

CEPII

# L'économie mondiale 2019

« Une synthèse précieuse. »

LES ÉCHOS

Collection

R E P È R E S



La Découverte

ÉCONOMIE

SOCIOLOGIE

SCIENCES POLITIQUES • DROIT

HISTOIRE

GESTION

CULTURE • COMMUNICATION

# Table des matières

Couverture

Page de titre

Copyright

Présentation

Introduction (Isabelle Bensidoun et Jézabel Couppey-Soubeyran)

I. Vue d'ensemble : une croissance sous tension (Sébastien Jean)

La croissance accélère au-delà de ce qui était anticipé

Le commerce et les prix des matières premières reprennent des couleurs

Des incertitudes profondes demeurent

L'économie mondiale va bien, pas la mondialisation

II. La zone euro en crise existentielle (Anne-Laure Delatte)

Une première décennie en déséquilibres

Les réponses à la crise : les pas de géant, les faux pas et les chutes

Quel avenir pour la zone euro ?

III. Inflation et macroéconomie dans la globalisation (Michel Aglietta, Gilles Dufrénot et Anne Faivre)

Les avatars de la courbe de Phillips

Le rôle du cycle financier et de la globalisation financière

Le rôle des anticipations a changé

La baisse de l'inflation a un caractère structurel

IV. Effets macroéconomiques des politiques fiscales : Keynes, le retour (François Geerolf et Thomas Grjebine)

Le coût de l'oubli des mécanismes keynésiens

La victoire des théories néoclassiques

Les mécanismes keynésiens réhabilités par la macroéconomie empirique

Réconcilier les modèles macroéconomiques avec les faits empiriques

V. Le partage de la valeur ajoutée : un problème capital (Sophie Piton et Antoine Vatan)

Le constat d'une baisse de la part attribuée au travail depuis le début des années 1980

Les évolutions technologiques n'expliquent pas tout

Une augmentation importante des profits

Partage de la valeur ajoutée et montée des inégalités

VI. Compter les multinationales autant qu'elles comptent (Vincent Vicard)

Qu'est-ce qu'une entreprise multinationale ?

Un peu de recul, mais peu de données

Le rôle des filiales des multinationales dans leurs économies d'accueil

Quid des multinationales nationales ?

## **VII. L'Afrique des transitions (Christophe Cottet, Gaël Giraud et Laëtitia Tremel)**

L'Afrique subsaharienne face aux grandes transitions

Le resserrement annoncé de la contrainte de financement, prochain test pour la prospérité des pays

d'Afrique subsaharienne

## **Base de données sur l'économie mondiale (Alix de Saint Vaulry)**

# Introduction

*Isabelle Bensidoun*

Isabelle Bensidoun, économiste au CEPII.

*Jézabel Couppey-Soubeyran*

Jézabel Couppey-Soubeyran, maître de conférences à l'université Paris-1 Panthéon-Sorbonne et conseillère éditoriale au CEPII, ont assuré la conception et la coordination de cet ouvrage.

Il y a un an, la question était de savoir si le frémissement que connaissait l'économie mondiale allait se confirmer. À l'été 2018, la réponse est claire du côté de la croissance qui accélère aussi bien dans les économies avancées que dans les économies émergentes ; du côté du chômage aussi, qui recule au niveau mondial, et de l'investissement, qui, après avoir marqué le pas pendant de longues années, tire la croissance des économies avancées. De quoi être gagné par l'optimisme et s'imaginer pouvoir ranger au placard les sombres thèses sur la stagnation séculaire. Mais ce serait, pour Sébastien Jean qui signe le chapitre I, aller un peu vite en besogne. Car si l'inflation redémarre, portée par le renchérissement du pétrole, l'inflation sous-jacente, elle, est loin de repartir. Le rebond de croissance répond pour beaucoup à des mesures de soutien procyclique, tandis que la tendance de long terme reste peu dynamique. Quant aux politiques monétaires, elles sont confrontées au défi de se normaliser sans casser la croissance et sans nourrir l'instabilité financière, tout en œuvrant suffisamment rapidement pour ne pas manquer de marges de manœuvre lorsque le cycle se retournera. À cela s'ajoutent les tensions internationales provoquées par les décisions du président américain, dont on ne peut exclure qu'elles dégénèrent en guerre commerciale.

Tensions aussi en zone euro où la reprise économique est ternie par les doutes quant à la pérennité du projet européen. Si le dialogue franco-allemand paraît renoué, les petits pas qui avaient permis d'avancer par le passé ne suffisent plus aujourd'hui. La diversité des préférences politiques s'est accrue. Comme le montre Anne-Laure Delatte dans le chapitre II, les compromis politiques nécessaires pour compléter la monnaie unique paraissent inatteignables à court terme. En outre, la réforme de la monnaie unique ne suffira pas. Restaurer l'adhésion des citoyens nécessite d'aller au-delà de l'économique, en se dotant d'une Europe qui protège et répond à leurs préoccupations qui concernent avant tout la sécurité, les inégalités et la crise environnementale.

La reprise s'effectue, en outre, dans un contexte macroéconomique qui s'est profondément transformé. L'un des plus importants changements structurels concerne l'inflation. Bien sûr, la reprise économique s'est accompagnée d'une remontée conjoncturelle des prix, ceux du pétrole notamment. Mais l'inflation sous-jacente, la seule à pouvoir exprimer la tendance de long terme de l'inflation, a bien du mal à rejoindre sa cible, malgré un chômage très faible aux États-Unis et en baisse en Europe, cela parce que l'évolution des salaires demeure inerte. L'inflation est devenue structurellement basse. Comme nous le montrent Michel Aglietta, Gilles Dufrénot et Anne Faivre dans le chapitre III, cette évolution remet en cause les schémas théoriques de la macroéconomie contemporaine, qui font trop peu de place à la globalisation et aux cycles financiers.

Autre remise en cause pour la macroéconomie, celle à laquelle conduit l'analyse des effets des politiques fiscales sur l'activité que François Geerolf et Thomas Grjebine mènent dans le chapitre IV. En raison d'une approche essentiellement néoclassique depuis plus de trente ans, ces effets ont été largement sous-estimés au moment de la crise des dettes souveraines, avec des conséquences dramatiques sur les plans tant humain que politique. Car la fiscalité n'a pas que des effets d'incitation, elle a surtout des effets multiplicateurs qui passent par la demande agrégée : des effets keynésiens, en somme ! Reconsidérer les fondements microéconomiques des modèles macroéconomiques pour qu'ils se fondent sur la réalité est un impératif si l'on souhaite sortir de ce que Paul Krugman a qualifié de « temps sombres de la macroéconomie ».

Un autre changement structurel de taille, auquel l'économie mondiale est confrontée, est celui qui concerne le partage de la valeur ajoutée. Comme le montrent Sophie Piton et Antoine Vatan dans le chapitre V, celui-ci a évolué au détriment des rémunérations salariales. Faut-il y voir une conséquence du progrès technologique qui se traduit par une plus grande accumulation du capital et par un essor du capital incorporel (logiciels, recherche et développement, etc.) ? Ou l'explication réside-t-elle plutôt dans l'augmentation du pouvoir de marché des entreprises et la capacité que cela leur confère d'engranger des profits ? Ou bien encore dans les changements de gouvernance qui font prédominer l'intérêt des actionnaires ?

Acteurs majeurs du monde globalisé, les multinationales comptent autant pour leur pays d'accueil, à l'insertion internationale desquels elles participent, que pour leur pays d'origine, dont elles représentent une part importante de l'activité. Il n'en demeure pas moins que l'on manque encore d'outils pour mesurer à la fois leurs activités à une échelle globale et la spécificité des échanges entre filiales localisées dans différents pays. Dans le chapitre VI, Vincent Vicard prévient que cela empêche non seulement d'en appréhender pleinement les enjeux, mais également de définir des politiques économiques adaptées pour réguler leur activité et notamment parvenir à les taxer là où elles sont actives.

Si la reprise s'est confirmée dans les économies avancées et dans nombre de pays émergents et en développement, à l'échelle du sous-continent africain au sud du Sahara les performances globales de ces deux dernières années ne sont guère enthousiasmantes. C'est que le prix du pétrole dicte encore largement son comportement à la croissance. Ces performances globales ne doivent toutefois pas occulter les bons résultats d'une large partie de la région et l'accès facilité à l'endettement extérieur dont la région a bénéficié. Si celui-ci laisse craindre la répétition d'un nouveau cycle d'endettement, il n'est en rien inéluctable, nous indiquent Christophe Cottet, Gaël Giraud et Laëtizia Tremel dans le chapitre VII, et ce d'autant moins que les modalités de financement du développement réussiront à se diversifier. Cette diversification est essentielle car l'Afrique subsaharienne aura besoin, dans les années qui viennent, de performances macroéconomiques à la hauteur des défis qu'elle doit relever : qu'il s'agisse de sa transition démographique encore inachevée ou de la transition vers une économie bas-carbone indispensable pour assurer, notamment, sa sécurité alimentaire.

Les compléments statistiques présentés en fin d'ouvrage ont été rassemblés par Alix de Saint Vaulry.

# I. Vue d'ensemble : une croissance sous tension

*Sébastien Jean*

Sébastien Jean est directeur du CEPIL.

