1.1 L'économie mondiale a enregistré un nouveau ralentissement en 2019

Après avoir sensiblement décéléré au second semestre de 2018, la croissance économique mondiale est demeurée atone en 2019, dans un contexte marqué par l'aggravation du différend commercial opposant les États-Unis à la Chine, certaines tensions géopolitiques au Moyen-Orient et une incertitude persistante quant au brexit. En moyenne annuelle, elle est tombée à son plus bas niveau depuis la grande récession. L'essoufflement de l'activité a touché la plupart des zones économiques et s'est concentré dans le secteur manufacturier, tandis que les services ont mieux résisté. Des facteurs propres à certains secteurs, notamment celui de l'automobile, et à quelques économies émergentes, de même que diverses forces structurelles, telles que la faible croissance de la productivité et le vieillissement de la population, ont également pesé sur le dynamisme économique. Le commerce international a subi un net affaiblissement,

Tableau 1

PIB des principales économies

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

				p.m. Contribution à la croissance mondiale	*p.m. Part du PIB mondial*[1]
	2017	**2018**	**2019**	***2019***	
Économies avancées	2,5	2,2	1,7	*0,7*	*40,3*
dont:					
États-Unis	2,4	2,9	2,3	*0,3*	*15,1*
Japon	1,9	0,3	1,0	*0,0*	*4,1*
Zone euro	2,5	1,9	1,2	*0,1*	*11,2*
Royaume-Uni	1,8	1,3	1,3	*0,0*	*2,2*
Économies émergentes	4,8	4,5	3,7	*2,2*	*59,7*
dont:					
Chine	6,8	6,6	6,1	*1,2*	*19,3*
Inde	7,2	6,8	4,8	*0,4*	*8,0*
Russie	1,6	2,3	1,1	*0,0*	*3,1*
Brésil	1,1	1,3	1,2	*0,0*	*2,4*
Monde	3,8	3,6	2,9	*2,9*	*100,0*
p.m. Commerce mondial[2]	*4,6*	*3,2*	*–0,6*	–	–

Sources: BCE, CPB, FMI.

1 Selon les définitions du FMI et calculée sur la base des parités de pouvoir d'achat.

2 Moyenne des exportations et des importations de biens et de services. Pour 2019, variation sur les onze premiers mois par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

une baisse des échanges ayant été constatée dans la plupart des principales économies. Quelques signes de stabilisation de l'activité sont toutefois apparus à la fin de l'année.

Un tassement généralisé

Par rapport à l'année précédente, la croissance annuelle du PIB a chuté dans la quasi-totalité des principales économies. Dans les économies avancées, elle s'est globalement stabilisée à un faible niveau dans le courant de l'année, après le sévère ralentissement observé à la fin de 2018. Aux États-Unis, la phase d'expansion – la plus longue jamais enregistrée à ce jour – s'est poursuivie, soutenue par la consommation et par le stimulus budgétaire adopté en 2017-2018. Son rythme a toutefois faibli, sous l'effet de l'aggravation des tensions commerciales et des incertitudes quant aux orientations en la matière. L'activité est demeurée atone dans la zone euro, alors qu'elle s'est quelque peu raffermie au Japon, entraînée par les consommations publique et privée.

Au Royaume-Uni, la progression du PIB s'est révélée à la fois faible et volatile. Portée par la constitution de stocks dans la perspective d'une sortie désordonnée du pays de l'UE le 29 mars 2019, l'activité s'est accélérée au premier trimestre de 2019, avant que la croissance ne retombe lourdement par la suite. Globalement, les investissements des entreprises sont restés minés par les incertitudes attachées au brexit, tandis que la consommation des ménages s'est avérée plus résiliente, soutenue par les créations d'emplois et par l'augmentation des salaires.

Dans les économies émergentes, la croissance a graduellement fléchi. Confrontée à un affaiblissement de la demande intérieure et à des tensions commerciales prolongées avec les États-Unis, l'expansion économique chinoise est revenue à son plus faible niveau depuis trois décennies. Bien que la confiance des particuliers soit demeurée vive, le niveau d'endettement élevé et la hausse du ratio du service de la dette semblent avoir pesé sur les dépenses de consommation des ménages, au profit de l'épargne. Depuis 2014, la Chine est la première économie mondiale lorsqu'on mesure sa taille à l'aune des parités de pouvoir d'achat (PPA). Sur cette base, elle représentait 19,3 % de l'économie mondiale en 2019. Cette même année, elle est passée à la seconde place en termes de PIB évalué aux cours de change du marché, avec un poids de 16,3 %, se positionnant derrière les États-Unis (24,8 %), mais devant la zone euro (15,4 %).

La Chine est devenue la deuxième économie mondiale en termes de PIB évalué sur la base des taux de change du marché

Dans le même temps, la croissance indienne a touché un plus bas sur plusieurs années, plombée par un essoufflement sensible de la consommation. Le ralentissement économique a également frappé le Brésil, le Mexique et la Russie. Les économies turque et argentine, qui étaient toutes deux entrées en récession en 2018, ont suivi des trajectoires divergentes. Soutenue par une amélioration des conditions financières et de l'accès au crédit, l'économie turque a retrouvé le chemin de la croissance. Parallèlement, l'économie argentine a poursuivi sa contraction, enlisée dans une sévère détérioration de ses conditions de financement et une hausse de l'inflation qui sapent la confiance.

Renforcement de l'incertitude

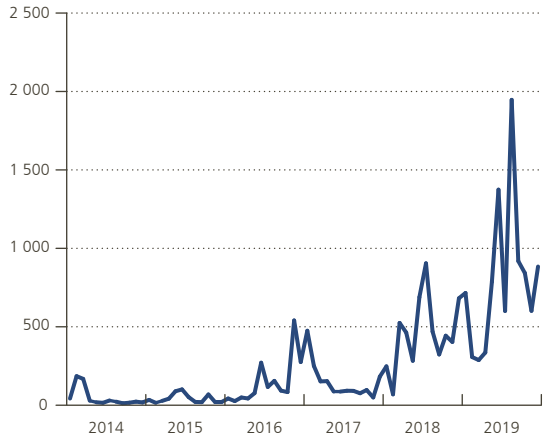
La faiblesse de l'activité économique mondiale tient largement à l'augmentation de l'incertitude, laquelle est principalement induite par l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ainsi qu'au recul généralisé de la production manufacturière. Ces deux facteurs, intimement liés, ont contribué à une chute sensible de la croissance du commerce international. Des signes de stabilisation sont toutefois apparus en fin d'année.

Après les hausses tarifaires et les mesures de rétorsion observées en 2018, tant les droits de douane que l'assiette des importations concernées ont été augmentés dans le courant de 2019. Au mois de mai, les États-Unis ont ainsi porté de 10 à 25 % les droits de douane sur 200 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine, lesquelles avaient déjà fait l'objet de nouveaux tarifs en septembre 2018. En août, le président américain a par ailleurs annoncé de nouvelles taxes sur 300 milliards d'importations chinoises, de sorte que la quasi-totalité des produits chinois seraient concernés par de nouvelles barrières tarifaires. La Chine a systématiquement répliqué aux décisions américaines en adoptant des

Graphique 1

Net regain d'incertitude quant au commerce durant l'été

(degré d'incertitude relative à la politique commerciale des États-Unis, indice 2014 = 100)



Source : Refinitiv.

mesures de rétorsion. À compter de septembre, toutefois, les tensions se sont progressivement apaisées à la perspective d'un accord partiel entre les deux parties. La Chine a accepté d'exclure un nombre limité de produits de sa liste de nouveaux tarifs et, à la suite de la conclusion effective d'un accord à la mi-décembre, les États-Unis sont partiellement revenus sur les hausses tarifaires annoncées durant l'été.

Le nouveau protectionnisme affiché par les États-Unis depuis plusieurs années déjà tient pour une large part aux politiques industrielles chinoises en matière de subsides, de droits de propriété intellectuelle et de transfert de technologies[1]. Mais pas uniquement, comme en témoignent le relèvement des droits douane sur l'acier et l'aluminium au printemps de 2018, ou encore la menace brandie d'appliquer des tarifs additionnels sur les importations d'automobiles. Si elle s'est refusée à le faire jusqu'ici, l'administration américaine n'y a pas renoncé pour autant. En réponse à la taxe française sur les services numériques, elle a par ailleurs proféré de nouvelles menaces, ciblant spécifiquement les produits français.

Les incertitudes liées au commerce international et le manque d'orientation politique face au changement climatique ont pesé sur les investissements

Les États-Unis ont plus généralement développé une nette hostilité à l'égard du système commercial international, du fonctionnement de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et du multilatéralisme global. L'incertitude entachant les politiques commerciales ne se limite ainsi pas au contentieux qui oppose la Chine et les États-Unis mais englobe l'avenir du système commercial international dans son ensemble. En outre, les frictions entre les États-Unis et la Chine ne se cantonnent pas à la sphère commerciale et aux divergences entre leurs modèles économiques ; elles concernent également la question hégémonique mondiale, sur les plans technologique et géopolitique. Enfin, la détérioration des relations diplomatiques a également touché d'autres pays. Plus particulièrement, au cours de l'été, un conflit commercial ouvert a éclaté entre le Japon et la Corée du Sud, qui ont durci leurs conditions d'exportation mutuelles.

Les multiples inquiétudes quant au futur du commerce mondial et leurs effets sur la production – réallocations entre pays et ajustements des chaînes de valeur – et sur les échanges internationaux ont érodé la confiance des entreprises. Ces dernières ont donc redoublé de prudence en matière d'investissement, ce qui a pesé notamment sur la demande globale d'équipements et de machines. Si la Chine et les États-Unis sont aujourd'hui les premiers pays affectés par les nouvelles barrières commerciales, la majorité des autres économies en font également les frais en tant que fournisseurs ou en raison de la détérioration du climat économique général. Au-delà des incertitudes liées au commerce, la langueur des investissements témoigne également du manque d'orientation politique claire quant à la manière de répondre au défi mondial du changement climatique. En dépit des engagements internationaux pris par les gouvernements, les plans d'ajustement sont encore balbutiants et les politiques concrètes visant à mettre en œuvre la transition énergétique tardent à voir le jour.

1 Cf. par exemple l'encadré 2 du Rapport annuel 2018 ou Buysse K. et D. Essers (2019), « Tigre tricheur, dragon de haute technologie ? Les préoccupations occidentales concernant les « pratiques commerciales déloyales » de la Chine et le plan « Made in China 2025 » sont-elles justifiées ? », BNB, *Revue économique*, septembre.

