l'origine de la remontée des prix à la consommation (graphique 10).

La reprise a comme principal moteur la consommation, stimulée par la baisse du prix du pétrole et la progression de l'emploi. La baisse du chômage s'est amorcée au cours de l'année 2014, mais le taux de chômage (11,1 % en avril 2015) reste 4 points au-dessus de son minimum d'avant crise et le chômage de longue durée a augmenté (6 % en 2014). Le crédit aux sociétés non financières ne progresse pas, mais il diminue moins. L'investissement augmente légèrement dans la construction et reste anémique ailleurs. Les exportations nettes n'apportent qu'une contribution marginale à la croissance du fait d'une demande extérieure faible ; les effets de la dépréciation n'interviendront qu'avec retard.

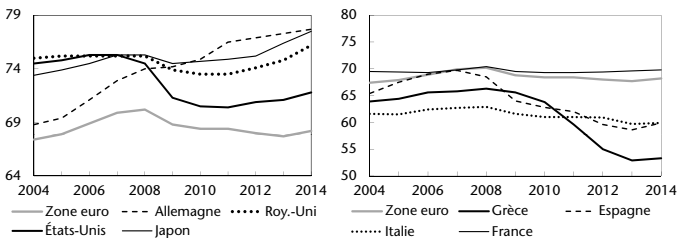
Si, pour la première fois depuis la crise, les perspectives à court terme sont nettement meilleures, le fait qu'elles reposent largement sur des facteurs non pérennes laisse subsister des inquiétudes sur le plus long terme. Surtout, l'incapacité des pays membres à définir une stratégie coopérative viable pour la Grèce et l'ensemble de la zone euro nourrit les inquiétudes quant à l'avenir économique et politique de la zone, et plus largement de l'Union européenne.

#### *États-Unis : une économie proche du plein emploi ?*

Après plus de trois ans de contraction, la consommation et l'investissement publics augmentent à nouveau. Le taux de chômage est descendu à 5,3 % en juin 2015 (moitié moins qu'au lendemain de la crise) et plus nombreux sont ceux qui, confiants dans la probabilité de retrouver rapidement un emploi, n'hésitent

plus à quitter le leur. Mais la reprise aux États-Unis s'est accompagnée d'une baisse importante du taux de participation, passé de 66,2 % en janvier 2008 à 62,6 % en juin 2015 dans la définition du BLS (actifs/population de 16 ans et plus). Le taux d'emploi (actifs employés/population de 16 ans et plus) à 59,3 % était, en juin 2015, au même niveau qu'à la mi-2009, au plus fort de la récession (graphique 9). Le départ en retraite à partir des années 1990 des premières générations du *baby-boom* expliquerait près de la moitié de la baisse du taux de participation observée depuis la crise, mais un nombre significatif de ceux qui sont en dehors de la population active le sont faute d'un nombre suffisant de *good jobs*. Toutefois, pour les salariés aux niveaux moyens de rémunération, les créations d'emplois et les salaires qui n'avaient pas progressé depuis la crise ont commencé à s'améliorer. La progression des salaires horaires sur l'année 2014 a légèrement dépassé l'inflation (+ 2 % contre + 1,5 %) et semble se poursuivre en 2015. La consommation a été stimulée par les transferts au titre de l'assurance santé ; la baisse du prix du pétrole ne lui a apporté qu'un soutien faible : les sommes économisées ont été mises de côté ou utilisées pour rembourser les emprunts.

Graphique 9. Taux d'emploi des 20-64 ans  
(en %)



Note : pour les États-Unis, le taux d'emploi calculé par le Bureau of Labor Statistics rapporte la population employée à la population de 16 ans et plus. Il est donc plus faible que celui fourni par Eurostat, mais présente le même profil.

Source : Eurostat.