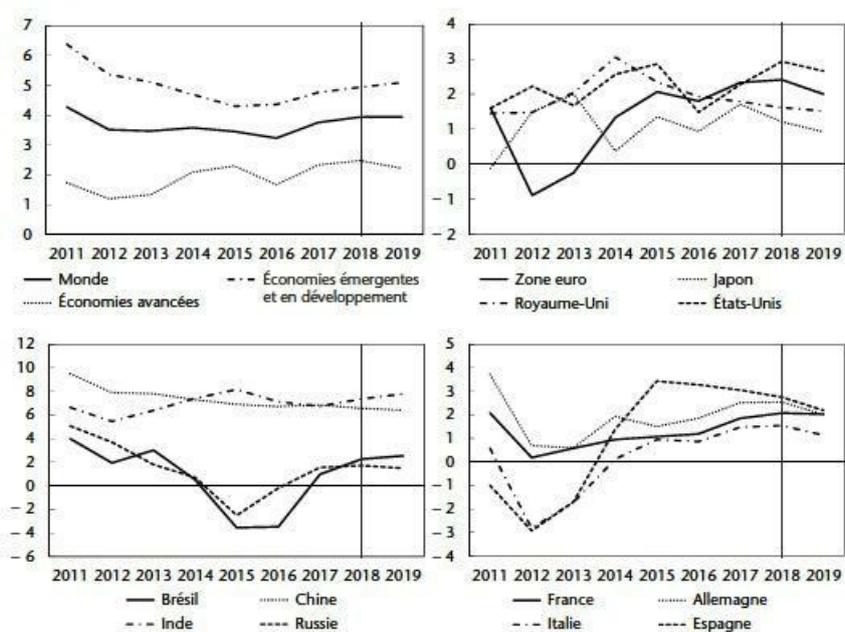
À l'été 2017, l'économie mondiale connaissait une embellie, résultant d'une combinaison heureuse d'améliorations conjoncturelles dans beaucoup de grands pays émergents et industrialisés. Un an plus tard, cette situation conjoncturelle fait mieux que se maintenir, elle s'améliore en moyenne. Le FMI a ainsi révisé son évaluation de la croissance mondiale de 3,5 % à 3,8 % en 2017, et prévoit pour 2018 une accélération à 3,9 %, provenant aussi bien des pays émergents et en développement que des économies avancées [FMI, 2018a]. Dix ans après la crise, cette amélioration peut apparaître comme un démenti à la thèse abondamment débattue ces dernières années d'une stagnation séculaire, qui serait annonciatrice d'une période durable de croissance atone. En somme, cette conjoncture florissante devrait porter à l'optimisme. Il n'en est rien : les incertitudes sur l'avenir de l'économie mondiale n'ont pas diminué, au contraire. La tendance des gains de productivité reste incertaine, la faiblesse structurelle de l'inflation n'est pas démentie, la fuite en avant de l'endettement n'est pas endiguée, la normalisation des politiques monétaires est à peine entamée et les relations internationales atteignent un état de tension paroxystique. Dans ce contexte, il est à craindre que l'état de la route ne permette pas à cette accélération de porter des fruits durables sans embardée. La croissance s'affirme. La tension et les risques également.

# La croissance accélère au-delà de ce qui était anticipé

Les États-Unis comme la zone euro et le Japon ont vu leur croissance s'accélérer en 2017 par rapport à l'année précédente (graphique 1), dans des circonstances pourtant très différentes. Avec 2,3 % de croissance en 2017 et 2,9 % prévus pour 2018, l'économie américaine affiche une santé presque insolente. Le cycle de croissance, amorcé en juillet 2009, ne donne pas de signe de retournement, alors même qu'il est désormais le deuxième plus long de l'histoire moderne américaine, d'après les statistiques collectées par le NBER qui commencent en 1854, et que le taux de chômage est inférieur à 4 %. La conjoncture a été portée par une consommation des ménages dynamique et surtout par une croissance soutenue de l'investissement (3,4 %). La réforme fiscale de l'administration Trump, votée en décembre 2017, vient en outre donner un coup de fouet de taille, puisqu'elle devrait se traduire par une baisse des recettes fiscales de l'ordre de 1 500 milliards de dollars sur dix ans, principalement du fait de la baisse de l'impôt sur les sociétés, dont le taux passe de 35 % à 21 %. Cette réforme pose question. D'une part, elle apporte une stimulation budgétaire à une économie dont on peut d'ores et déjà se demander si elle n'est pas en surchauffe. D'autre part, en bénéficiant principalement aux entreprises et aux particuliers fortunés, elle accroît les inégalités dans un pays où leur explosion depuis le début des années 1980 constitue un défi politique de première ampleur. Il reste que son impact immédiat est de stimuler la croissance par la baisse de la fiscalité (voir chapitre IV). La réforme y ajoute de fortes incitations pour les entreprises américaines à rapatrier sur le territoire des États-Unis les énormes liquidités (estimées entre 2 500 et 3 000 milliards de dollars) qu'elles gardaient à l'étranger, en leur permettant de bénéficier d'un taux réduit de 15,5 % pour leurs avoirs en liquide ou équivalent et de 8 % pour le reste. Même si ces taux réduits ont pour conséquence de baisser les recettes fiscales par rapport à ce qu'elles auraient pu être, l'imposition de ces liquidités crée dans l'immédiat des revenus supplémentaires. Apple, l'entreprise ayant les plus importantes liquidités à l'étranger (de l'ordre de 250 milliards de dollars), a ainsi annoncé en janvier 2018 qu'elle paierait 38 milliards de dollars au titre de leur imposition. Concrètement, ces rapatriements de liquidités sous une fiscalité avantageuse ne semblent pas avoir significativement augmenté les projets d'investissement et devraient surtout bénéficier aux actionnaires des entreprises concernées. Ce soutien aux cours boursiers survient alors même que les valorisations boursières atteignent un niveau historiquement haut : l'indice de Shiller montre ainsi que les cours boursiers ont représenté au premier semestre 2018 plus de 32 fois les bénéfices corrigés des fluctuations cycliques, un niveau qui n'a été dépassé qu'une seule fois, entre juillet 1997 et juillet 2001 au moment de la bulle spéculative des valeurs de l'Internet, sur les cent trente années couvertes par ces statistiques. Un tel niveau de valorisation ne serait soutenable que si un accroissement considérable de la profitabilité des entreprises était à venir dans les prochaines années, ce qui semble peu probable. À défaut, un ajustement surviendrait tôt ou tard et le soutien apporté par la réforme fiscale aux cours boursiers apparaîtrait alors comme une injection d'air dans une bulle déjà bien gonflée.

## Graphique 1 – Croissance du PIB

(en %)



Note : estimations pour 2017, prévisions pour 2018 et 2019.

Source : FMI [2018a].

En Europe, la conjoncture économique s'est améliorée en 2017 dans la grande majorité des pays, la croissance de l'Union passant de 2 % en 2016 à 2,7 % en 2017 (2,3 % pour la zone euro, également en accélération). Pour reprendre le terme utilisé par la Banque centrale européenne, cette évolution reflète pour l'essentiel la « solidification » de la phase de croissance consécutive à la crise des dettes souveraines en zone euro, qui avait elle-même suivi de peu la crise économique et financière mondiale. À l'inverse des États-Unis, il s'agit donc d'une phase de reprise relativement « jeune », surtout après un double choc aussi violent. Dans un tel contexte, cette performance n'a rien d'exceptionnel. Il reste que la reprise de l'investissement s'est confirmée (+3,5 % en zone euro en 2017) et que le taux de chômage continue à décroître, même s'il reste élevé, à 7 % pour l'Union européenne en mai 2018 et 8,4 % pour la zone euro.

Au Japon, les exportations et l'investissement ont été les principaux moteurs de la croissance. À 1,7 %, son rythme en 2017 représente non seulement une amélioration significative par rapport aux 0,9 % de 2016, mais également la sixième année consécutive de croissance, à un niveau moyen de 1,3 %, une performance plus qu'honorable pour une économie dont la population en âge de travailler décroît désormais rapidement. À 2,2 % en mai 2018, le taux de chômage atteignait d'ailleurs son plus bas niveau depuis octobre 1992. La suite apparaît plus incertaine dans un contexte où l'endettement public continue de grimper tandis que le gouvernement a encore une fois repoussé l'échéance qu'il s'était fixée pour atteindre l'équilibre budgétaire hors charges de la dette, pour la situer désormais à 2025. Les entreprises éprouvent des difficultés à embaucher, sans toutefois que les salaires progressent significativement, les augmentations annuelles hors bonus se limitant à 1,3 % en février 2018. Cette atonie tenace des salaires est difficile à expliquer, mais elle tient probablement à la combinaison d'un marché du travail fortement

dual (plus d'un tiers des travailleurs ont des contrats non permanents, avec des conditions de protection et de rémunération très inférieures aux autres), d'une faible syndicalisation, de grandes entreprises très exposées à la concurrence internationale et d'anticipations déflationnistes désormais profondément ancrées. Dans ce contexte, la demande des ménages reste relativement atone et la hausse de TVA maintenant prévue pour octobre 2019, après avoir été repoussée elle aussi, fait craindre un impact récessif comme celui observé à la suite de la précédente hausse.

Les pays émergents et en développement ont également contribué à l'accélération de la croissance mondiale, avec un taux moyen de 4,8 % en 2017, et une prévision de 4,9 % pour 2018 d'après le FMI, après 4,4 % en 2016. La croissance en Chine n'est plus à son niveau du début de la décennie, mais elle fait mieux que se maintenir, à 6,9 % après 6,7 % en 2016. La demande intérieure y a été le moteur le plus dynamique, la consommation publique et privée contribuant à presque 60 % à la croissance du PIB. Le rééquilibrage de l'économie au profit de la consommation est donc toujours en cours, même si le taux d'investissement reste extraordinairement élevé, à plus de 40 %. La politique monétaire relativement accommodante a permis de maintenir l'orientation positive de la conjoncture, dans un contexte où les attentes politiques étaient fortes à l'occasion du XIX<sup>e</sup> Congrès du Parti communiste chinois, tenu en octobre 2017. Il reste que la croissance trépidante du crédit semble avoir été maîtrisée, à défaut d'avoir reflué : après être passé de 170 % fin 2008 à presque 300 % début 2017 (d'après les calculs de l'Institute of International Finance), le ratio crédit/PIB s'est depuis stabilisé, les autorités chinoises s'efforçant de mettre un terme à la fuite en avant et à la montée des risques liés à l'endettement des entreprises non financières et au développement du secteur financier non régulé (*shadow banking*).