Recul de la production industrielle et de la croissance du commerce mondial

Le ralentissement de la demande de biens d'investissement s'est répercuté sur la production industrielle, laquelle s'est en moyenne repliée dans les économies avancées. Cette évolution tient également à la contraction de l'activité dans l'industrie automobile, due tant à des perturbations de l'offre qu'à des facteurs ayant trait à la demande. Les ventes de véhicules ont ainsi diminué en Chine, après l'expiration de certains incitants fiscaux, tandis que, plus généralement, les consommateurs se sont montrés plus réservés, dans un contexte marqué par l'évolution rapide des technologies, des réglementations et des habitudes de transport. La production, pour sa part, a été perturbée dans la zone euro – et en Allemagne plus spécifiquement – à la suite de l'adoption de nouvelles normes d'émission.

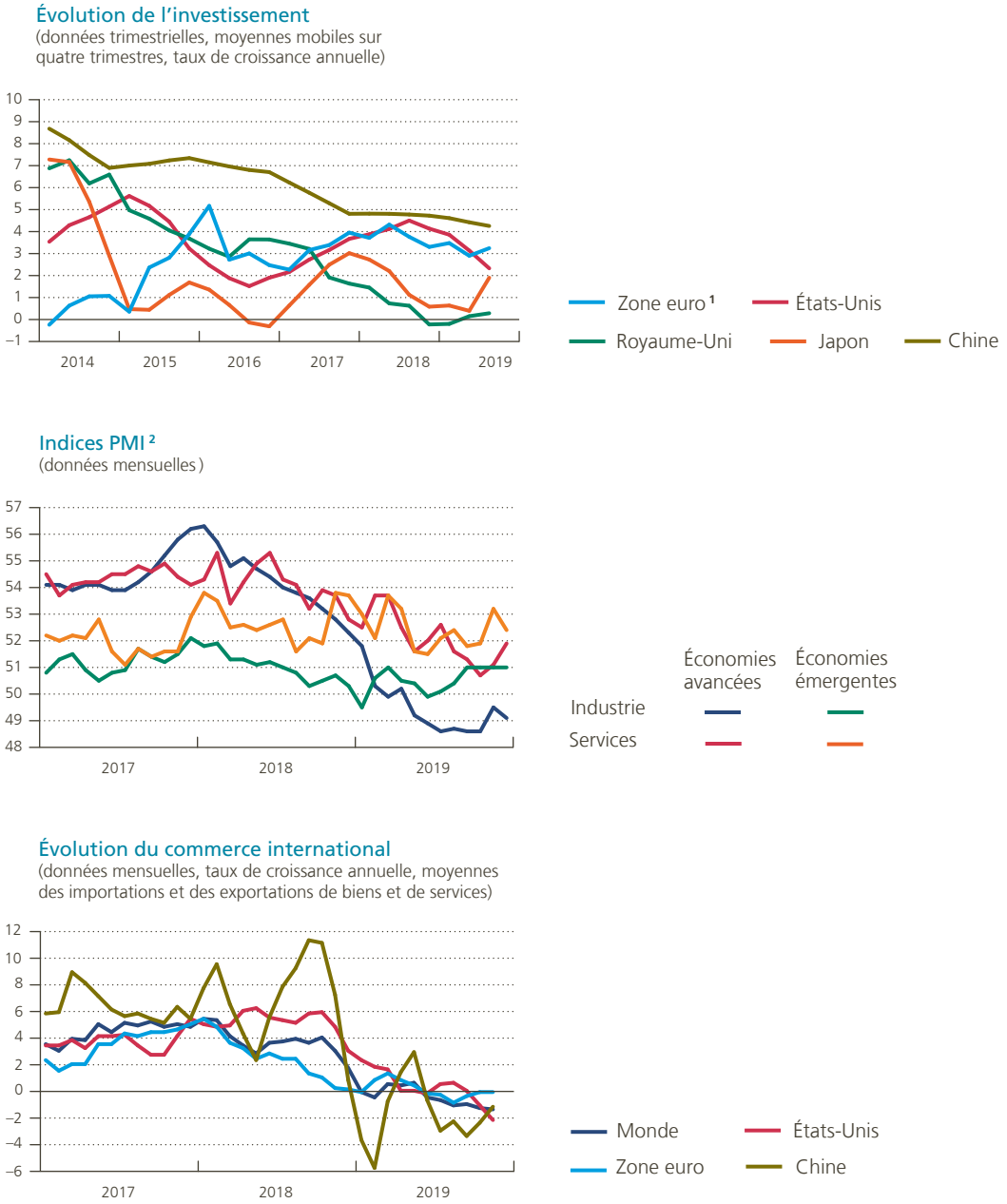
Le renforcement des tensions commerciales et l'essoufflement global de la production industrielle ont sensiblement pesé sur la croissance des échanges internationaux, laquelle s'est inscrite en terrain négatif à compter de l'été. Si la baisse des volumes échangés a été généralisée, les économies asiatiques les plus imbriquées dans le commerce et les chaînes de valeur au niveau mondial – au premier rang desquelles figure la Chine – ont été davantage touchées. Le commerce international a particulièrement souffert de la moindre demande mondiale d'automobiles, de produits électroniques et de biens en capital, lesquels font l'objet d'un commerce international considérable.

La diminution marquée des importations chinoises s'explique notamment par une nette décélération des exportations du pays, mais également par le processus de rééquilibrage toujours en cours de son économie. L'importance croissante de la consommation intérieure, aux dépens des investissements, a en effet grevé la demande d'importations de biens d'investissement et de matières premières. La volonté de développer la production domestique d'intrants a joué dans le même sens.

Il convient de noter que certains flux commerciaux ont affiché une volatilité inhabituelle au cours de l'année. C'est plus particulièrement le cas des exportations chinoises, certaines marchandises ayant été acheminées anticipativement dans le but d'éviter les hausses tarifaires américaines. Les importations du Royaume-Uni ont pour leur part bondi au début de 2019, avant la date initialement prévue pour sa sortie de l'UE, pour retomber brutalement par la suite.

Graphique 2

La hausse de l'incertitude a pesé sur l'investissement, sur le secteur manufacturier et sur le commerce international



Source : Refinitiv.

1 À l'exception de l'Irlande, dont les mouvements en matière d'investissement sont volatils et intimement liés aux activités des multinationales implantées dans le pays.

2 Les indices PMI varient entre 0 et 100. Une valeur supérieure à 50 signale une hausse de la production, tandis qu'une valeur inférieure à 50 indique une baisse.

La bonne tenue des services a soutenu l'emploi

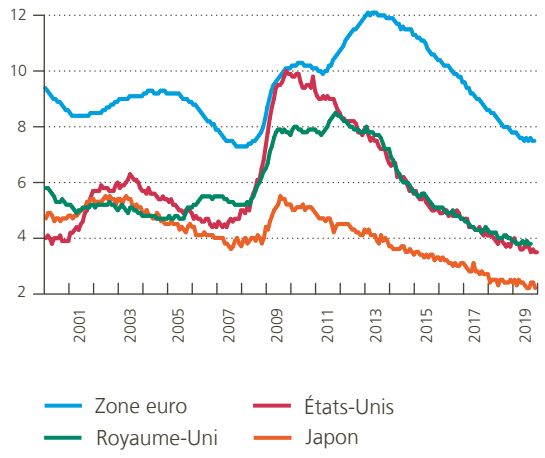
Si la production industrielle a considérablement décéléré en 2019, il n'en est pas allé de même pour les services, dont la croissance a encore affiché une belle résilience, en dépit d'un léger tassement. Ce dynamisme du secteur tertiaire, qui représente une portion grandissante et prépondérante de l'activité économique, a soutenu la création d'emplois, les revenus des ménages et la confiance des consommateurs. Contrairement aux investissements des entreprises, qui ont plié sous le poids d'une plus grande méfiance, les dépenses de consommation ont ainsi globalement porté l'activité.

Dans ce contexte, compte tenu aussi d'une moindre expansion, voire d'une contraction, de la population en âge de travailler, liée au vieillissement démographique, les taux de chômage ont continué de reculer, revenant parfois à des niveaux jamais vus sur plusieurs décennies. Aux États-Unis, le taux de chômage est ainsi retombé à 3,5 % en décembre 2019, un plancher depuis la fin des années 1960. Une situation similaire a été observée au Royaume-Uni, tandis qu'au Japon, le chômage a retrouvé son niveau du début des années 1990, légèrement supérieur à 2 %. La bonne tenue des marchés du travail a globalement favorisé la hausse des salaires dans les économies avancées.

Graphique 3

Nouveau recul des taux de chômage

(données mensuelles, pourcentages de la population active)



Source : Refinitiv.

Des pressions inflationnistes faibles ont conduit à de nouveaux assouplissements monétaires

La croissance des salaires ne s'est toutefois pas transmise aux prix, et le ralentissement de l'activité économique s'est accompagné d'un nouvel affaiblissement des pressions inflationnistes sous-jacentes, combiné à l'absence de pression haussière émanant du prix des matières premières. L'inflation est ainsi revenue nettement en deçà de sa cible dans les économies avancées, tandis qu'elle s'est établie à des niveaux historiquement bas dans plusieurs économies émergentes. L'Argentine et la Turquie, dont les devises ont subi d'importantes dépréciations au cours de la période récente, ont toutefois fait exception en la matière, affichant des niveaux d'inflation relativement élevés.

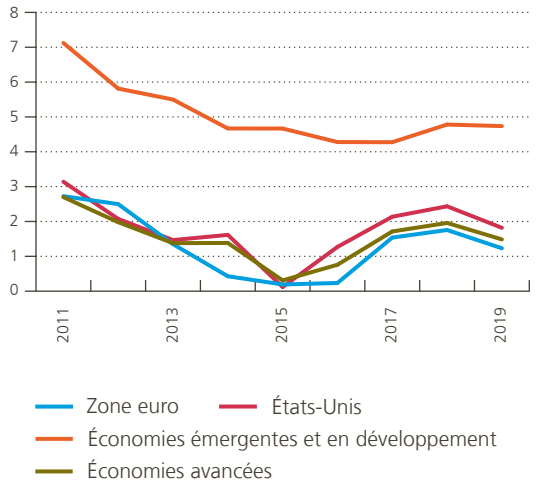
Après avoir sensiblement rebondi en début d'année, les cours du pétrole se sont à nouveau effrités durant l'été, le baril de Brent chutant sous la barre des 60 dollars des États-Unis dans le contexte d'une détérioration des perspectives économiques mondiales. Après l'attaque d'installations pétrolières saoudiennes au mois de septembre, le prix du baril a subitement flambé d'environ 10 %, avant de redescendre tout aussi brusquement. Face à la détente commerciale sino-américaine et aux perspectives de stabilisation macroéconomique, il est graduellement remonté vers 70 dollars à la fin de l'année. Les prix des matières premières industrielles et alimentaires sont demeurés globalement assez stables sur l'année.