La progression de l'investissement résidentiel reste médiocre. Le ralentissement de l'activité de forage pétrolier consécutif à la baisse des prix pèse sur l'investissement en structures, tandis que l'investissement en équipement suit le cycle plutôt qu'il ne l'impulse. Au premier trimestre 2015, il a faibli, l'appréciation

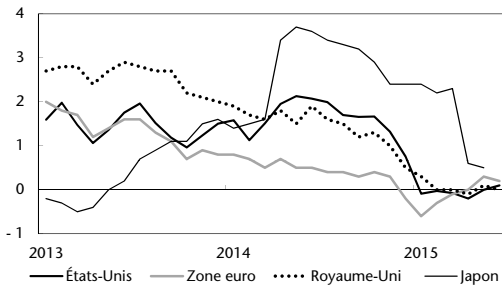
du dollar déprimant les perspectives du secteur manufacturier. Cette appréciation explique pour une part la détérioration de la balance commerciale au premier trimestre 2015, due aussi à des conditions (météo et conflits portuaires) exceptionnelles ; elle a contribué à faire baisser l'inflation, les prix à la consommation ne progresseraient pas en 2015 (ils augmenteraient de seulement 1,2 % hors alimentation et énergie).

Le volant de ressources inemployées dans l'économie continue de diminuer, cependant les estimations de la croissance potentielle et de la position de l'économie américaine dans le cycle diffèrent. Faut-il que la banque centrale relève tout de suite ses taux, au risque de précipiter l'économie dans la récession ? C'est ce que craint le FMI. Faut-il qu'elle attende encore, au risque que le marché obligataire se persuade que la Fed est en retard et pousse brutalement à la hausse les taux à long terme ? À la mi-juin, Janet Yellen, présidente du Conseil des gouverneurs de la Fed, a confirmé la probabilité qu'une hausse des taux directeurs — la première depuis huit ans — intervienne à l'automne 2015 ; elle marquerait le début d'un cycle de resserrement graduel.

#### *Japon : la politique économique face aux transformations structurelles*

Après la chute de la consommation des ménages au deuxième trimestre 2014, provoquée par l'augmentation de la TVA, le redressement a manqué de vigueur. La progression de l'indice des prix à la consommation est retombée (graphique 10) : hors produit frais, il est à 0 au premier semestre 2015, en dépit de la dépréciation du yen.

**Graphique 10. Variation annuelle des prix à la consommation**  
(de janvier 2013 à juin 2015, en %)



Fin 2014, la reprise de la production a été tirée par les exportations ; mais celles-ci ont par la suite apporté une contribution très faible à la croissance en dépit de la dépréciation du yen (30 % en dessous de son niveau effectif réel de la fin 2012). L'investissement productif est peu dynamique en dépit de bénéfices exceptionnellement élevés dans le secteur des entreprises et d'amples réserves de liquidités ; en dépit aussi du fait que de plus en plus d'entreprises font état de capacités insuffisantes. Les négociations salariales récentes, conjuguées au ralentissement de l'inflation, se traduisent par une hausse des salaires réels qui devrait renforcer la consommation. Le taux d'emploi de l'ensemble de la population est élevé (malgré une participation encore faible des femmes) et le chômage faible (3,5 %).

La lente déflation qui persiste depuis bientôt vingt ans n'a pas empêché le PIB par tête de progresser : entre 2000 et 2014, il a augmenté de 11 % au Japon, à peine moins qu'aux États-Unis (13 %). La déflation est moins problématique du point de vue de l'emploi et du niveau de vie qu'elle ne l'est du point de vue de l'épuisement des instruments de la politique macroéconomique et de la montée des risques financiers. Avec un PIB nominal au même niveau que vingt ans plus tôt, la dette atteint, en 2015, 246 % du PIB. En majeure partie détenue par les Japonais, elle est rémunérée à des taux particulièrement bas. Mais le vieillissement de la population fait diminuer le montant de l'épargne disponible ; le recours aux financements extérieurs rendrait le système bancaire et l'économie japonaise plus sensibles aux taux d'intérêt du reste du monde.