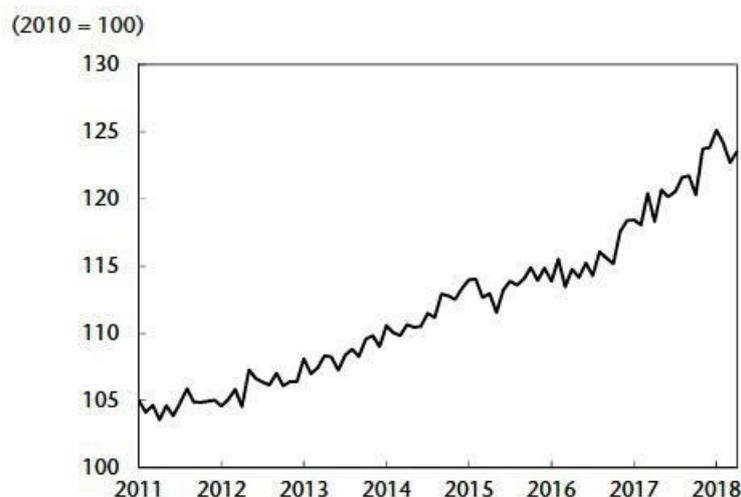
La croissance en Inde est également restée solide, à 6,7 % en 2017, même si ce niveau n'est pas à la hauteur des attentes que suscite ce pays encore très pauvre. La croissance y a en effet ralenti pour la deuxième année consécutive. La démonétisation soudaine des plus grosses coupures en novembre 2016 en est la principale explication, la pénurie de liquidités qu'elle a provoquée ayant significativement perturbé l'activité. La dissipation de cet effet laisse toutefois attendre une reprise de la croissance dans les années à venir. Dans le même temps, le Brésil et la Russie ont enfin retrouvé une croissance positive, bien que faible (1 % et 1,5 % respectivement), après deux années de crise pour chacun d'entre eux, et devraient poursuivre leur redressement.

# Le commerce et les prix des matières premières reprennent des couleurs

2017 a donc marqué une accélération de la croissance au niveau mondial, principalement sous l'impulsion du dynamisme de l'investissement dans les grandes économies avancées, et de la demande dans les économies émergentes. Le taux de chômage mondial calculé par la BRI chutait à 5,5 % fin 2017, en baisse de presque 1,5 point par rapport au début de la décennie.

Cette conjoncture favorable s'est naturellement traduite par une accélération des échanges (graphique 2). À 4,6 %, la croissance en volume du commerce mondial de marchandises a retrouvé en 2017 un niveau qu'elle n'avait plus atteint depuis 2011 (d'après les chiffres du CPB, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis). La reprise de l'investissement et de la production industrielle (+ 3,4 % en volume au niveau mondial d'après le CPB) ont été de puissants moteurs expliquant ce dynamisme, qui semble cependant relever avant tout du redressement conjoncturel. La tendance donnait d'ailleurs de sérieux signes de ralentissement au printemps 2018. La rupture structurelle, qui a vu la croissance des échanges mondiaux ralentir de façon durable après la crise par rapport à son niveau d'avant crise, ne se dément donc pas, et les évolutions récentes sont cohérentes avec une situation d'ensemble dans laquelle les échanges commerciaux croissent à un rythme comparable à celui du revenu, avec toutefois des fluctuations cycliques plus marquées [Jean, 2017]. Il reste que le dynamisme des exportations a été une source bienvenue de croissance dans nombre de pays, notamment au Japon, en Asie de l'Est et en Europe centrale.

**Graphique 2 – Indice mensuel du volume des échanges mondiaux de marchandises**

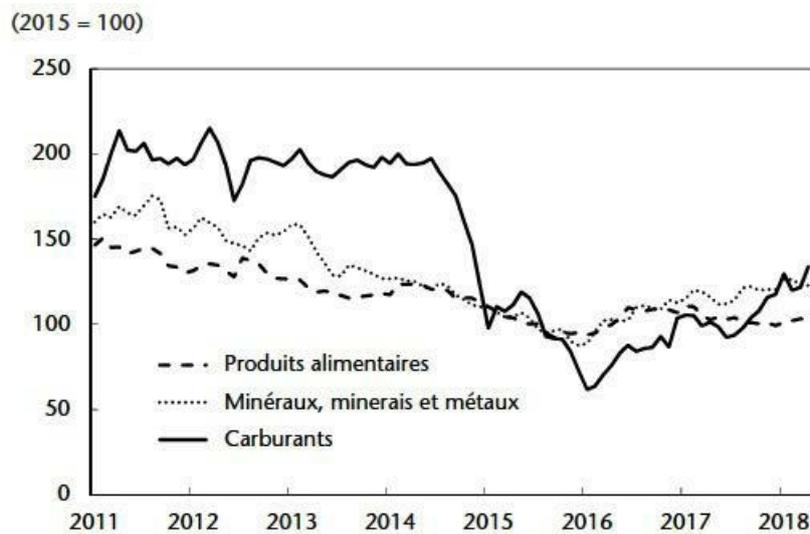


*Source : World Trade Monitor, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).*

Sur les marchés des matières premières, ce dynamisme s'est traduit par une remontée des prix du pétrole et des principaux métaux, en particulier à partir du milieu de l'année 2017 (graphique 3). Le prix du baril a également été soutenu par l'incertitude liée à la production du Venezuela, pris dans une crise économique dramatique et profondément déstructurante, et de l'Iran, mis sous pression par la menace des

États-Unis de se retirer de l'accord sur la maîtrise de son armement nucléaire, qui s'est concrétisée en mai 2018. La tendance haussière est toutefois contenue par la volonté affichée de la Russie et de l'Arabie saoudite d'augmenter leur production, cette dernière subissant de fortes pressions américaines en ce sens. À terme relativement bref, une poursuite de la hausse des cours pourrait bien se traduire également par une augmentation de la production américaine de pétrole de schiste, qui tendrait à la modérer. Quoiqu'il en soit, cette remontée des cours du pétrole constitue un ballon d'oxygène pour les pays producteurs, que la violente baisse entre mi-2014 et fin 2015 avait étranglés financièrement. Sur les produits alimentaires, en revanche, la tendance est restée relativement atone, dans un contexte d'offre dynamique et de stocks élevés, en particulier pour le blé. S'il est difficile de préjuger des tendances à venir, le début 2016 apparaît clairement aujourd'hui comme un point bas de l'évolution des prix des matières premières, qui s'en éloignent depuis de façon continue et significative, illustrant ainsi l'amorce d'un cycle nouveau.

### Graphique 3 – Indices des prix des matières premières



Note : indices de prix mesurés en dollars.

Source : CNUCED.

# Des incertitudes profondes demeurent

La conjoncture mondiale qui vient d'être décrite devrait inciter à l'optimisme : des bonnes surprises dans plusieurs grandes économies, pas de contreperformance de poids à l'échelle mondiale, une production industrielle et des échanges commerciaux dynamiques. En outre, les regains de croissance et d'inflation ont fait passer au second plan le débat sur la stagnation séculaire, qui a cristallisé ces dernières années les interrogations sur le risque d'une longue phase de croissance atone combinée à une inflation très faible, voire négative. À bien y regarder, toutefois, beaucoup des inquiétudes sous-jacentes restent sans réponse claire.

Il en est ainsi de l'inflation dont la remontée dans la plupart des pays développés s'est en grande partie nourrie de la hausse des prix des matières premières, le pétrole en premier lieu, alors que l'inflation sous-jacente est restée faible, s'établissant en avril 2018, sur douze mois glissants, à 2,1 % aux États-Unis, 1,0 % en zone euro et 0,4 % au Japon. Pour des raisons qui sont détaillées dans le chapitre III, si la légère remontée constatée en la matière montre que les fluctuations cycliques des prix subsistent, elle ne dément pas la persistance d'un régime d'inflation basse, reflet d'une mutation du régime de croissance. Dans ce cadre, la relation entre emploi et inflation paraît durablement transformée, le taux de chômage devenant un indicateur trop étroit de l'état du marché du travail. Il en est de même du lien entre croissance et inflation qui s'est délité sur fond de forte financiarisation des économies, les prix des actifs jouant désormais un rôle de premier plan dans les fluctuations économiques et financières

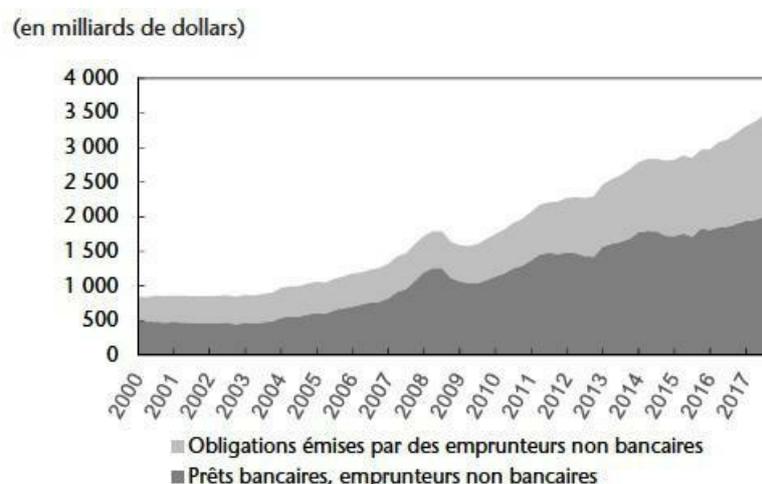
Le rebond de croissance, quant à lui, a trouvé une partie notable de son impulsion dans des mesures de soutien conjoncturel procyclique. C'est évidemment le cas de la réforme fiscale américaine, mais également du maintien de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes au Japon. Là, comme dans beaucoup d'autres pays riches, la croissance est supérieure au niveau estimé de son potentiel, alors que les gains de productivité globale des facteurs restent faibles, nettement inférieurs à 1 % l'an en moyenne dans les pays de l'OCDE. La tendance de long terme de la croissance dans les économies développées demeure ainsi peu dynamique.

Quant aux politiques monétaires, elles restent accommodantes, alors même que les interrogations montent quant à un possible retournement du cycle. Aux États-Unis, la Fed a largement entamé la normalisation de sa politique monétaire, avec des hausses des taux d'intérêt à court terme en décembre 2017, puis en mars et en juin 2018 (la septième hausse depuis décembre 2015), laissant entendre qu'elle les relèverait de nouveau à deux reprises en 2018, revenant ainsi à une situation de politique monétaire neutre. En juin 2018, ses taux directeurs se situaient entre 1,75 % et 2 %. De son côté, la Banque centrale européenne a réduit en janvier le rythme mensuel de son programme d'achats d'actifs de 60 milliards d'euros à 30 milliards d'euros et annoncé son intention de mettre fin à ces achats d'ici la fin de l'année 2018 si la progression de l'inflation se poursuit. Son principal taux de refinancement est maintenu à zéro et le taux sur les dépôts de liquidités des banques reste négatif à - 0,40 %, ces taux n'ayant vocation à être augmentés que « bien après » la fin des rachats d'actifs. Quant à la Banque du Japon, on ne peut pas parler de normalisation puisqu'elle maintient un taux d'intérêt négatif sur certains dépôts des banques (- 0,1 %),

une conduite des taux visant à maintenir les rendements obligataires à dix ans autour de 0 % et un programme de rachats d'actifs importants. Il reste que l'ampleur de ces rachats d'actifs a diminué, témoignant là aussi d'une inflexion.