Dans un environnement marqué par l'essoufflement de l'activité économique, l'intensification des risques et l'allégement des pressions inflationnistes, les politiques monétaires ont été ajustées en faveur d'une orientation résolument accommodante, tant dans les économies avancées que dans les pays émergents. En particulier, la Réserve fédérale américaine s'est d'emblée montrée plus conciliante dans sa communication, avant d'adopter des mesures concrètes d'assouplissement. En mars 2019, elle a ainsi annoncé qu'elle mettrait un terme, à compter de septembre, à la réduction de son bilan entamée

Graphique 4

Ralentissement de l'inflation dans les économies avancées

(pourcentages de variation annuelle des prix à la consommation)



Source : FMI.

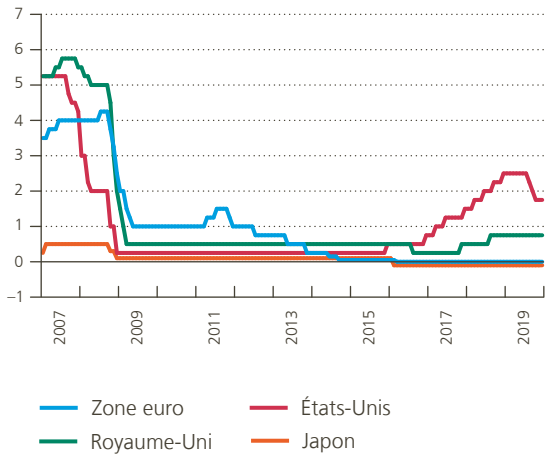
à la fin de 2017. Elle a par ailleurs diminué ses taux directeurs à trois reprises, respectivement en juillet, en septembre et en octobre. Après avoir amené le taux des fonds fédéraux au sein d'une fourchette cible comprise entre 1,75 et 2 %, elle a cependant déclaré qu'elle n'envisagerait pas de nouvelle baisse en l'absence d'une nette détérioration des perspectives économiques. Comme expliqué plus en détail au chapitre 2, lors de sa réunion de septembre 2019, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pour sa part diminué le taux de la facilité de dépôt et a annoncé une reprise de ses achats d'actifs. Les banques centrales de Chine, d'Inde, du Brésil et de Russie ont également, entre autres, abaissé leurs taux directeurs au cours de l'année écoulée. Les autorités monétaires chinoises ont par ailleurs procédé à des assouplissements monétaires ciblés afin de contenir les coûts du service de la dette et de pallier le tarissement du crédit touchant spécifiquement les petites entreprises. Elles continuent de faire face à un arbitrage délicat consistant à promouvoir l'accès au crédit tout en maîtrisant l'endettement des sociétés, lequel a plus que doublé depuis 2008.

Comparativement aux politiques monétaires, les politiques budgétaires ont été relativement peu expansionnistes dans la plupart des économies. Parmi les pays qui font exception, figurent toutefois les États-Unis et la Chine. Dans la foulée du stimulus fiscal adopté vers la fin de 2017 et le début de 2018, la politique budgétaire américaine est devenue franchement accommodante. Les bénéfices économiques de cette orientation se sont toutefois révélés relativement limités dans un contexte de plein emploi où le multiplicateur fiscal est habituellement contenu. Les autorités chinoises ont pour leur part continué de soutenir l'économie, notamment au travers d'investissements dans les infrastructures publiques et de réductions d'impôts destinées aux ménages et aux

Graphique 5

Les politiques monétaires ont été assouplies dans les économies avancées

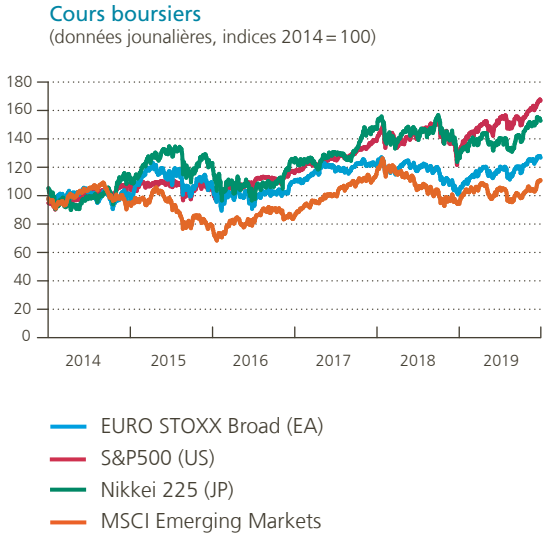
(principaux taux d'intérêt directeurs, pourcentages)

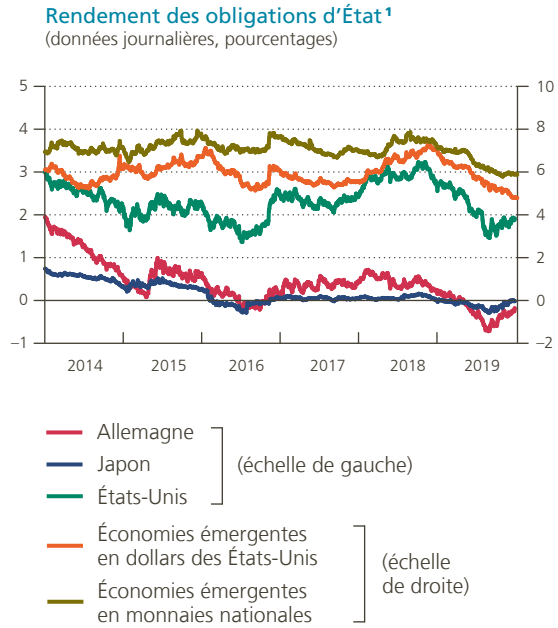


Source: Refinitiv.

Graphique 6

Les marchés financiers ont réagi aux politiques commerciales et monétaires





Source: Refinitiv.

1 Économies avancées: obligations d'État à dix ans; économies émergentes: indice JPM EMBI Global (en dollars des États-Unis) et indice JPM GBI (en monnaies nationales).

entreprises. Au Japon, le gouvernement a pris différentes mesures pour contrer l'effet négatif attendu de la hausse de la taxe sur la consommation – de 8 à 10 % – à partir du 1er octobre 2019. Ces mesures ont largement permis de lisser la consommation des ménages avant et après le relèvement de la taxe, de sorte que celui-ci a eu des effets nettement moins prononcés que celui qui avait été orchestré en 2014, lorsque le taux de taxation avait été porté de 5 à 8 %. En décembre, le Premier ministre Shinzo Abe a en outre dévoilé un nouveau plan de relance à hauteur de 2,4 % du PIB (soit 13 000 milliards de yens, ou plus de 108 milliards d'euros).

Des marchés financiers sous l'influence croisée du commerce international et des banques centrales

Après avoir été fortement ébranlé à la fin de 2018, l'optimisme a repris le dessus et les marchés d'actions ont nettement rebondi au début de 2019, en particulier dans les économies avancées. Les cours boursiers ont par après suivi une évolution plus erratique, tantôt freinés par les inquiétudes liées aux tensions commerciales, tantôt portés par les communications conciliantes à ce propos et par les mesures d'assouplissement des banques centrales. L'orientation plus accommodante des politiques monétaires a globalement contribué à

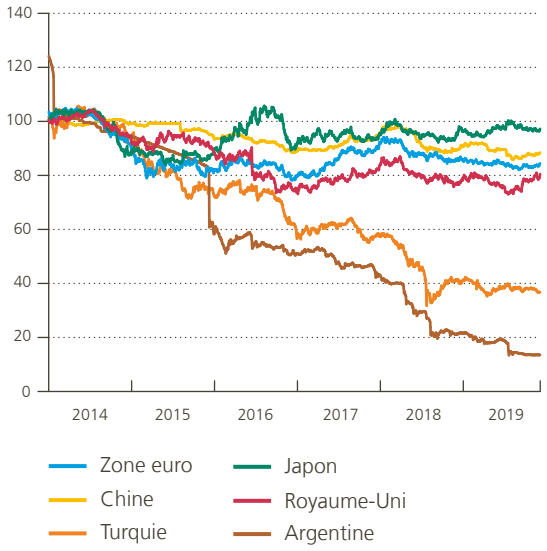
l'amélioration des conditions de financement dans les économies avancées et, dans une moindre mesure, dans les économies émergentes. Les rendements des obligations souveraines ont également bénéficié d'une forte demande pour les actifs moins risqués. Certains taux d'obligations d'État à long terme sont ainsi retombés à des niveaux historiquement bas, plongeant parfois en territoire très largement négatif, comme cela a été le cas au Japon ou en Allemagne. Aux États-Unis, l'inversion de la courbe des rendements au cours de l'été a temporairement éveillé la crainte d'une détérioration des perspectives économiques, voire d'une possible future entrée en récession. Au dernier trimestre de l'année, les progrès perçus dans les négociations commerciales, de même que certains signaux rassurants faisant état de perspectives économiques plus encourageantes, ont soutenu les marchés d'actions et tiré les rendements souverains vers le haut.

Les cours de change ont connu des développements largement en ligne avec les évolutions économiques. Le dollar s'est légèrement apprécié vis-à-vis de l'euro, et plus fermement à l'égard du renminbi chinois. Le yen et, dans une moindre mesure, le franc suisse – deux monnaies refuge par excellence – se sont quelque peu renchéris par rapport aux autres devises, tandis que la livre sterling a enregistré une forte volatilité, oscillant au gré des incertitudes et des rebondissements relatifs au brexit. Elle s'est nettement appréciée vis-à-vis de l'euro à partir d'août, lorsque s'est graduellement précisée la perspective d'un accord de retrait négocié. La livre turque, qui s'était fortement dépréciée en 2018, a été plus stable, contrairement au peso argentin, qui a poursuivi sa dégringolade.