Durant les « décennies perdues », le Japon a connu des transformations profondes qui ont modifié le fonctionnement de son économie et réduit l'efficacité des politiques macroéconomiques. Botman *et al.* [2015] relèvent trois transformations : le vieillissement de la population — dont les multiples implications sur l'emploi, les finances publiques et la finance ont toutes un impact déflationniste ; le développement de la production à l'étranger — qui joue maintenant aux dépens de l'investissement et des exportations (depuis 2009, l'écart se creuse entre les ventes des filiales japonaises à l'étranger et les exportations japonaises : en septembre 2014, les premières étaient plus d'une fois et demi au-dessus des secondes), tandis que les profits sont de plus en plus conservés en liquidités ; la nouvelle dualité du marché du travail — qui limite la hausse de la progression nominale des

salaires et de la productivité : un ménage dont le chef de famille est un travailleur régulier dispose d'un revenu en moyenne quatre fois plus élevé que celui d'un ménage dont le chef de famille est un travailleur précaire. La conjugaison de ces trois contraintes empêche la transmission de la politique monétaire : l'investissement est faible en dépit de taux d'intérêt négatifs, les exportations ne répondent guère au stimulus de la dépréciation ; l'allocation de l'épargne est contrainte par la préférence pour les placements sans risque. La hausse des anticipations d'inflation et le resserrement sur le marché du travail peinent à se traduire en hausse des salaires. La « troisième flèche » des *Abenomics*, celle des réformes structurelles, s'attaque aux blocages produits par ces transformations. Elle est encore loin d'avoir atteint sa cible.

#### *Royaume-Uni : la précarisation de l'emploi*

À la suite de la crise financière, l'économie britannique a été soutenue par des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes. Dès 2010, l'emploi a redémarré. Au premier trimestre 2015, le nombre de personnes employées avait progressé de 7,2 % par rapport à la même période de 2010, et de 4,5 % par rapport au point haut atteint au premier trimestre 2008. Sur ces sept ans, les emplois à plein temps n'ont contribué qu'à hauteur de 10 % à la progression du nombre d'emplois, le reste provenant des emplois à temps partiel et, surtout, et de plus en plus, des auto-emplois (57 %). La précarisation du travail a freiné la progression de la productivité et des salaires. La poursuite de la baisse du taux de chômage (6,1 % en 2014, 5,4 % attendu en 2015) commence néanmoins à exercer une pression à la hausse des rémunérations. Le pouvoir d'achat bénéficie de la baisse de l'inflation à la suite de l'appréciation passée de la livre, mais le risque que l'inflation devienne négative n'a pas diminué, alors que la politique monétaire n'a plus guère de marge de manœuvre pour le prévenir. Le faible coût du crédit et les perspectives de demande ont fait redémarrer l'investissement privé, investissement des entreprises et résidentiel. Un nouveau programme *help to buy* a été annoncé pour aider les primo-acquéreurs à financer l'achat de leur logement. Mais la hausse des prix des logements (+ 10 % en 2014) et un rapport des prix des logements au loyer à un niveau aussi élevé qu'en 2007 (40 % au dessus de sa moyenne de long terme) laissent craindre la formation d'une bulle immobilière. Si elle devait éclater, la banque centrale n'aurait, là non plus, guère

de marge de manœuvre. Or la dette hypothécaire des ménages représentait 117 % de leurs revenus disponibles en 2014, leur dette totale 157 % (contre 183 % en 2007).

La faiblesse des infrastructures, la précarisation du travail et l'absence de gains de productivité, comme la persistance d'un fort déficit courant, sont autant de menaces sur la croissance à moyen terme du Royaume-Uni. À court terme, le ralentissement pourrait surtout provenir de la réduction des dépenses budgétaires prévue dans le budget de mars 2015.

### **Chine : fin du cycle financier et redéploiement de la croissance**

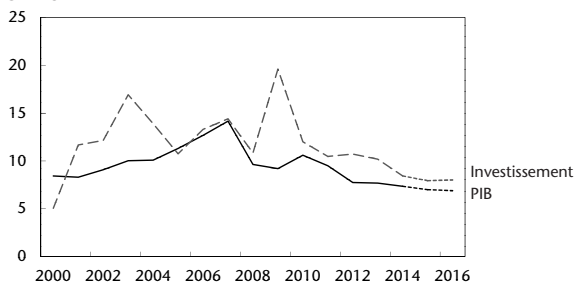
Quand la demande globale s'est contractée, l'épargne chinoise ne s'est plus dirigée aussi largement vers le reste du monde : le solde courant est passé de plus de 10 % du PIB, en 2007, à seulement 2 % en 2011 ; l'épargne a financé le boum de l'investissement chinois impulsé par le plan de relance (graphique 11). L'investissement est passé de 42 % du PIB en moyenne sur 2005-2007 à 48 % sur 2010-2013. Entre 2007 et 2013, les prêts bancaires ont augmenté de 18 % par an, ceux du *shadow banking* deux fois plus vite [McKinsey Global Institute, 2015] ; l'endettement total dans l'économie est passé de 125 % du PIB à plus de 210 % ; l'endettement des sociétés atteint 130 % du PIB.