Cette situation est porteuse de deux défis. Dans l'immédiat, il s'agit d'arriver à mettre en œuvre la normalisation des politiques monétaires américaine et européenne sans casser la croissance et sans provoquer d'instabilité importante sur les marchés financiers. Alors que les crédits libellés en dollars aux emprunteurs non bancaires des économies en développement dépassaient 3 500 milliards de dollars fin 2017 d'après la BRI (graphique 4), la conduite de la normalisation de la politique monétaire américaine est à hauts risques. Ceux-ci ne se sont pas matérialisés en 2017 parce que la Fed a su rendre son resserrement prévisible et très progressif, mais aussi en raison de la baisse du dollar, dont le taux de change effectif (c'est-à-dire pondéré par les échanges) a chuté de 8 % entre fin 2016 et janvier 2018. Cette faiblesse relative du dollar reflétait la bonne conjoncture dans le reste du monde et les incertitudes sur la politique budgétaire américaine, mais le resserrement de la politique monétaire pousse au contraire le billet vert à la hausse, comme en témoigne son raffermissement depuis le printemps 2018. Les conséquences potentiellement négatives de ce resserrement pour les économies émergentes fragiles apparaissent alors clairement, la hausse du taux de change se combinant avec celle des taux d'intérêt pour accroître le coût du financement en dollars. En l'occurrence, il en est résulté des tensions sur le financement extérieur en Turquie et en Argentine, amenant cette dernière à solliciter l'assistance du FMI en mai 2018. Plus généralement, les marchés financiers apparaissent vulnérables parce qu'ils ne semblent pas intégrer correctement l'éventualité d'une remontée rapide de l'inflation ou d'une dégradation subite de la conjoncture : les taux à long terme comme les primes de risque restent très bas. Dans ce contexte, une surprise d'inflation, c'est-à-dire une remontée de l'inflation au-delà de ce qui est anticipé, pourrait provoquer un ajustement brutal si elle amenait la Fed à modifier son diagnostic et sa trajectoire de politique monétaire de façon imprévue [FMI, 2018b].

#### **Graphique 4 – Crédits en dollars aux emprunteurs non bancaires des économies en développement**



**Source : Banque des règlements internationaux.**

Le second défi sera d'arriver à normaliser les politiques monétaires avant la prochaine crise. L'échéance d'un retournement cyclique est par nature très difficile à prévoir et rien ne permet d'affirmer qu'elle est

proche pour les principales économies. Toutefois, dans un contexte où la phase d'expansion est déjà longue dans plusieurs économies, et même exceptionnellement longue aux États-Unis, il est difficile d'écarter la possibilité d'un retournement prochain. Les normalisations des politiques monétaires, nécessairement progressives, prendront encore longtemps. Alors que les politiques budgétaires restent également accommodantes dans plusieurs grandes économies, notamment aux États-Unis et au Japon, le risque est de voir la prochaine crise économique survenir dans un contexte où les politiques macroéconomiques présenteraient très peu de marges de manœuvre pour en atténuer les effets. Dans l'Union européenne, nous l'avons souligné, la phase de croissance reste relativement jeune dans la plupart des économies et devrait pouvoir se poursuivre plusieurs années si aucune cause extérieure ne vient la perturber. La crise politique que traverse l'Union empêche pourtant de regarder le futur proche avec une confiance excessive. La constitution en juin 2018 d'un gouvernement italien combinant deux partis que l'on peut qualifier d'« antisystème » symbolise cette crise, qui se nourrit de profondes divisions sur la politique migratoire, d'une résurgence du nationalisme dans différents pays d'Europe centrale, et d'une difficulté à mettre en œuvre des réformes sensibles en dehors des périodes de crise. Ce dernier aspect se traduit de manière particulièrement problématique pour la zone euro, dont la réforme continue à piétiner alors même qu'elle apparaît indispensable pour faire face aux futures crises (voir chapitre II).

# L'économie mondiale va bien, pas la mondialisation

Dans ce contexte de forte interdépendance économique sur fond d'incertitude importante, une organisation ordonnée et stable des relations internationales est plus nécessaire que jamais. Mais c'est tout le contraire qui se profile depuis l'arrivée au pouvoir de Donald Trump, qui aligne de façon méthodique les coups de boutoir dans l'ordre multilatéral.

Après avoir annoncé le retrait de son pays de l'Accord de Paris sur la lutte contre le changement climatique en juin 2017, puis de l'UNESCO en octobre 2017, c'est de l'Accord de Vienne sur le nucléaire iranien qu'il déclarait en mai 2018 que les États-Unis se retiraient. Depuis mars 2018, il a en outre annoncé, puis commencé à mettre en œuvre des mesures de protection commerciale de grande ampleur : d'une part, des droits de douane additionnels de 25 % sur les importations d'acier et de 10 % sur les importations d'aluminium, touchant tous les partenaires sauf l'Australie et quelques-uns ayant accepté de passer un accord de restrictions volontaires des exportations (Corée du Sud, Argentine et Brésil), pour un total d'environ 40 milliards de dollars d'importations ; d'autre part, des droits de douane additionnels de 25 % sur 50 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine, frappant une multitude de produits.

Ces mesures sont exceptionnelles, non seulement par les montants concernés, mais également par les instruments utilisés, qui sont dans les deux cas des entorses flagrantes aux engagements pris par les États-Unis dans les accords qui fondent l'Organisation mondiale du commerce, dont le président américain dit régulièrement tout le mal qu'il en pense. Donald Trump n'en fait d'ailleurs pas mystère : il n'aime pas les accords multilatéraux, leur préférant l'approche bilatérale, plus propice selon lui à faire valoir la position de force des États-Unis et son art supposé de nouer des accords avantageux.

Il fallait s'y attendre, ces mesures de protection commerciale ont donné lieu à des représailles de tous les principaux partenaires des États-Unis, auxquelles Donald Trump annonce vouloir répliquer par de nouvelles mesures. C'est une véritable guerre commerciale qui menace si toutes ces mesures étaient effectivement mises en œuvre. Quelle que soit la durée et la configuration précise d'un tel scénario, il aurait sans attendre un effet négatif marqué sur l'investissement et le climat des affaires, voire sur l'emploi chez les exportateurs perdant leurs débouchés. Il pourrait également provoquer une surprise d'inflation aux États-Unis, potentiellement déstabilisatrice pour les marchés financiers. Autant de raisons pour voir dans les politiques de Donald Trump un facteur d'incertitude majeur pour l'économie mondiale.

Si la personnalité du président américain focalise l'attention, précipite les échéances et tend les relations, les causes d'une telle attitude sont en réalité plus profondes. En particulier, le développement foudroyant de l'économie chinoise menace la position dominante des États-Unis jusque dans les secteurs de haute technologie, qui seront les moteurs de la croissance et de la puissance de demain. Le plan *Made in China 2025* vise d'ailleurs explicitement à acquérir des positions dominantes dans des secteurs sensibles comme la robotique, l'intelligence artificielle ou les véhicules électriques. Pour y parvenir, la politique industrielle chinoise s'appuie sur le rôle de coordination de l'État et du Parti, tout en laissant s'exprimer

la concurrence et les logiques de marché. Ce système *sui generis* n'existait pas en tant que tel lorsque les règles de l'Organisation mondiale du commerce ont été conçues, et les États-Unis, comme d'ailleurs beaucoup d'autres économies avancées, sont sceptiques sur leur capacité à permettre une concurrence internationale non faussée dans ce contexte [Wu, 2016]. Même si les foucades de Donald Trump et son obsession pour les déficits commerciaux et les industries anciennes peuvent brouiller l'analyse, c'est bien cette concurrence stratégique qui est le déterminant profond des tensions sino-américaines : les États-Unis ne se conçoivent plus comme le défenseur d'un ordre international dont ils ont été l'architecte, mais comme une puissance menacée par des « concurrents stratégiques », pour reprendre le terme par lequel la Stratégie nationale de sécurité publiée par la Maison-Blanche en décembre 2017 désignait la Chine et la Russie.

De telles tensions entre les deux premières puissances mondiales sont un redoutable défi pour les institutions multilatérales, même si c'est précisément dans un monde multipolaire que ces institutions sont le plus indispensables. Les années à venir diront si ces tensions peuvent se résoudre de façon positive par un renouvellement des règles internationales et des institutions qui les portent. Pour le moment, alors que les États-Unis étaient les leaders de l'ordre économique mondial, ils ne sont plus que le *primus inter pares*, et le désordre menace. Cela ne signifie pas qu'il faille y voir les premiers signes d'une déconstruction de la mondialisation : le progrès technique ne reviendra pas en arrière et un retrait massif de la division internationale du travail coûterait trop cher pour ne pas susciter des résistances multiples et des stratégies d'adaptation, de la part des États comme des entreprises. Les interdépendances économiques semblent donc peu susceptibles de retomber massivement à l'échelle mondiale. En revanche, cette période de tensions pourrait bien déboucher à terme sur des modes d'organisation différents des relations économiques internationales, plus profondément marqués par les logiques de puissance et les risques politiques. Cela n'incite pas à l'optimisme sur la capacité à répondre aux défis communs que sont le changement climatique, la préservation de l'environnement ou l'accompagnement du développement. Ni, à court terme, sur la probabilité d'éviter des soubresauts potentiellement brutaux.

---

# Repères bibliographiques

BRI [2018], *88<sup>th</sup> Annual Report*, juin.

FMI [2018a], *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.

FMI [2018b], *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, avril.