Graphique 7

Faible appréciation du dollar des États-Unis face à l'euro

(données journalières, cours de change vis-à-vis du dollar, indices 2014 = 100)



Source : Refinitiv.

1.2 L'activité dans la zone euro a été touchée par la détérioration de la conjoncture mondiale, mais le marché du travail s'est montré résilient

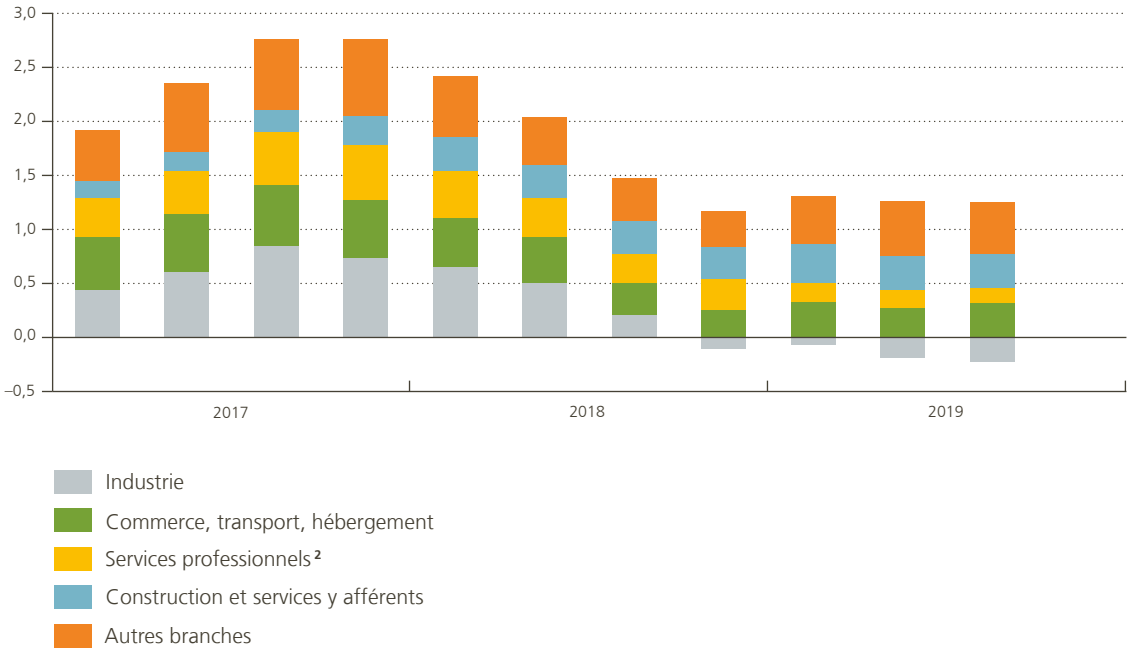
Le ralentissement de l'économie mondiale et du commerce international s'est principalement fait sentir aux niveaux de l'industrie manufacturière et des exportations

Dans la zone euro, le rythme de croissance économique, qui était déjà revenu à 1,9 % en 2018, s'est encore réduit en 2019, pour retomber à 1,2 %. Cet affaiblissement tient essentiellement à la contraction de l'activité industrielle. Le tassement a été particulièrement prononcé dans l'industrie automobile, mais d'autres branches d'activité de l'industrie manufacturière ont elles aussi été affectées, fût-ce dans une moindre mesure. En outre, l'expansion a perdu de la vitesse dans certaines branches des services, dont celles liées à l'industrie, comme le commerce, les transports et les services professionnels, qui représentent conjointement une grande partie des services marchands. La construction, de même que les services y afférents, a en revanche davantage contribué au développement de l'activité économique, sous l'effet du bas niveau des coûts de financement, de l'augmentation du revenu disponible des ménages,

Graphique 8

L'activité de l'industrie s'est contractée dans la zone euro.

(contributions des branches d'activité à la variation annuelle du PIB en volume[1], points de pourcentage)



Source: Eurostat.

1 La somme des contributions des branches d'activité ne correspond pas à la variation du PIB. Le PIB est en effet égal à la valeur ajoutée totale de ces branches, majorée des impôts sur la production (parmi lesquels la TVA, les accises et les droits sur les importations) et diminuée des subventions sur la production.

2 Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien.

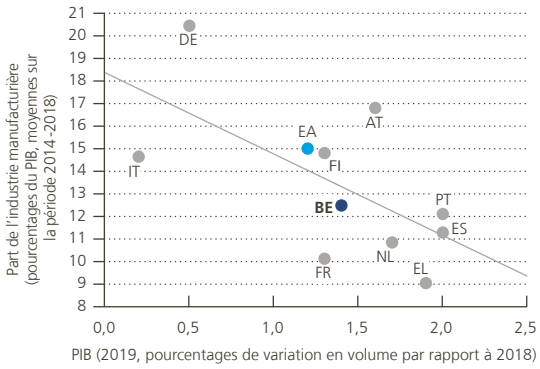
ainsi que de conditions météorologiques favorables à l'activité de construction au premier trimestre.

En 2019, la croissance du PIB est demeurée positive dans chacun des pays de la zone euro, mais elle a reflué presque partout par rapport à l'année précédente. Elle a considérablement régressé en Allemagne, devenant la plus faible après celle de l'Italie.

L'essoufflement de l'expansion de l'activité dans la zone euro est lié à la décélération du commerce international et au tassement de la croissance mondiale, qui ont pesé sur la demande extérieure de produits de la zone euro. Plus particulièrement, le ralentissement conjoncturel aux États-Unis, la persistance des incertitudes entourant le brexit au Royaume-Uni et la demande moins dynamique en provenance de Chine ont laissé des traces. Les tensions constantes et les lourdes incertitudes en matière de politiques commerciales ont spécifiquement affecté les décisions d'investissement à l'échelle

Graphique 9

Les pays de la zone euro affichant une activité industrielle importante ont été les plus touchés



Sources: BCE, Eurostat, BNB.

mondiale, pesant d'autant sur la production industrielle et sur les échanges internationaux. Les branches industrielles axées sur les exportations ont ainsi payé le plus lourd tribut. Dans ces circonstances, l'importance relativement élevée de l'industrie dans l'activité économique, ainsi que la spécialisation tant géographique que par produit des exportations – qui constituent habituellement des atouts de la zone euro et, surtout, de l'Allemagne –, se sont avérées préjudiciables en 2019. Le haut degré d'ouverture et la forte intégration de l'économie de la zone euro dans les chaînes de valeur globales ont accru les effets défavorables du contexte international.

Le ralentissement de la demande mondiale et les changements technologiques et réglementaires ont pesé sur l'industrie automobile

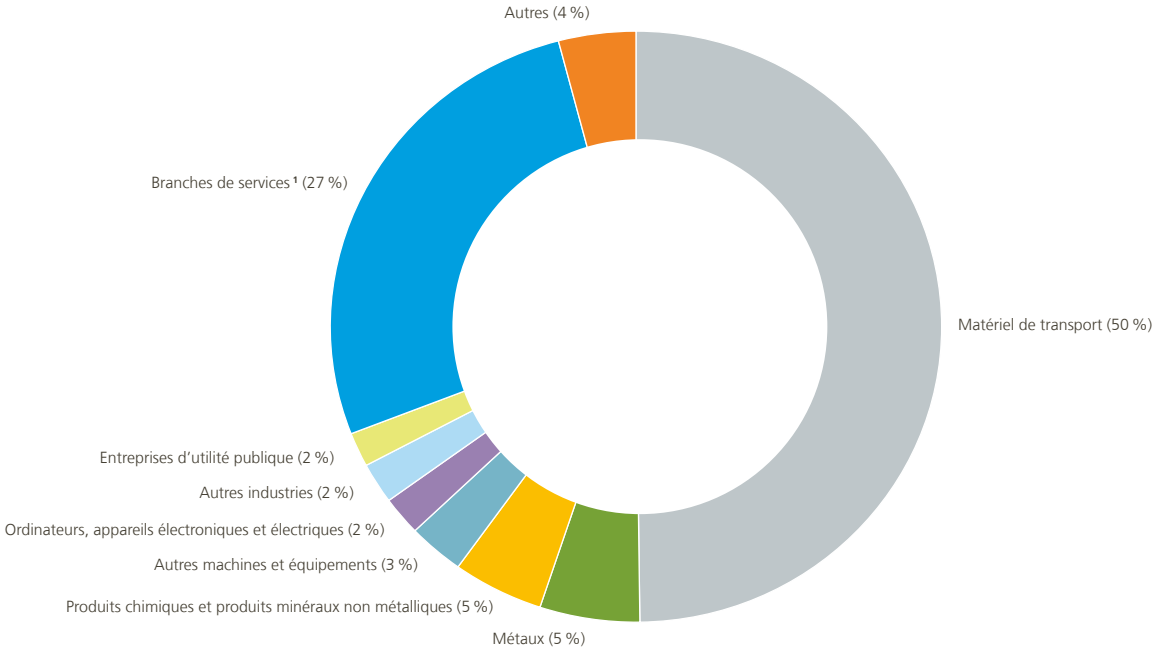
Le recul de l'activité industrielle peut néanmoins aussi s'expliquer en partie par une série de profondes mutations technologiques et modifications réglementaires dans l'industrie automobile. Dans la zone euro, des tests d'émission plus stricts pour les véhicules à moteur ont notamment été mis en place en septembre 2018. L'érosion déjà mentionnée de la demande de tels véhicules en Chine – qui fait suite à la réduction des incitants fiscaux – a également pénalisé les ventes de voitures. Par ailleurs, plusieurs facteurs spécifiques affectant cette branche, tels que l'instauration de zones de basses émissions dans de nombreuses villes européennes, ont suscité de multiples incertitudes, ce qui a poussé les consommateurs à adopter un comportement attentiste. Ce phénomène a principalement touché l'industrie automobile allemande, largement spécialisée dans les véhicules lourds équipés de moteurs diesel, lesquels sont actuellement les plus remis en question.

La forte intégration de l'industrie automobile dans les chaînes de valeur globales a contribué à la propagation

Graphique 10

La valeur ajoutée créée dans la zone euro par la production automobile résulte de la participation de différentes branches d'activité

(2015, pourcentages)



Source : OCDE.