L'économie chinoise se trouve au pic d'un cycle financier [Maliszewski et Zhang, 2015] largement impulsé par le cycle immobilier. C'est typiquement une situation où des corrections sévères interviennent, dès lors que la demande créée par le boum de l'investissement disparaît et que la dette, devenue insoutenable, met à mal le système bancaire. En Chine, 45 % de l'endettement (hors secteur financier) seraient liés à l'immobilier et donc vulnérables à la chute de ses prix. Mais l'État chinois a la capacité financière et politique de corriger les excès financiers accumulés : on estime que les deux tiers de la dette chinoise sont directement ou indirectement liés à l'État, comme l'est une grande partie du système bancaire et du *shadow banking*.

L'économie chinoise ne se trouve pas seulement au pic d'un cycle financier, elle est aussi confrontée à un ralentissement structurel : avec une population active qui va bientôt commencer à décliner et des gains de productivité qui ralentissent, la croissance potentielle diminue et le modèle de développement se



Graphique 11. Taux de croissance réelle du PIB et de l'investissement en Chine



Source : OCDE [2015b].

transforme (voir chapitre vi). Les dirigeants chinois ont défini en 2013 une stratégie de long terme pour guider cette transition et maintenir l'économie chinoise sur un sentier de progression du niveau de vie [Aglietta, 2014].

#### *Réforme financière et correction des excès passés*

Dans le domaine financier, la libéralisation des taux d'intérêt doit corriger les distorsions produites par la gestion quantitative du crédit ; le développement des marchés obligataires doit élargir les sources de financement des gouvernements locaux et des entreprises, en même temps que la gamme des produits d'épargne proposés aux ménages ; la réforme bancaire doit faciliter le financement des PME. Les mesures récentes concernant la dette locale et les baisses des taux d'intérêt s'inscrivent dans ce cadre.

La dette des gouvernements locaux (36 % du PIB) s'est accumulée dans des véhicules hors bilan, les banques ayant transféré leurs prêts à des *trusts* non soumis à des quotas de prêts ou à des contrôles de taux. Cette pratique est désormais interdite et les gouvernements locaux vont être autorisés à lancer leurs propres émissions obligataires. Un programme de restructuration de la dette existante est en cours : les créances seront échangées contre des obligations à maturité plus longue et taux d'intérêt plus bas. En échange, les nouvelles obligations porteront une garantie explicite du gouvernement central et seront acceptées en collatéral pour l'accès aux facilités de prêts de la banque centrale. Une première vague de restructurations devrait intervenir avant la fin août 2015 et concerner 1 trillion de yuans (160 milliards de dollars) de dette

arrivant à maturité. Simultanément, le Conseil d'État a annoncé des mesures qui permettront aux banques d'allonger leurs prêts pour les projets démarrés avant la fin 2014, si les gouvernements locaux se révélaient incapables de les rembourser.

Pour compenser le ralentissement des projets locaux, l'État central va réaliser des investissements d'infrastructure, notamment dans le ferroviaire. L'objectif de déficit du gouvernement central pour 2015 a été porté à 2,7 % du PIB (contre 1,8 % en 2014). Pour dégonfler la bulle immobilière sans mettre en péril la construction, le gouvernement a alterné mesures restrictives sur le coût du crédit et les conditions d'accès aux prêts (2010, 2013) et assouplissement de ces mesures (2012, 2014) [Grjebine, 2015]. Entre novembre 2014 et mai 2015, la banque centrale a réduit par trois fois les taux d'intérêt et par deux fois les ratios de réserves obligatoires. Ces mesures sont intervenues aussi pour compenser l'effet de l'appréciation effective du renminbi, en lien avec la montée du dollar.