JEAN S. [2017], « Le ralentissement du commerce mondial : une rupture structurelle porteuse d'incertitudes », *Question d'Europe*, n° 421, Fondation Robert Schuman, [www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-421-fr.pdf](http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-421-fr.pdf).

WU M. [2016], « The “China, Inc.” challenge to global trade governance », *Harvard International Law Journal*, vol. 57, p. 1001-1063.

## II. La zone euro en crise existentielle

*Anne-Laure Delatte*

Anne-Laure Delatte est directrice adjointe du CEPPII, responsable du programme de recherche Macroéconomie et finance internationales.

**E**n 2000, l'économiste américain Milton Friedman (1912-2006), lors d'une conférence à la Banque du Canada, répondait en ces termes au Canadien Michael Bordo à propos de l'avenir de l'euro : « Je pense que l'euro est dans sa phase de lune de miel. J'espère que le projet réussira mais mes attentes sont faibles. Je pense que des différences entre les pays vont s'accumuler et que des chocs non synchrones vont les affecter. [...] L'Irlande [...] a besoin d'une politique monétaire très différente de l'Espagne ou de l'Italie. Pour des raisons purement théoriques, il est difficile de croire que [l'euro] sera un système stable pendant une longue période. Si nous regardons l'histoire récente, [les Européens] ont essayé d'avoir des taux de change rigides dans le passé, et à chaque fois cela a échoué. En 1992, 1993, vous avez eu les crises. Avant cela, l'Europe avait le [Serpent monétaire européen], puis il a échoué et il a été remplacé par autre chose. Donc, le verdict n'est pas sur l'euro même. Celui-ci a seulement un an. Donnezlui le temps de développer ses problèmes » (traduit de l'anglais).

La zone euro est-elle en train d'échouer ainsi que l'avait auguré Milton Friedman ? Les presque vingt ans qui nous séparent de son jugement sévère nous permettent d'en mesurer le caractère prémonitoire. En effet, dix ans après son introduction, la monnaie unique a subi une crise majeure. Et, comme l'annonçait l'économiste américain, cette crise est venue sanctionner l'accumulation de déséquilibres entre les membres de la zone euro. Dans la première partie de ce chapitre, nous reviendrons sur ces déséquilibres et les mécanismes additionnels qui ont amplifié la crise.

Notons que Milton Friedman mobilisait la théorie économique (celle des zones monétaires optimales du Canadien Robert Mundell) pour souligner l'insoutenabilité économique du choix politique des artisans du projet européen. Mais c'était sans doute en méconnaître la philosophie. Dans ses mémoires, Jean Monnet écrivait en 1976 : « L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises. » Sa conception était celle d'une stratégie d'intégration fonctionnaliste, secteur par secteur : d'abord le charbon et l'acier, puis l'ensemble du marché des biens, suivi du marché des capitaux, etc. À chaque étape, des institutions manqueraient, mais seraient adoptées au fur et à mesure pour avancer. Les Européens étaient donc conscients de ne pas réunir les conditions nécessaires pour une unification monétaire, mais ils pensaient pouvoir la compléter après son adoption, et notamment lors de crises qui feraient réaliser la nécessité des changements institutionnels. C'est en partie ce qui s'est passé. Dans la deuxième partie de ce chapitre, nous détaillerons les réformes adoptées pendant la crise, qui ont permis de « compléter l'euro ». Néanmoins, nous évoquerons aussi les failles qui subsistent malgré ces réformes. Nous verrons que les pas qui restent à franchir se heurtent à une division politique au sein de la zone.

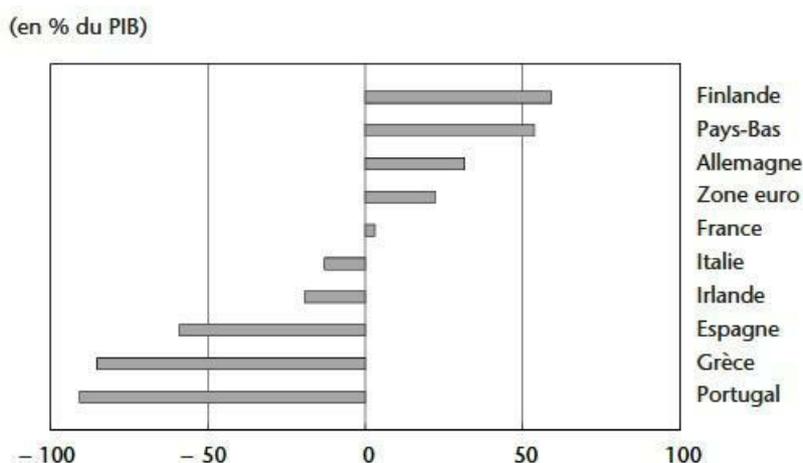
Puis, dans une troisième et dernière partie, nous aborderons la question la plus délicate, celle des perspectives.

# Une première décennie en déséquilibres

## La divergence

La prédiction de Milton Friedman sur l'« accumulation des différences » s'est réalisée au cours de la première décennie d'existence de la zone euro, qui s'est caractérisée par une divergence croissante des balances courantes entre les pays membres [Baldwin et Giavazzi, 2015]. Certains pays ont largement accru leurs exportations, comme la Finlande, les Pays-Bas ou l'Allemagne, tandis que d'autres accumulaient des déficits courants (graphique 1). Ainsi, la Finlande détenait un record avec un excédent cumulé de 59,1 % du PIB entre 1999 et 2008, talonnée par les Pays-Bas et l'Allemagne. Au cours de la même période, le Portugal et la Grèce avaient accumulé, en neuf ans, des déficits qui atteignaient presque l'équivalent d'une année de production.

**Graphique 1 – Soldes cumulés de balance courante, 1999-2008**



*Note* : le tableau présente la somme des positions courantes annuelles entre 1999 et 2008 permettant d'identifier les déséquilibres commerciaux structurels en zone euro. Le premier groupe de pays a accumulé des déficits courants, le second des surpluses.

**Source : Eurostat.**

Pourquoi l'introduction d'une monnaie unique a-t-elle provoqué une telle polarisation des soldes commerciaux ? Le phénomène n'est pas complètement nouveau : l'accumulation de déficits courants dans les pays de la périphérie (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) rappelle, dans une certaine mesure, la situation de certains pays émergents (d'Amérique latine et d'Asie du Sud-Est notamment) dans les années 1990. Dans les deux cas, un afflux de capitaux étrangers, lié pour les pays de la zone euro à l'introduction de la monnaie unique et pour les pays émergents à la libéralisation de leur compte de capital, est venu financer des dépenses domestiques supérieures à leurs revenus.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer la défaillance de mécanismes correctifs qui auraient dû, en théorie, venir réduire ces déséquilibres.

Premièrement, les pays de la zone euro qui étaient en rattrapage ont connu un boom du crédit qui s'est dirigé vers le secteur immobilier, la santé, le service à la personne, etc., c'est-à-dire des secteurs abrités produisant des biens ou des services qu'on ne peut pas exporter. Ces secteurs ont enregistré une forte croissance, parfois même des bulles (dans l'immobilier), et les investissements dont ils ont bénéficié ont permis d'améliorer le niveau de vie. Mais, parallèlement, l'augmentation des prix et des salaires qui s'est ensuivie dans l'ensemble de l'économie s'est traduite par une baisse de compétitivité, phénomène déjà observé dans de nombreux pays émergents. Deuxièmement, les ménages et les entreprises d'Allemagne et d'autres pays du Nord ont augmenté leur épargne, ce qui s'est traduit par une amélioration de leur balance courante.

Troisièmement, on a assisté à une modération salariale au cours des années 2000 en Allemagne telle que le coût unitaire du travail n'y a pratiquement pas augmenté (+ 0,74 % entre 2000 et 2008) alors que, dans le même temps, en Espagne ou en Grèce par exemple, il augmentait fortement (+ 32 % et + 34 % respectivement). La compétitivité des exportations allemandes s'en est trouvée améliorée et les excédents courants de ce pays se sont ainsi accumulés.

Quatrièmement, il n'existe pas un marché du travail unifié sur le continent européen, en raison de différences de langue, de réglementations, de législations et conventions salariales (salaire minimum, heures, congés, etc.). Cette fragmentation du marché du travail est un frein patent à la mobilité du travail qui aurait dû en théorie (celle des zones monétaires optimales) réduire les déséquilibres.

Au total, il n'existe clairement pas une seule explication et un seul type de frictions. L'accumulation des déséquilibres est le fruit d'une combinaison de facteurs, qui ont malheureusement été négligés avant la crise [Piton, 2018].

On peut s'interroger sur les raisons de cet aveuglement. D'une part, les déséquilibres courants n'étaient pas surveillés par les instances européennes. Le traité de Maastricht focalisait la contrainte sur l'équilibre budgétaire, c'est-à-dire les comptes de l'État, la différence entre ses dépenses et ses recettes. Or l'Irlande et l'Espagne, qui ont subi la défiance des marchés en 2010, respectaient les objectifs budgétaires, mieux même que la France et l'Allemagne. À l'inverse, la surveillance des comptes courants n'était pas prévue par les traités. Les concepteurs de l'Union monétaire pensaient, en effet, que les contraintes de balance des paiements, reflétant l'écart entre épargne et investissement, disparaîtraient sous l'effet de la libre circulation des capitaux [Commission européenne, 1990], comme dans les modèles de marchés parfaits. Par ailleurs, la correction des déséquilibres aurait impliqué de prendre des mesures très impopulaires politiquement pour ralentir cette croissance, alors même que celle-ci s'accompagnait d'une baisse du chômage et d'une amélioration des conditions de vie dans les pays en rattrapage. Dit autrement, les intérêts politiques en place n'étaient pas alignés avec les contraintes de long terme.

## **Une crise de la dette privée déguisée en crise de la dette publique**

Ce cycle de croissance s'est arrêté assez brutalement sous le choc de la grande crise financière de 2008. La dynamique macroéconomique de la crise européenne est assez classique, du moins au départ. En effet, l'accumulation des déficits courants, qui n'avait posé aucun problème au cours de la première décennie, car interprétée comme la manifestation d'un processus de rattrapage, s'est transformée en point faible quand les capitaux étrangers se sont raréfiés. Les entreprises privées et les ménages qui avaient emprunté pendant la phase de boom (pour investir et consommer plus qu'ils ne produisaient) se sont trouvés fort dépourvus quand la crise américaine a asséché les marchés de capitaux internationaux. Les dettes privées s'étaient accumulées en corollaire des déficits courants et, quand les capitaux étrangers se sont raréfiés, il est devenu plus difficile de rembourser ses dettes. C'est la dynamique très classique d'une crise de balance des paiements.