1 Il s'agit, entre autres, des branches du commerce, du transport, de l'information et de la communication, ainsi que des services financiers.

du malaise, tant au niveau géographique – à la fois dans les pays de la zone euro et en dehors de celle-ci – qu'à celui des branches d'activité, à d'autres industries ainsi qu'à certaines branches du secteur des services. La branche « matériel de transport » est en effet loin d'être la seule impliquée dans la création de valeur au sein de l'industrie automobile. En 2015, cette branche d'activité comptait pour la moitié de la valeur ajoutée générée dans la zone euro qui est contenue dans la demande mondiale finale de véhicules automobiles. Les autres branches industrielles en représentaient toutefois, pour leur part, environ 17 %, tandis que plusieurs branches des services, au nombre desquelles le commerce, le transport et les services financiers, s'arrogeaient plus d'un quart du total.

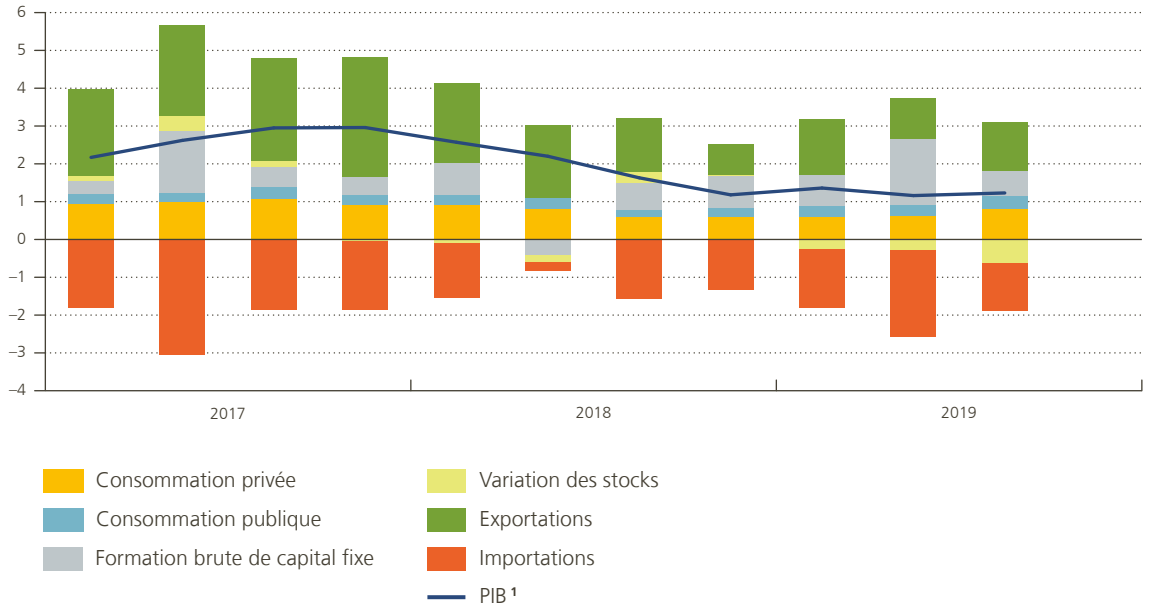
Ces évolutions se sont traduites par un nouveau fléchissement des exportations de la zone euro, quoique moins prononcé qu'en 2018. Cette relative résilience est en partie due au fait que les exportations ont temporairement été soutenues au premier trimestre par l'accumulation de stocks au Royaume-Uni à l'approche de la date initiale du brexit. Durant les trois premiers trimestres de 2019, la croissance moyenne des exportations de biens et de services a été faible notamment en Allemagne, alors que cette dernière s'adjuge de loin la part la plus importante des exportations totales de la zone euro. Les importations de la zone euro, qui avaient largement marqué le pas en 2018, sont quant à elles reparties à la hausse en 2019. Cette volatilité s'explique toutefois partiellement par les fluctuations très prononcées des importations irlandaises, qui sont liées aux activités d'entreprises multinationales présentes dans ce pays. Globalement, le ralentissement des exportations, conjugué au nouveau raffermissement de la croissance des importations, a débouché sur une contribution très négative des exportations nettes à la progression du PIB.

S'agissant de la demande intérieure, la consommation privée, qui avait été moins dynamique en 2018, a continué de croître quasiment au même rythme en 2019. Cette progression résulte de l'augmentation du revenu disponible des ménages, liée à l'évolution toujours positive de

Graphique 11

Les exportations nettes ont comprimé la croissance du PIB, mais la demande intérieure a continué de s'intensifier

(contributions en points de pourcentage à la variation annuelle du PIB en volume, sauf mention contraire)



Source : Eurostat.

1 Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

l'emploi et à l'élévation des salaires, ainsi que de la confiance des consommateurs, qui a bien résisté depuis le début de 2019. Le taux d'épargne des ménages s'est pour sa part graduellement redressé ces deux dernières années.

De leur côté, les investissements ont vigoureusement rebondi durant les trois premiers trimestres de 2019. Leur contribution à la croissance annuelle du PIB a été nettement supérieure à celle de l'année précédente. Cette expansion s'explique toutefois en grande partie par les fluctuations substantielles de la formation brute de capital fixe de l'Irlande, qui tiennent aux activités de multinationales et biaisent également les statistiques d'importations, comme indiqué ci-avant. Par ailleurs, les investissements dans la construction, tant dans les logements que dans les autres types de bâtiments, y compris dans l'infrastructure, ont continué de se rétablir à la faveur, entre autres, de la faiblesse des coûts de financement et des conditions météorologiques propices au secteur de la construction au premier trimestre, en particulier en Allemagne. Les investissements en machines et en équipements ont quant à eux affiché une hausse moins prononcée qu'en 2018.

Au total, malgré quelques glissements observés dans sa composition, la croissance du PIB est dans l'ensemble demeurée assez stable sur une base annuelle au cours des trois premiers trimestres de 2019, se maintenant au faible niveau enregistré à la fin de 2018.

Les pénuries sur le marché du travail sont demeurées importantes, mais elles n'ont plus augmenté

Le marché du travail est toutefois demeuré dynamique

En dépit de l'atonie de l'activité économique, le marché du travail a continué de bien se porter. À la fin du troisième trimestre de 2019, plus de 160 millions personnes avaient un travail dans la zone euro. L'emploi a affiché en 2019 une hausse de 1,1 %, un rythme il est vrai moins soutenu que l'année précédente. Le nombre de travailleurs a surtout progressé moins rapidement dans la construction et dans l'industrie manufacturière. Dans les branches des services, qui sont de loin les plus grandes pourvoyeuses d'emplois dans la zone euro, le tassement du rythme d'accroissement de l'emploi a été moins prononcé, les services professionnels – qui sont davantage liés à l'activité industrielle – accusant le repli le plus marqué.

Parallèlement, le recul du chômage, amorcé à la mi-2013, s'est poursuivi. En novembre 2019, 7,5 % de la population active étaient demandeurs d'emploi, soit une proportion très proche du minimum de 7,3 % observé juste avant la crise. L'embellie a été un phénomène assez généralisé dans les pays de la zone euro. Le chômage a aussi continué de baisser dans les pays les plus sévèrement touchés par la crise, cette diminution étant dans certains pays en partie liée à un rétrécissement de la population active. En Italie, le taux de chômage s'est à nouveau contracté, pour revenir sous les 10 % dans le courant de 2019, tandis qu'en Espagne et en Grèce, il a continué d'osciller autour de 15 %. Dans ces derniers pays, le chômage reste particulièrement élevé parmi les jeunes. L'écart avec certains autres pays de la zone euro demeure également criant : en Allemagne et aux Pays-Bas, par exemple, le taux de chômage fluctue aux alentours de 3 % à peine.

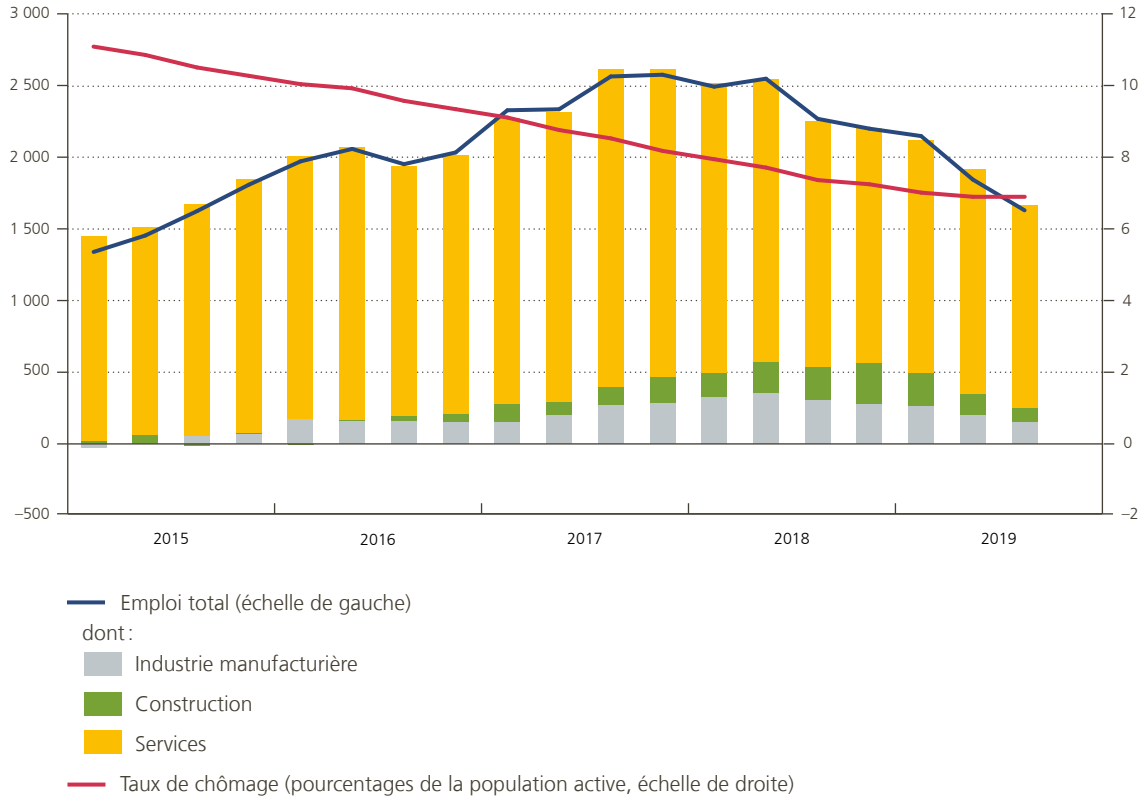
Si les pénuries de main-d'œuvre sur le marché du travail sont toujours importantes, elles ne se sont pas aggravées. En Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique et en Autriche, surtout, la part des postes vacants non pourvus est restée considérable, dépassant 3 %. Tel a été le cas principalement dans les secteurs de la construction et des services. Dans l'industrie manufacturière, les pénuries se sont inscrites en net recul en 2019, tout comme le nombre d'entreprises considérant la disponibilité de la main-d'œuvre comme un facteur contraignant.