#### *Ralentissement et redéploiement de la croissance*

Après un ralentissement important au premier trimestre, l'économie chinoise semblait s'être stabilisée grâce, notamment, à l'assouplissement monétaire et budgétaire des derniers mois. Mais l'activité industrielle est nettement ralentie et les capacités excédentaires pèsent sur l'investissement. L'objectif d'une croissance de 7 % en 2015 paraît difficile à atteindre.

Au mois de juin 2015, la Bourse a connu une correction importante. La défaveur vis-à-vis de l'immobilier et des produits de gestion de fortune avait orienté les investisseurs chinois vers les placements boursiers. En l'espace d'un an, l'indice composite de Shanghai a connu une hausse spectaculaire : au 12 juin 2015, avant que la correction n'intervienne, l'indice était deux fois et demi plus haut qu'un an auparavant. La chute, stoppée début juillet, laissait à la mi-juillet l'indice deux fois plus haut qu'un an auparavant. Le retournement partiel du boum boursier ne devrait guère avoir d'impact sur la consommation, pas plus que n'en a eu la courte phase de boum. Cependant, les pertes subies par les investisseurs pourraient avoir plus de répercussion sur le crédit qu'elles n'en avaient eu lors de l'éclatement de la bulle de 2007 puisque les achats d'actions ont plus largement été financés par emprunts. La banque centrale a, à nouveau, abaissé les taux de réserves obligatoires et les taux directeurs ; le gouvernement fera tout pour éviter un assèchement du crédit.

Au terme du cycle financier, le maintien d'un sentier de progression du niveau de vie suppose que les ressources soient dirigées vers de nouvelles opportunités de croissance. Les initiatives récentes de la Chine — Banque asiatique pour l'investissement en infrastructures et nouvelles routes de la soie — s'inscrivent dans cette perspective. Il s'agit, par des accords de long terme, de financer les infrastructures nécessaires à une intensification des échanges entre la Chine, l'Asie du Sud et l'Asie centrale. Cette stratégie veut renforcer les interdépendances entre pays émergents et faciliter l'expansion internationale des entreprises en dehors de l'espace du dollar. Elle est complémentaire de l'internationalisation du renminbi [Aglietta, 2014].

### Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2013], « Politique monétaire : nouveaux territoires, nouveaux horizons », in CEPII, *L'Économie mondiale 2014*, La Découverte, « Repères », Paris.
- [2014], « Nouvelle banque de développement des BRICS : une étape vers la réforme du SMI », *Le Blog du CEPII*, 20 juillet.
- BANQUE MONDIALE [2015], *Global Economic Prospects. The Global Economy in Transition*, juin.
- BCE [2015a], *Financial Stability Review*, mars.
- [2015b], *Bulletin économique*, n° 4.
- BOTMAN D., DANNINGER S. et SCHIFF J. (dir.) [2015], *Can Abenomics Succeed ? Overcoming the Legacy of Japan's Lost Decades*, FMI, Washington, D.C.
- BP [2015], *Statistical Review of World Energy*, juin.
- BRI [2015a], *Quarterly Review*, mars.
- [2015b], *85<sup>e</sup> Rapport annuel*.
- CAPITAL ECONOMICS [2015], *Global Economic Outlook Q3 2015*.
- CAUPIN V. [2014], « Les pays émergents face au flux (et reflux de capitaux) », in CEPII, *L'Économie mondiale 2015*, La Découverte, « Repères », Paris.
- FMI [2015], *World Economic Outlook*, avril et mise à jour de juillet.
- GRÉBINE T. [2015], « Faut-il encourager les booms immobiliers pour sortir de la stagnation séculaire ? », *L'Économie politique*, n° 65, janvier.
- MALISZEWSKI W. et ZHANG L. [2015], « China's growth : can Goldilocks outgrow bears ? », *IMF Working Paper*, vol. 15/113.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE [2015], *Debt and (Not Much) Deleveraging*, février.
- OCDE [2015a], *Perspectives économiques*, vol. 1.
- [2015b], *Economic Surveys : China, Overview*, mars.
- RAJAN R. [2014], « Competitive monetary easing : is it yesterday once more ? », intervention au Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, 10 avril.
- ROUBINI N. [2015], « The liquidity time bomb », *Project Syndicate*, 31 mai.
- TEULINGS C. et BALDWIN R. (dir.) [2014], *Secular Stagnation. Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org Book, CEPR Press.