Cinq pays en particulier ont ainsi connu des sorties soudaines de capitaux. L'Irlande fut le premier pays à être touché, avec des sorties de capitaux dès le premier trimestre 2008 avant même que la crise des *subprimes* ne devienne systémique. En un an, l'Irlande a perdu en capitaux privés étrangers l'équivalent de 40 % de son PIB. En Grèce, les capitaux ont cessé d'affluer au début de l'année 2008, mais la sortie massive a eu lieu en fin d'année 2009, après l'annonce par le gouvernement Papandreou que les données des finances publiques déclarées jusque-là étaient manipulées et sous-estimaient le déficit et la dette. Puis ce fut au tour du Portugal de subir des pertes massives de capitaux étrangers. L'Espagne et l'Italie, qui avaient essuyé moins de fuites en 2010, ont vu fuir des capitaux en 2011, lors du second programme d'aide à la Grèce, ce qui suggère un effet de contagion entre les pays [Merler et Pisani-Ferry, 2012].

La crise de l'euro est donc bien une crise de la dette, mais pas de la dette publique : seuls deux pays, la Grèce et l'Italie avaient accumulé des déficits publics excessifs au regard des critères de Maastricht. En 2007, l'Espagne affichait une dette publique égale à 53 % de son PIB, l'Irlande, 66 % de son PIB et le Portugal, 77 % de son PIB (à comparer, par exemple, avec la France dont la dette représentait alors 78 % du PIB).

## **Le cercle vicieux entre risque bancaire et risque souverain**

S'il existe une taxonomie des crises économiques qui repère les points communs entre elles, chaque crise a toujours sa singularité. Celle de la crise européenne, qui a transformé une crise de balance des paiements en véritable panique financière, réside dans le lien entre le souverain et les banques.

La détention par les banques de titres de dette publique déclenche une dynamique explosive quand les investisseurs perdent confiance dans les finances publiques d'un pays. Ainsi, les taux exigés augmentent aux nouvelles adjudications, ce qui rend plus incertain le remboursement de la dette publique. Le risque souverain se transmet alors aux banques, parce que celles-ci détiennent ces titres de dette publique dans leur bilan et aussi parce que certaines d'entre elles, « trop grosses pour faire faillite », bénéficient d'une garantie implicite que les gouvernements mobiliseront les finances publiques pour éviter leur faillite. Ainsi, entre 2008 et 2011, 1 600 milliards d'euros d'argent public ont été consacrés au redressement du

secteur financier européen ([touteurope.eu](http://touteurope.eu)). Le risque souverain augmente le risque bancaire qui rétroagit sur le risque souverain. S'engage alors une spirale infernale entre la détérioration des bilans bancaires et la hausse du risque souverain, l'une nourrissant l'autre (la *doom loop* selon l'expression anglo-saxonne). Cela entraîne des mécanismes autoréalisateurs tels qu'un événement économique ou politique augmentant l'un des deux risques entraîne la réalisation des deux simultanément [Acharya *et al.*, 2014].

Il fallait arrêter la spirale infernale souverain-banques. Seule la banque centrale, qui jouit d'un accès infini à la liquidité, en avait le pouvoir. Mais les programmes d'achat de titres souverains sur le marché secondaire ne suffisaient plus. La Banque centrale européenne a alors mis en place un programme direct de prêts aux banques privées. Puis il a fallu la déclaration en juillet 2012 de Mario Draghi, le gouverneur de la BCE, affirmant qu'il « ferait tout ce qu'il faut pour sauver l'euro », pour enfin renverser les courbes et détendre les primes de risque sur les souverains et sur les banques. La panique était enfin contenue. Pour autant, la crise dans l'économie réelle a duré encore, et il a fallu attendre 2014 pour observer l'amorce d'une reprise dans la zone euro.

# Les réponses à la crise : les pas de géant, les faux pas et les chutes

## Des réformes pour compléter l'euro

Depuis 2008, les Européens ont démontré qu'ils n'étaient jamais mieux mobilisés que pendant une crise leur faisant réaliser la nécessité du changement.

Un Fonds européen a été créé en juin 2010 pour venir en aide à la Grèce. Ce fonds, temporaire dans un premier temps, est devenu une facilité permanente, appelée le Mécanisme européen de stabilité (MES), entré en vigueur en 2012 après la ratification d'un nouveau traité. En tout, près de 255 milliards ont été déboursés : après la Grèce en 2010, l'Irlande a en a bénéficié en février 2011, le Portugal en juin 2011, la Grèce à deux reprises supplémentaires en mars 2012 et en août 2015. L'Espagne a aussi puisé dans ce fonds pour recapitaliser ses banques en décembre 2012 et Chypre a suivi en mai 2013. Au total, le MES dispose d'un capital de 800 milliards d'euros qui constitue un levier pour émettre de la dette dans une plus large proportion. En outre, le FMI peut coopérer en participant financièrement aux plans d'aide.

Les règles budgétaires en vigueur avant la crise ont été jugées inefficaces, à cause notamment de l'Allemagne et de la France, qui elles-mêmes ne les respectaient pas. Aussi, un nouveau traité budgétaire (pacte budgétaire européen signé en 2012) a été ratifié pour réformer les règles fiscales et organiser une coordination budgétaire entre les membres de la zone euro. C'est à cette occasion que le Semestre européen a été créé, notamment pour encadrer les orientations budgétaires des États membres (dans le premier semestre de l'année entre janvier et juin), puis veiller à la mise en œuvre des engagements budgétaires (dans le second semestre entre juillet et décembre). Cette nouvelle procédure a été mise en place pour renforcer la crédibilité des règles budgétaires en forçant leur mise en œuvre. C'est la première fois qu'une coordination des politiques économiques entre pays membres a été rendue opérationnelle par un dialogue entre la Commission européenne et les Parlements nationaux.

Un autre chantier d'envergure a vu le jour à la suite de la crise : l'Union bancaire pour organiser à l'échelle européenne la surveillance et la résolution des difficultés des banques. Rompre le cercle vicieux entre risque bancaire et risque souverain et remédier à la fragmentation observée au cours de la crise en sont les deux motivations majeures. En effet, l'intégration bancaire qui avait suivi l'introduction de la monnaie unique a volé en éclats : les banques européennes qui avaient développé les activités transfrontalières, servant des clients étrangers, se sont repliées sur leur propre marché. La fragmentation du marché a été telle que les bénéfices de la première décennie de l'euro ont été effacés [Bouvatier et Delatte, 2015]. Pour y remédier, la BCE est devenue, en 2014, le superviseur unique des plus grandes banques de la zone euro. Le deuxième volet de l'Union bancaire vise à briser la spirale infernale entre banques et souverains en créant un fonds de résolution unique, financé par les banques elles-mêmes et qui devrait être abondé sur une période de huit ans à hauteur de 55 milliards d'euros. La création d'un système

européen d'assurance des dépôts, troisième volet de l'Union bancaire, se heurte à beaucoup de résistances et n'a toujours pas été adoptée [Coupey-Soubeyran, 2016].

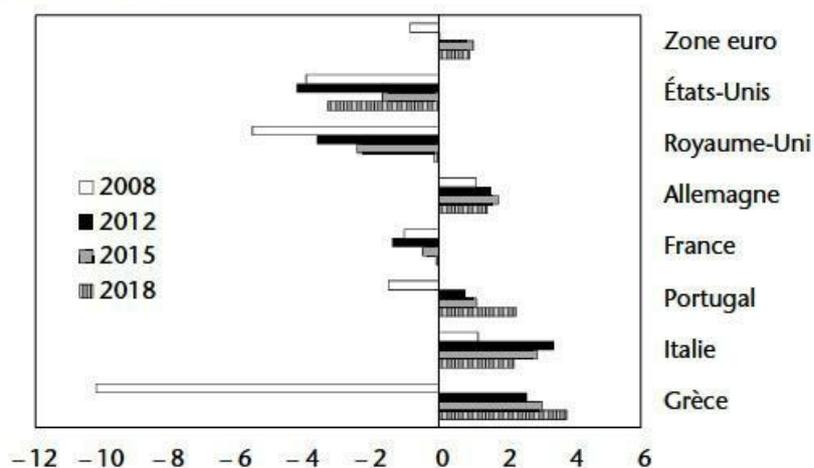
## L'ajustement budgétaire pour rassurer les marchés

Face aux tensions sur les marchés financiers entre 2011 et 2012 qui manifestaient la défiance des investisseurs vis-à-vis de certaines dettes publiques, la réduction des déficits publics est devenue une priorité. Comme on l'a dit plus haut, le nouveau traité budgétaire mettait en place de nouvelles procédures pour coordonner les efforts des différents pays à partir de 2012. La zone euro dans son ensemble est alors entrée dans une période d'ajustement budgétaire.

Comparés aux États-Unis et au Royaume-Uni, les pays de la zone euro ont dû réaliser de gros efforts budgétaires pour améliorer leurs soldes structurels (soldes corrigés des effets conjoncturels liés par exemple à une variation des coûts d'emprunt). La zone prise dans son ensemble est ainsi passée d'un déficit en 2008 à un surplus structurel en 2013 (graphique 2). Les États-Unis et le Royaume-Uni ont aussi réalisé des ajustements, mais ont conservé un déficit structurel sur l'ensemble de la période. L'Allemagne n'a connu qu'une année de déficit en 2010, puis elle a restauré son excédent stabilisé autour de 1,6 % du PIB. Pendant ce temps, la France a d'abord réduit progressivement son déficit, puis a accéléré ses efforts à partir de 2013, parvenant à un quasi-équilibre en 2018. Les efforts les plus importants ont été réalisés par les trois pays qui étaient le plus sous la pression des marchés : le Portugal est ainsi passé d'un déficit structurel de - 8,3 % du PIB en 2010 à un surplus structurel de 1,4 % du PIB en 2013 ; l'Italie d'un surplus structurel de 0,51 % du PIB en 2010 à 3,63 % en 2013 ; la Grèce d'un déficit structurel de - 7 % à un surplus structurel + 5 % de son PIB.