Plusieurs facteurs contribuent à expliquer la persistance d'une situation relativement positive sur le marché du travail, en dépit de l'essoufflement de la croissance économique. Ainsi, le marché du travail réagit généralement avec un certain décalage à une dégradation de la situation économique. Les entreprises se montrent en effet prudentes en matière de réduction de leurs effectifs de personnel, compte tenu des coûts liés au licenciement et au recrutement de travailleurs, alors même que la durée du ralentissement économique reste incertaine. De même, la difficulté de trouver des personnes possédant les compétences recherchées dans certaines branches explique sans doute en partie pourquoi des entreprises conservent leurs effectifs, étant donné qu'elles ne sont pas assurées de pouvoir réengager les travailleurs dont elles ont besoin lorsque l'activité se redressera.

Graphique 12

L'emploi progresse plus lentement, mais le chômage reste orienté à la baisse

(variations en milliers de personnes par rapport à la période correspondante de l'année précédente, sauf mention contraire)



Source : Eurostat.

Les salaires ont continué d'augmenter, alors que l'inflation est demeurée faible

Les coûts salariaux constituent en principe un déterminant important de l'évolution des prix. Selon le modèle de la courbe de Phillips, il existe en effet une corrélation négative entre le chômage et l'inflation, qui est entretenue par les salaires. Dans l'éventualité, par exemple, d'un chômage particulièrement faible, les travailleurs peuvent négocier des salaires plus élevés, ce qui (à terme) peut faire grimper les prix des biens et des services qu'ils produisent.

Sous l'effet de la persistance du resserrement du marché du travail, la croissance positive des salaires dans la zone euro s'est poursuivie en 2019, même si leur rythme de progression s'est stabilisé dans le courant de l'année. Les coûts salariaux par personne ont continué d'augmenter de plus de 2 % sur une base annuelle. Les coûts salariaux par unité produite ont affiché un taux d'expansion similaire, la productivité par travailleur ayant stagné. Parmi les grandes économies, c'est surtout l'Allemagne qui a soutenu l'élévation des coûts salariaux par unité produite ; ceux-ci y ont en moyenne crû de 3,5 % environ par rapport à l'année précédente.

Tout comme à la fin de 2018, l'augmentation des coûts unitaires de la main-d'œuvre s'est également traduite en 2019 par une hausse du prix de la valeur ajoutée domestique qui, outre les salaires, inclut les marges et les impôts indirects nets. Cette transmission s'est d'ailleurs quelque peu intensifiée, puisqu'elle

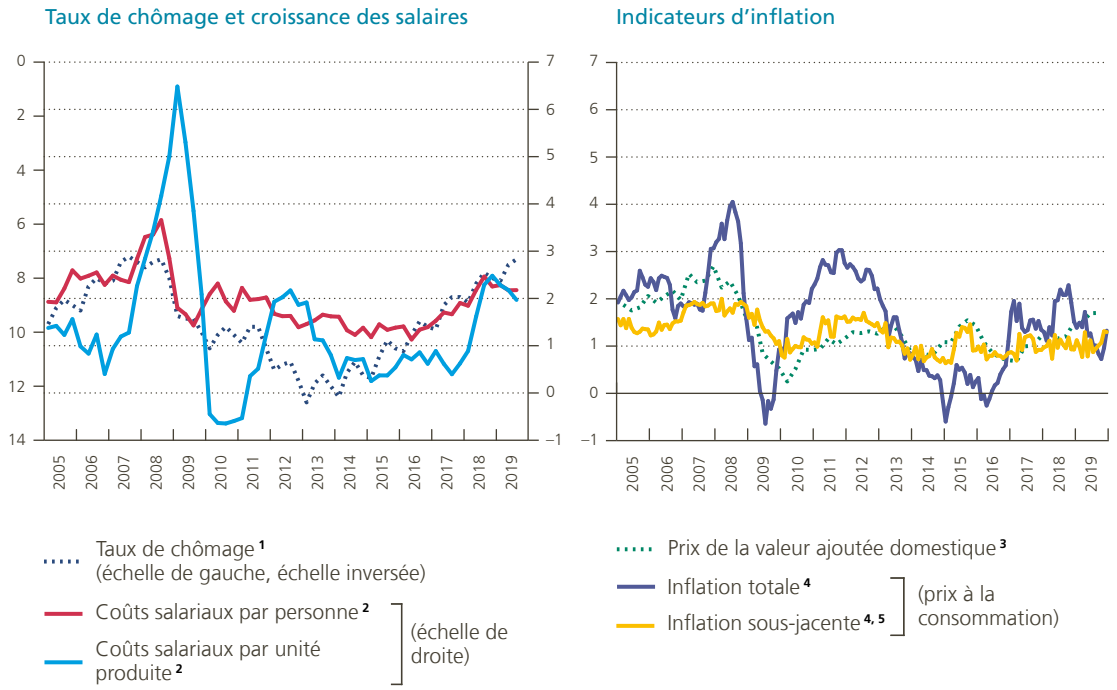
n'a graduellement plus été freinée dans la zone euro par des entreprises désireuses de limiter leurs marges bénéficiaires.

Depuis 2017, l'accroissement du prix de la valeur ajoutée domestique n'a toutefois pas donné lieu à une même évolution des prix à la consommation, sur lesquels se basent traditionnellement les indicateurs d'inflation totale et d'inflation sous-jacente. Deux facteurs peuvent expliquer cela.

D'une part, une large part des biens et des services consommés par les ménages de la zone euro sont importés. Aussi, un recul des prix de ces produits importés peut contrebalancer la hausse du prix de la production domestique au sein des indices des prix à la consommation. Un tel effet est en principe particulièrement pertinent pour l'évolution de l'inflation totale, qui est typiquement largement influencée par les variations des prix de l'énergie, soit une composante principalement importée du reste du monde. La diminution des prix énergétiques en 2019 explique d'ailleurs dans une grande mesure la plongée de l'inflation totale en deçà de 1 % dans le courant de l'année, alors qu'elle affichait encore 1,8 % en moyenne en 2018. D'autre part, une partie de la valeur ajoutée domestique n'est pas intégrée dans les paniers servant de base au calcul des indices des prix à la consommation. C'est par exemple le cas des investissements, y compris les investissements dans le secteur de la construction, dont les prix suivent une tendance haussière prononcée depuis 2017 et ont continué de doper les prix de la valeur ajoutée domestique en 2019.

Graphique 13

La hausse des coûts salariaux ne se traduit toujours pas par une augmentation durable des prix à la consommation



Sources : BCE, Eurostat.

1 Pourcentages de la population active.

2 Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

3 Variation du déflateur du PIB (autrement dit le rapport entre le PIB à prix courants et le PIB à prix constants), pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

4 Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

5 Inflation totale hors énergie et denrées alimentaires.

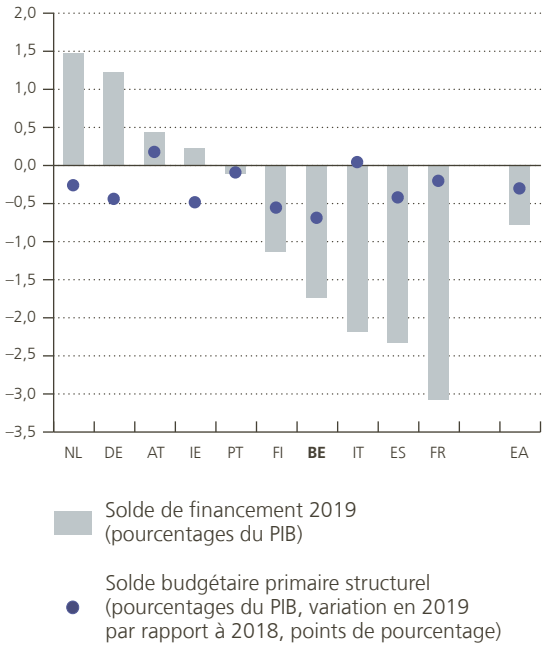
Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente a donc une nouvelle fois peiné à décoller dans la zone euro en 2019. Considérée sur une plus longue période, elle stagne autour de 1 % depuis la fin de 2013 déjà.

La politique budgétaire a été quelque peu assouplie

Le déficit budgétaire de l'ensemble de la zone euro s'est légèrement accru en 2019, passant de 0,5 % du PIB en 2018 à 0,8 % du PIB. Ce creusement traduit des évolutions budgétaires divergentes entre les pays de la zone euro. Ainsi, l'excédent budgétaire a augmenté en Grèce, tandis que le déficit s'est resserré en Espagne et au Portugal. En revanche, l'Allemagne a enregistré un excédent plus modeste, là où la Belgique et la France ont vu leurs déficits se creuser. En France, le déficit budgétaire est ressorti à 3,1 %, mais ce constat tient en partie à des facteurs non récurrents.

Graphique 14

La plupart des pays de la zone euro ont mené une politique budgétaire quelque peu expansionniste



Sources: CE, BNB.

Les charges d'intérêts se sont encore repliées dans les pays de la zone euro. Le résultat budgétaire dans certains États, notamment en Allemagne, en Belgique et en Italie, a en revanche pâti de l'incidence de circonstances conjoncturelles moins favorables. S'agissant de la zone euro dans son ensemble, une orientation budgétaire légèrement expansionniste a été enregistrée: l'excédent budgétaire primaire structurel s'est replié de quelque 0,3 point de pourcentage du PIB.

Le taux d'endettement brut des administrations publiques dans l'ensemble de la zone euro a culminé en 2014 à 95,1 % du PIB. La tendance baissière qui s'est ensuite dessinée s'est poursuivie en 2019, ramenant ce taux à 86,4 % du PIB, ce qui représente un nouveau recul de 1,5 point de pourcentage en un an. Le taux d'endettement s'est contracté dans la plupart des pays de la zone euro, même s'il a progressé de 1,4 point de pourcentage en Italie, portant la dette à 136,2 % du PIB. Comme en 2018, l'Italie a d'ailleurs été le seul pays de la zone euro où l'effet boule de neige – c'est-à-dire l'incidence, sur le taux d'endettement des administrations publiques, de l'écart entre la croissance nominale du PIB et le taux d'intérêt implicite de la dette publique – a alourdi la dette; le taux implicite y a en effet dépassé la (modeste) croissance économique nominale. À 175,2 % du PIB, la Grèce a de nouveau affiché en 2019 le taux d'endettement public le plus élevé, même si ce résultat constitue une diminution substantielle par rapport à l'année précédente.

À la fin de 2019, plus aucun État membre de l'UE ne faisait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs au titre du volet correctif du pacte de stabilité et de croissance (PSC). Le Conseil Ecofin a en effet décidé en juin de mettre fin à la procédure qui avait été lancée à l'égard de l'Espagne. Cette situation contraste nettement avec celle qui pouvait être observée pendant les années de crise, lorsque la plupart des pays de la zone euro étaient engagés dans une telle procédure. Par conséquent, la surveillance des finances publiques de tous les États membres s'effectue actuellement dans le cadre du volet préventif du PSC. À ce titre, les finances publiques des États membres sont évaluées sur la base de l'objectif à moyen terme (OMT), une valeur de référence pour le solde budgétaire structurel propre à chaque pays, qui doit permettre d'assurer des finances publiques saines et tenables.

Dans un nombre limité d'États membres, notamment l'Allemagne, les Pays-Bas et le Luxembourg, le solde structurel a dépassé l'OMT. Ces pays disposent dès lors d'une marge budgétaire pouvant être exploitée pour suivre une orientation budgétaire expansive. L'Allemagne a utilisé cette marge pour financer la mise en œuvre des mesures contenues dans l'accord de coalition, comme des exemptions d'impôt plus larges ou encore des allocations familiales et des indemnités de retraite plus élevées. De ce fait, l'excédent budgétaire primaire structurel s'y est contracté de 0,4 point de pourcentage du PIB en 2019. Dans plusieurs pays de la zone euro, le solde budgétaire structurel est toutefois demeuré en deçà de l'OMT, si bien qu'il leur reste des efforts à consentir afin d'atteindre ledit objectif. Ces pays ne disposent par conséquent d'aucune marge budgétaire à proprement parler. Certains d'entre eux, dont la Belgique, l'Espagne et la France, n'en ont pas moins aussi mené une politique budgétaire expansive ; l'Italie a, pour sa part, suivi une orientation budgétaire plutôt neutre.

Certains des pays qui ont mené une politique budgétaire expansionniste disposaient de marges, d'autres pas

Le compte courant de la zone euro a clôturé 2019 sur un excédent de près de 3 % du PIB, soit un résultat légèrement inférieur à celui des années précédentes. Un excédent du compte courant de cette ampleur montre que la zone euro a davantage épargné qu'investi, ce qui comprime le taux d'intérêt « d'équilibre », ou « naturel » de l'euro (cf. encadré 1). L'ampleur de l'excédent du compte courant de l'ensemble de la zone euro reflète la conjonction des excédents systématiquement élevés affichés par plusieurs pays, en particulier l'Allemagne et les Pays-Bas, et de déficits plus restreints dans des pays où ils s'étaient souvent creusés considérablement avant la crise. Parmi ces derniers, certains, dont l'Espagne et l'Italie, dégagent depuis plusieurs années déjà un excédent. Depuis l'an dernier, la Belgique a quant à elle troqué son excédent contre un déficit.

Après une hausse ininterrompue de 2010 à 2017, l'excédent du compte courant de la zone euro est ressorti en 2019 à un niveau légèrement inférieur à celui affiché l'année précédente. Abstraction faite de la volatilité du compte courant irlandais, ce resserrement masque un certain rééquilibrage entre les comptes courants des pays de la zone euro. Les excédents des comptes courants allemand et néerlandais se sont en effet repliés, là où l'Espagne et l'Italie ont vu s'accroître les leurs et où le déficit de la Grèce s'est réduit. Reste à savoir si cette évolution amorce un processus de rééquilibrage plus symétrique au sein de la zone euro, impliquant également les États membres qui ont systématiquement enregistré d'importants excédents du compte courant. En tout état de cause, la diminution de l'excédent extérieur courant en Allemagne est en ligne avec l'accélération de la croissance des salaires observée ces dernières années et avec une utilisation plus large de la marge budgétaire en 2019. Les Pays-Bas ont également mené une politique budgétaire quelque peu expansionniste durant la dernière année.

ENCADRÉ 1

Les taux d'intérêt au plus bas : un phénomène mondial et structurel

La persistance de taux d'intérêt extrêmement bas, voire négatifs, frappe les esprits. Ce phénomène nourrit son lot de craintes (va-t-on bientôt devoir payer les banques pour qu'elles gardent notre épargne ?) et d'explications plus ou moins fondées. Pour y voir plus clair, le présent encadré rappelle les concepts en jeu et résume l'état du débat sur les causes du phénomène dans le monde et dans la zone euro.

Qu'est-ce qu'un taux d'intérêt ?

Le taux d'intérêt représente le « prix du temps ». Il mesure la rémunération de la patience dont fait preuve tout agent économique qui, en choisissant de ne pas dépenser, retarde la gratification immédiate retirée de sa consommation ou renonce aux gains futurs attendus d'un investissement productif. Un prix du temps élevé incite donc chacun à reporter la dépense à plus tard. Inversement, une baisse du taux d'intérêt incite à dépenser plus rapidement.

S'il y a prix, il y a forcément un marché où se croisent une offre et une demande que ce prix cherche à équilibrer. Sur ce marché des « fonds prêtables », l'épargne (offre de fonds) finance les emprunts (demande de fonds) des agents économiques qui souhaitent pouvoir dépenser plus que leur revenu (le ménage qui achète une voiture ou investit dans un logement, l'entreprise qui bâtit une usine, l'État qui construit une autoroute, etc.). Les prêts s'y font directement, sur le marché obligataire par exemple, ou indirectement, par le biais du système bancaire. À tout moment, le taux d'intérêt s'établit au niveau qui équilibre l'offre et la demande de fonds prêtables émanant de l'ensemble des agents. Par exemple, une hausse soudaine de l'épargne (offre de fonds) motivée par des craintes de récession induira une baisse du taux d'intérêt, laquelle encouragera l'emprunt (demande de fonds), de manière à retrouver l'équilibre.

Le rôle de l'inflation

Le mécanisme élémentaire décrit ci-dessus passe sous silence une considération importante dans le choix entre dépenser aujourd'hui et dépenser demain : la perte de pouvoir d'achat de la monnaie due à l'inflation. Telle une « taxe » sur le temps, l'inflation encourage à dépenser plus rapidement afin d'échapper à cette perte. Le taux d'intérêt évoqué plus haut doit donc obligatoirement tenir compte de cette taxe. Ce taux « économiquement pertinent » pour former les décisions d'épargne et d'emprunt s'appelle le taux d'intérêt réel.

Ce taux réel diffère des taux d'intérêt affichés par les banques ou publiés dans la presse car ceux-ci ne tiennent pas compte de la « taxe d'inflation ». On parle dans ce cas de taux d'intérêt nominaux. Pour obtenir le taux réel, il faut simplement soustraire du taux nominal les effets de l'inflation qu'on s'attend à subir en retardant sa dépense pendant une période donnée.

C'est précisément ici que les banques centrales jouent un rôle fondamental dans l'économie, en annonçant une cible d'inflation et en s'engageant à prendre les mesures nécessaires pour l'atteindre. À travers cet objectif de « stabilité des prix », elles informent donc les agents économiques sur le niveau probable de la « taxe d'inflation ». On peut aisément imaginer qu'une forte variabilité de l'inflation aurait les mêmes effets délétères sur les choix de dépense des agents que si les taux de TVA ou d'imposition

sur les revenus devenaient soudainement imprévisibles. Comme toute taxe, l'inflation doit être modérée, stable et prévisible pour ne pas perturber le fonctionnement de l'économie.

Dans la zone euro, la stabilité des prix a été définie comme un taux annuel d'inflation « inférieur à, mais proche de, 2 % à moyen terme ». Un taux d'inflation légèrement positif est généralement considéré comme souhaitable, notamment pour pallier le risque de déclenchement d'une spirale déflationniste incontrôlable [1]. Par ailleurs, la définition de l'objectif à moyen terme évite à la banque centrale de devoir ajuster constamment sa politique monétaire en réponse à des événements temporaires, comme des soubresauts des prix de l'énergie.

Politique monétaire et cible d'inflation

Pour garantir cette inflation modérée et prévisible, la banque centrale cherche à stabiliser l'activité économique à des niveaux proches du potentiel de plein emploi. Contrairement à ce qu'on pourrait penser, il ne s'agit pas du niveau maximum de production possible, mais de celui au-delà duquel salaires et prix augmenteraient à un rythme supérieur à la cible visée par la banque centrale. Inversement, un niveau de production inférieur au potentiel créerait du chômage et induirait des pressions baissières non souhaitables sur les prix et sur les salaires.

Le taux d'intérêt réel étant le levier pertinent pour influencer la dépense, l'activité et l'emploi, il est crucial pour le banquier central de connaître le niveau du taux réel qui équilibre l'offre et la demande de fonds prêtables tout en maintenant l'activité et l'emploi autour de leur niveau potentiel. Ce niveau de taux d'intérêt réel dit « d'équilibre » ou « naturel » (aussi connu sous le diminutif anglo-saxon de r^* – prononcez « r-star ») est la boussole guidant l'orientation de la politique monétaire. Bien que r^* soit inobservable, ses propriétés sont connues et il peut être estimé sur la base de données existantes.

Tout l'art de la politique monétaire consiste à stabiliser l'inflation autour de sa cible à travers le taux d'intérêt réel et l'influence que ce dernier exerce sur la dépense et sur l'activité économique. Ainsi, une inflation prévue durablement en deçà de sa cible est souvent le signe d'une économie tournant au ralenti par rapport à son potentiel. La banque centrale cherche alors à stimuler l'activité en abaissant le taux réel sous son niveau d'équilibre. Inversement, lorsque l'inflation est prévue durablement au-dessus de la cible, la banque centrale freine l'activité en relevant le taux d'intérêt réel au-delà de son niveau d'équilibre. Bien que la maîtrise de l'inflation et la stabilisation de l'activité économique aillent souvent de pair, cette « divine coïncidence » [2] n'est pas garantie. Ainsi, une augmentation durable des coûts de production qui ne trouve pas son origine dans un échauffement conjoncturel de l'économie – telle, par exemple, une tendance à la hausse des prix de l'énergie – réduit le potentiel de plein emploi, forçant la banque centrale à augmenter le taux réel pour contenir l'inflation au prix d'une baisse de l'activité.