**Graphique 2 – Solde budgétaire structurel**

(en % du PIB)



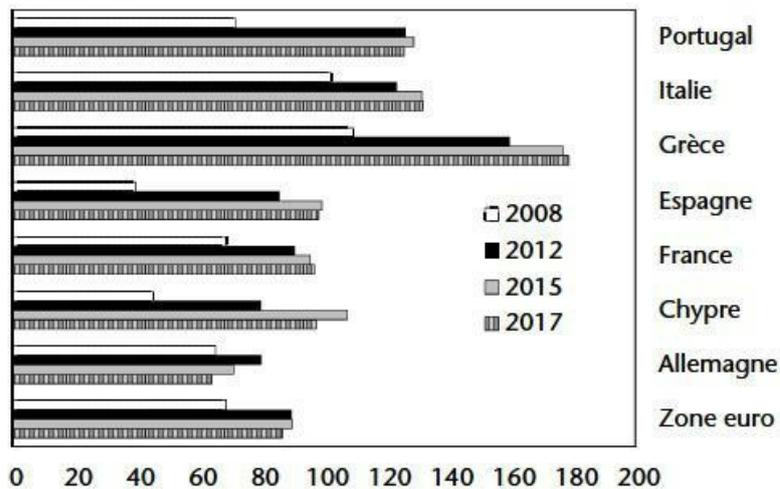
Source : à partir d'Eurostat.

**Des faux nas**

Si les efforts budgétaires ont permis de dégager des excédents, le bilan est moins positif quand on examine le stock de dette des pays périphériques (graphique 3). En moyenne, en zone euro, la dette publique représente 86,7 % du PIB en 2017, soit une baisse de 5 points de PIB par rapport à son plus haut en 2014. Mais cette moyenne cache des disparités importantes, avec des situations préoccupantes dans certains pays où la dette publique est au-dessus de la moyenne de la zone euro. Dans les trois pays qui ont réalisé l’effort structurel le plus important, à savoir la Grèce, l’Italie et le Portugal, le ratio de dette publique reste bien plus important que la moyenne : la dette grecque représente toujours 178 % du PIB grec, c’est-à-dire deux fois la situation moyenne en zone euro ; la dette italienne 131,8 % du PIB et celle du Portugal 125,7 % du PIB. L’Espagne et Chypre présentent aussi un ratio supérieur à la moyenne de la zone euro (respectivement 97 % et 97,5 %). La France est le seul pays, dit du centre, où le ratio de dette publique dépasse la moyenne de la zone euro (97 % du PIB en 2017).

**Graphique 3 – Dette publique brute en zone euro**

(en % du PIB)



Source : à partir d’Eurostat.

Les efforts budgétaires réalisés ne se sont donc pas traduits partout par une réduction du ratio de dette publique rapportée au PIB. En réalité, comparée à celle de 2010, la situation a eu tendance à se polariser. Les pays sous pression des marchés financiers ont eu tendance à détériorer leur ratio en dépit de leurs efforts budgétaires. Par conséquent, les difficultés budgétaires se sont aggravées dans certains pays membres et l’édifice est toujours aussi fragile.

## La spirale infernale toujours active

Le talon d’Achille de la zone euro reste le poids de certaines dettes publiques. Dans ces pays, la spirale infernale entre souverain et banques menace toujours et la vulnérabilité, face à des événements économiques ou politiques détériorant la confiance des investisseurs, reste grande.

L'Italie en a fourni une illustration au printemps 2018. L'arrivée au pouvoir italien d'une coalition eurosceptique entre la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles a de nouveau embrasé la zone dans une dynamique proche des crises bancaires de l'été 2012. En annonçant un programme économique qui prévoyait des baisses d'impôts et des mesures de protection sociale supplémentaires, la coalition signalait aux investisseurs que l'équilibre budgétaire n'était pas leur priorité. Étant donné la situation déjà fragile des banques italiennes, il n'en a pas fallu plus pour réveiller les vieux démons de la spirale infernale entre risque souverain et risque bancaire. Le fonds de résolution unique mis en place dans le cadre de l'Union bancaire n'a guère paru suffisamment rassurant pour calmer le jeu. D'une part, les contributions collectées jusqu'ici sont encore maigres (17 milliards d'euros en 2017). D'autre part, son usage pourrait bien envoyer des signaux négatifs aux marchés, d'où la réticence des gouvernements à le mobiliser.

## **Le déficit de croissance en Europe**

Le potentiel de croissance de long terme en zone euro est plus faible qu'aux États-Unis, ce qui assombrit l'horizon économique de la zone. L'OCDE estime ainsi que la croissance potentielle — c'est-à-dire la croissance que l'économie peut maintenir à long terme sans qu'apparaissent de tensions au niveau des facteurs de production — se situe autour de 1,2 % en zone euro contre 2 % aux États-Unis. Cet écart est très important et il s'est creusé au cours de la dernière décennie. En supposant une relation assez simple entre la croissance et l'emploi à l'instar de la loi d'Okun, l'Europe créerait quelque 500 000 emplois supplémentaires par an si sa croissance atteignait 2 % par an [BCE, 2011]. Une autre conséquence est que, structurellement, les reprises sont plus molles. Cela fragilise clairement la zone, autant exposée aux chocs financiers internationaux que les autres mais avec une moindre capacité à s'en relever.

## **Le chômage et la montée des populismes**

Le taux de chômage s'élevait à 9,1 % dans la zone euro en 2017 et retrouvait son niveau d'avant 2008. Mais, là encore, la moyenne cache de grandes disparités : en Allemagne, le taux de chômage monte à 7,8 % en 2009 puis redescend pour atteindre 3,8 % de la population active en 2017. En Grèce et en Espagne, au pire de la crise en 2013, il a atteint respectivement 27,5 % et 26,1 % de la population. Plus d'une personne sur quatre n'avait pas d'emploi. Il a baissé progressivement, mais reste à des niveaux très élevés : 21,5 % et 17,2 % respectivement. Au-delà de l'hétérogénéité entre les pays du centre et ceux de la périphérie, de fortes disparités existent à l'intérieur même de chaque pays. Par exemple, en 2016 et 2017, dans le nord de la Grèce, le chômage atteignait 30 %, alors que, dans les régions touristiques de la mer Égée, il fluctuait entre 15 % et 21 %. De même, en Italie, le taux de chômage oscillait entre 6 % et 7 % au nord (Trento, Vénétie, Friuli-Venezia) et dépassait 20 % au sud (Campania, Calabre et les Pouilles).

Ce chômage élevé participe à un mouvement de défiance envers les institutions européennes. Si les programmes électoraux fondés sur une sortie de l'euro sont encore majoritairement rejetés par la population, un discours plus diffusément antieuropéen s'est largement renforcé depuis 2012. Cette montée du vote extrême et populiste ne peut pas être attribuée à l'euro puisqu'il s'étend au-delà de la zone euro, de la Hongrie au Royaume-Uni, jusqu'aux États-Unis. Le chômage apparaît comme un facteur vraisemblablement aggravant. Une étude l'identifie comme un facteur déterminant du vote populiste en Europe, de la montée des partis *antiestablishment*, de la perte de confiance dans le politique et dans les institutions européennes [Algan *et al.*, 2017]. Un point de chômage en plus augmenterait de 2 à 3 points le vote *antiestablishment*.

# Quel avenir pour la zone euro ?

## Des propositions de réformes économiques

La crise a démontré que la monnaie unique était une institution très incomplète lors de son introduction. Les réformes adoptées pendant la crise pour faire face aux tensions des marchés financiers ont contribué à la compléter. Pour autant, la zone euro reste vulnérable à des chocs politiques et économiques. Beaucoup reste à faire.

Plusieurs collectifs d'économistes proposent depuis plusieurs années des pistes supplémentaires. Michel Aglietta a mis très tôt l'accent sur les défauts de coordination des politiques économiques et l'insuffisance des investissements de long terme [Aglietta et Brandt, 2013]. En 2014, Pierre Pâris et Charles Wyplosz avaient proposé un plan de restructuration des dettes des pays fragiles (plan PADRE). En 2016, Markus Brunnermeier et son collectif avaient des propositions assez techniques pour doter la zone euro d'un actif sûr sous la forme d'une tranche senior (la moins risquée) d'un portefeuille d'obligations souveraines d'États membres de la zone euro. Giancarlo Corsetti et son collectif proposaient la même année un schéma de restructuration des dettes souveraines. En 2017, Thomas Piketty publiait avec une juriste et deux politologues un traité de réforme de la gouvernance politique européenne [Hennette *et al.*, 2017]. Ils mettaient en garde contre les défauts de coordination politique au sein de l'actuel conseil européen composé d'un seul représentant des gouvernements nationaux. Pour y remédier et tenir compte de la diversité d'intérêts au sein de la zone, ils proposaient la création d'une seconde chambre parlementaire européenne constituée de députés nationaux de chaque État membre. Enfin, en 2018, le Groupe 14, composé d'économistes français et allemands et conduit par Jeromin Zettelmeyer, proposait un accès au MES conditionné au respect des règles budgétaires, une refonte de ces règles, et prévoyait également l'introduction de règles prudentielles limitant la concentration de titres nationaux dans les bilans bancaires.

Au niveau politique, les difficultés du dialogue franco-allemand ont constitué un obstacle sérieux à la prise en considération de ces propositions de réforme. Emmanuel Macron a été élu en partie sur l'espoir qu'il parvienne à renouer ce dialogue. Une fois élu président de la République, il s'est engagé avec la chancelière allemande Angela Merkel à proposer un agenda commun de réformes au cours des sommets de la zone euro. Au printemps 2018, ils ont notamment proposé un budget commun exclusivement pour la zone euro (et non plus seulement pour l'Union européenne) et un ministre des Finances sous contrôle du Parlement européen mais, de l'avis de tous les collectifs, les moyens déployés sont insuffisants pour avoir un impact réel.