1 La déflation – une diminution continue des prix – tend à se perpétuer automatiquement car l'anticipation de futures réductions de prix pousse les agents à reporter leurs dépenses à plus tard, ce qui déprime davantage la demande et pousse les prix à la baisse. Pour plus de détails sur la définition de la stabilité des prix telle qu'envisagée dans la zone euro, cf. https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.fr.html.

2 Ce terme est généralement attribué à Olivier Banchard et Jordi Gali (cf. Blanchard O. et J. Galí (2007), « Real Wage Rigidities and The New Keynesian Model », *Journal of Money, Credit, and Banking*, supplement to v. 39, 35–66), qui l'utilisent pour désigner précisément la situation dans laquelle la banque centrale peut stabiliser simultanément l'activité économique et l'inflation.

Il est à noter que les banques centrales ne peuvent directement piloter que les taux d'intérêt nominaux. Toutefois, les taux réels suivent le mouvement à partir du moment où les attentes des agents par rapport à l'inflation restent suffisamment stables (« bien ancrées », pour utiliser le jargon des banquiers centraux).

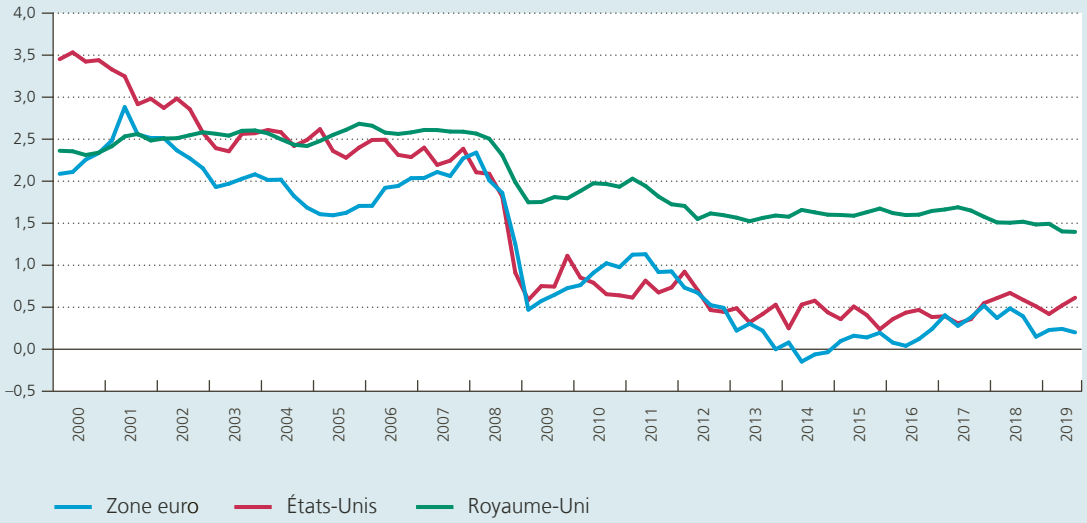
Les déterminants du taux d'équilibre

Si les banques centrales peuvent prétendre à une certaine maîtrise des taux nominaux et réels, il n'en va pas de même pour le taux d'équilibre, qui reflète des aspects de la situation économique sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise. Pour des économies ouvertes aux entrées et aux sorties de capitaux, comme la zone euro, l'évolution du taux d'équilibre dépend largement du jeu de l'offre et de la demande mondiales de fonds prêtables. Comme l'indique le graphique ci-après, les estimations de r^* disponibles pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni tendent à diminuer depuis le début des années 2000, la crise de 2008-2009 n'ayant fait qu'accélérer ce repli.

Les causes de ce recul sont multiples et englobent des facteurs qui poussent simultanément l'épargne à la hausse et l'investissement à la baisse. Parmi ceux-ci figurent en bonne place le vieillissement de la population en Occident et en Asie de l'Est (Chine, Corée du Sud, Japon) et, dans certains pays, la nette aggravation des inégalités de revenus. En effet, l'épargne des particuliers tend à augmenter à l'approche de l'âge de la retraite, tandis que les ménages les plus aisés affichent une plus forte propension à épargner leur surcroît de revenus. Les entreprises, quant à elles, ajustent leurs plans d'investissement à la perspective de marchés moins dynamiques, de gains de productivité moindres

Taux d'intérêt d'équilibre (r^*) : États-Unis, Royaume-Uni et zone euro

(pourcentages)



Source : calculs effectués d'après Holston K. et al. (2017), « Measuring the Natural Rate of Interest : International Trends and Determinants », *Journal of International Economics*, 108, supplement 1 (May) : S39–S75.

– une autre tendance structurelle dans nombre d'économies avancées susceptible de peser sur le taux d'équilibre – et d'une croissance globalement plus basse. Pour de nombreuses grandes entreprises, la faiblesse de l'investissement combinée à la persistance de marges de profit confortables et de dividendes stables a mécaniquement dopé l'épargne, les poussant soit à soutenir les cours de leurs propres actions en les rachetant massivement, soit à gonfler encore un peu plus la demande d'actifs peu ou pas risqués.

Par ailleurs, la perception de risques accrus a probablement stimulé l'épargne de précaution et découragé certains plans d'investissement, affaiblissant encore des perspectives de croissance déjà modestes. En particulier, les crises de 1997-1998 et de 2008-2009 ont douloureusement rappelé le coût exorbitant des crises financières, ce qui a poussé de nombreux pays à épargner davantage, soit pour corriger des déficits extérieurs insoutenables, soit pour accumuler d'importantes réserves permettant de faire face aux effets d'une future crise externe. Au niveau démographique, le risque de longévité – vivre plus longtemps qu'anticipé durant la vie active – continue de menacer la viabilité financière de systèmes de retraite déjà sous pression. Plus récemment, l'accroissement des risques géopolitiques, l'augmentation de l'incertitude liée aux politiques économiques elles-mêmes (par exemple l'émergence de conflits commerciaux) et les risques climatiques de plus en plus palpables n'ont rien fait pour inverser cette tendance.

Dans la zone euro, l'excès de fonds prêtables par rapport aux besoins d'emprunts est particulièrement prononcé, une réalité qu'exprime le surplus extérieur courant de la zone (par opposition au déficit extérieur des États-Unis) et qui accentue la pression baissière sur le taux d'intérêt d'équilibre de l'euro. Bien qu'une partie de l'épargne dans la zone euro serve à couvrir les besoins d'agents hors zone (c'est le pendant financier du surplus extérieur courant), les motifs de précaution sous-jacents à la hausse de l'épargne se sont traduits par une demande croissante d'actifs jugés sans risque, comme les titres publics de certains pays de la zone. Face à cette demande accrue, l'offre de ce type de titres a été limitée par la rapide embellie des finances publiques de grands émetteurs tels que l'Allemagne et par les doutes persistants quant à la solidité d'autres grands émetteurs comme l'Italie. Cela a contribué à sensiblement comprimer les taux nominaux des obligations, qui sont désormais négatifs ou nuls jusqu'à de longues maturités dans plusieurs pays.

La politique monétaire quand le taux d'équilibre est proche de zéro

La baisse du taux d'intérêt d'équilibre jusqu'à un niveau proche de zéro représente une contrainte pour la politique monétaire puisqu'elle réduit considérablement la marge de manœuvre dont dispose la banque centrale pour stimuler l'activité. En effet, des taux réels largement négatifs sont alors nécessaires, ce qui, dans un contexte d'inflation très faible, exige en principe des taux nominaux négatifs. Or, le taux nominal de zéro s'appliquant aux billets de banque limite cette possibilité, et seuls les coûts et le risque associés à la détention de grandes quantités de billets laissent une certaine marge pour amener les taux nominaux en territoire négatif et les y maintenir.

Il reste que, comme avec tout remède utilisé à fortes doses pendant longtemps, des effets secondaires indésirables pourraient se manifester :

1. Une telle incitation à l'endettement pourrait à terme donner lieu à des excès financiers. La qualité des bilans des entreprises, des particuliers, voire des gouvernements, pourrait s'en trouver durablement amoindrie, ce qui rendrait la normalisation éventuelle des taux particulièrement périlleuse.

2. La quête de rendements plus élevés écrase les primes de risque, affaiblissant ainsi les signaux de marché qui informent les investisseurs de la solvabilité des emprunteurs. Cette navigation à vue peut conduire à prendre des risques inconsidérés.

3. La compression des marges réalisées par les intermédiaires financiers sur leurs activités de prêt affecte leur rentabilité et pourrait à terme menacer la qualité de leur bilan.

4. Le remède lui-même pourrait perdre de son efficacité. Des taux nominaux négatifs sont en effet susceptibles de déstabiliser le marché des fonds prêtables, plutôt que de contribuer à le rééquilibrer. Si le motif de précaution domine les décisions d'épargne, le désir de maintenir un matelas de sécurité pourrait en réalité pousser les agents à gonfler encore leur épargne en cas de baisse des taux (et non à la réduire).

5. Des taux nominaux négatifs pourraient créer un sentiment d'injustice distributive, selon laquelle des épargnants vertueux paieraient une taxe bénéficiant à des débiteurs imprudents.

En conclusion, l'apparition de taux d'intérêt nominaux très bas, voire négatifs, a beau interpeller, elle reflète des évolutions structurelles générales (démographie, croissance en berne, risques accrus, inégalité croissante des revenus) qui échappent à la politique monétaire mais qui, dans un contexte de faible inflation, lui imposent d'abaisser les taux d'intérêt nominaux à des niveaux sans précédent. Ce phénomène ne traduit d'autre dessein que celui de ramener l'inflation vers sa cible. Il montre cependant les limites de l'approche conventionnelle de la politique monétaire et souligne à la fois l'utilité des mesures monétaires non conventionnelles, qui permettent d'agir sur des échéances plus longues de la courbe des rendements, et l'importance d'une plus grande contribution d'autres instruments de politique économique au maintien de l'activité à un niveau proche de son potentiel et au relèvement de celui-ci.