## Le retour du politique

Le raisonnement économique se heurte en effet à la réalité politique. Toutes les solutions économiques qui ont été proposées mènent à une impasse politique entre les pays créanciers et les pays débiteurs : les premiers exigent de la discipline budgétaire des seconds avant de consentir des mesures de solidarité ; les seconds souhaitent au contraire d'abord desserrer l'étau budgétaire pour relancer leur économie. En attendant, la Banque centrale européenne joue les pompiers en prêtant directement aux banques, au risque d'accroître l'instabilité financière de la zone euro.

Autrement dit, la zone euro souffre surtout de défaut de coordination ; appréhender la complexité européenne requiert de combiner l'analyse politique et le raisonnement économique. Les travaux des politistes soulignent souvent les incohérences de la coordination politique européenne, certains évoquant une chute en avant [Jones *et al.*, 2015]. À chaque étape, les États membres ayant des préférences diverses, négocient en mode intergouvernemental et adoptent des réformes sur la base du plus petit dénominateur commun. Ces réformes « incomplètes » libèrent des forces, qui mènent d'un côté à plus d'intégration et de l'autre à la prochaine crise. Les États membres répondent alors à la crise à nouveau par des réformes incomplètes toujours fondées sur le plus petit dénominateur commun. Selon ces auteurs, ce cycle séquentiel de réformes au coup par coup, suivi d'un échec de coordination politique et de nouvelles réformes incomplètes, a été le processus de décision sous-jacent au projet européen et à la monnaie unique.

Aujourd'hui, l'agenda de réformes nécessaires pour compléter la monnaie unique est connu de tous, il repose sur des mécanismes de stabilisation et de transferts budgétaires pour faire face à des chocs. Mais l'adoption d'un budget fédéral de taille conséquente ou de mécanismes d'assurance commun ne semble pas politiquement réaliste à court terme. À défaut d'un mode de coordination permettant de dépasser les préférences divergentes des pays créanciers et débiteurs de la zone, mieux vaut peut-être ne pas adopter une nouvelle réforme incomplète qui mènerait à une nouvelle crise. Des voix s'élèvent ainsi pour défendre que « pas d'accord vaut mieux qu'un mauvais accord ». Ce *statu quo* est soutenable tant que la Banque centrale continue de fournir la liquidité en dernier ressort, si tant est que l'édifice puisse ainsi continuer de reposer tout entier sur les épaules de la BCE.

En conclusion, le choc de la crise financière américaine est venu ébranler l'édifice fragile de l'Union monétaire européenne, dix ans à peine après son avènement. L'assèchement de la liquidité internationale a touché les pays qui avaient accumulé le plus de déficits courants. Les risques privés pris en charge en partie par les États ainsi que les effets de cycle ont creusé les déficits publics. La crise s'est alors muée en crise souveraine ; risque souverain et risque bancaire sont entrés dans une spirale infernale. À défaut d'avoir mis en place les mécanismes institutionnels nécessaires pour interrompre cette spirale, la zone euro s'en est remise à la Banque centrale européenne qui a fourni la liquidité en dernier ressort. Des réformes ont certes été conduites depuis la crise des dettes souveraines pour compléter l'euro, mais elles ne suffisent pas. La méthode des petits pas de Jean Monnet était valable tant que la diversité des préférences politiques était surmontable. Compléter la monnaie unique nécessite aujourd'hui des compromis politiques qui paraissent inatteignables à court terme. En outre, le projet européen ne peut plus reposer sur la seule réforme de la monnaie unique. Restaurer l'adhésion des citoyens nécessite d'aller au-delà de l'économie, en se dotant d'une Europe qui protège, capable de répondre au niveau supra-

national aux préoccupations des citoyens européens, qui concernent avant tout la sécurité, les inégalités et la crise environnementale.

---

# Repères bibliographiques

- ACHARYA V., DRECHSLER I. et SCHNABL P. [2014], « A Pyrrhic victory ? Bank bailouts and sovereign credit risk », *Journal of Finance*, vol. 69, n° 6, p. 2689-2739.
- AGLIETTA M. et BRANDT T. [2013], *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob, Paris.
- ALGAN Y., GURIEV S., PAPAIOANNOU E. et PASSARI E. [2017], « The European trust crisis and the rise of populism », *Brookings Papers on Economic Activity*, Conference Drafts, p. 1-6.
- BALDWIN R. et GIAVAZZI F. [2015], *The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, A VoxEU.org Book.
- BCE [2011], *Rapport annuel*.
- BOUVATIER V. et DELATTE A.-L. [2015], « Waves of international banking integration : a tale of regional differences », *European Economic Review*, vol. 80.
- COMMISSION EUROPÉENNE [1990], *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, rapport, octobre.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. [2016], « Les réformes bancaires ont-elles été poussées trop loin ? », in CEPII, *L'Économie mondiale 2017*, La Découverte, « Repères », Paris, p. 57-72.
- HENNETTE S., PIKETTY T., SACRISTE G. et VAUCHEZ A. [2017], *Pour un traité de démocratisation de l'Europe*, Seuil, Paris.
- JONES E., KELEMEN R. D. et MEUNIER S. [2015], « Failing forward ? The Euro crisis and the incomplete nature of European integration », *Comparative Political Studies*, vol. 49, n° 7, p. 1-25.
- MERLER S. et PISANI-FERRY J. [2012], « Sudden stops in the Euro area », *Review of Economics and Institutions*, vol. 3, n° 3.
- PITON S. [2018], « Do unit labor costs matter ? A decomposition exercise on European data », *CEPII Working Paper*, n° 2018-07, avril.

# III. Inflation et macroéconomie dans la globalisation

*Michel Aglietta*

Michel Aglietta est conseiller au CEPII et professeur émérite à l'université Paris X Nanterre.

*Gilles Dufrénot*

Gilles Dufrénot est chercheur associé au CEPII, professeur de sciences économiques à Aix-Marseille Université et membre de l'École d'économie de Marseille (AMSE).

*Anne Faivre*

Anne Faivre est gérante obligataire à la Caisse des dépôts et consignations.

**D**epuis au moins deux décennies, les économies des pays industrialisés connaissent une décélération tendancielle de l'inflation ainsi qu'un écrasement des cycles de l'inflation. Ces phénomènes sont le résultat de plusieurs facteurs d'ordre structurel.

Le premier est l'atténuation des déterminants nationaux de l'inflation. Elle se traduit par une moindre réactivité de l'inflation aux tensions du marché du travail. Cela correspond à la « disparition » de la boucle prix-salaire, à l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés et à la baisse tendancielle de la part des salaires dans la valeur ajoutée observée depuis le début des années 1990. En outre, le développement des marchés financiers a provoqué une dynamique cumulative entre la hausse de l'endettement et celle des prix d'actifs financiers et immobiliers, que l'abondance de liquidité a renforcée. En quelque sorte, l'inflation de crédit s'est portée sur les prix des actifs sans répercussion sur les prix des biens et services.

Le deuxième facteur de la baisse tendancielle des taux d'inflation est la globalisation des échanges et l'internationalisation des chaînes de valeur. En effet, une part de l'inflation provient de l'évolution des prix des biens importés. L'adhésion à l'OMC de la Chine, de l'Inde et d'autres pays émergents d'Asie a entraîné un écrasement des coûts de production au niveau mondial. Ce phénomène s'est accompagné d'un nouveau modèle d'affaires fondé sur des stratégies *low cost* grâce notamment aux gains de productivité liés à l'essor du numérique.

Un troisième facteur ayant contribué à la baisse tendancielle des prix est la hausse de l'épargne au niveau mondial, en raison du vieillissement de la population dans les pays industrialisés et de l'accumulation d'une épargne de précaution dans les pays émergents sous la forme de réserves de change abondantes.

Ces transformations structurelles remettent en cause les schémas théoriques qui jusqu'ici servaient de référence aux politiques monétaires. Désormais, l'objectif des banques centrales n'est plus seulement d'atteindre une cible d'inflation, il est aussi de préserver la stabilité financière.

Deux changements majeurs semblent ainsi se dessiner.

Le premier, qui fait actuellement l'objet de controverses, est la remise en cause de la courbe de Phillips.

Un certain nombre de mécanismes semblent, en effet, avoir « disparu » : lien plus faible entre le taux de chômage et le taux de variation des salaires et forte diminution du rôle des anticipations comme moteur d'accélération de l'inflation. Ces dernières semblent être devenues insensibles aux inflexions des politiques monétaires, y compris lorsque ces dernières sont très accommodantes.

Le délitement du lien entre croissance et inflation tient au degré de financiarisation des économies et à l'importance des cycles financiers, ce que les modèles de flux centrés sur la courbe de Phillips ne prennent pas en compte, ignorant ce faisant les répercussions de la dynamique financière sur les bilans des acteurs non financiers et les interactions entre finance et économie réelle.

Le second changement correspond à la transformation du régime de croissance dans les pays avancés au cours des trois dernières décennies [Aglietta, 2018]. Ces pays évoluent dans un régime qui engendre une croissance potentielle plus basse que dans les trois décennies qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale. Cette transformation est le fruit de la globalisation du capitalisme. Elle a entraîné le ralentissement de la productivité globale des facteurs, le niveau excédentaire de l'épargne mondiale et le changement de gouvernance des entreprises depuis les années 1980, faisant de la valeur actionnariale l'objectif au détriment de l'investissement productif. Ce nouveau régime de croissance distend le lien entre la croissance et le chômage, car un taux de croissance conjoncturel élevé le long d'un sentier de croissance potentielle bas ne crée pas d'emploi, ou bien fait évoluer la nature des emplois vers plus de flexibilité (travail d'intérim, temps partiel, travail autonome à compte propre). Le développement des emplois atypiques est un facteur majeur de pression à la baisse des salaires, et donc des prix.

Cette transformation du régime de croissance entraîne donc une inflation basse persistante. Cela signifie que le processus inflationniste, au sens d'une spirale autoentretenu entre salaires et prix, n'existe plus. Bien entendu, les fluctuations apparentes des prix dans les cycles conjoncturels subsistent, comme on peut le voir aux États-Unis. Cela n'a rien à voir avec de l'inflation. Ces fluctuations sont dues à des composantes volatiles, surtout le prix du pétrole récemment. Elles ne font pas partie de l'inflation sous-jacente qui est la seule à pouvoir exprimer une tendance et qui a eu bien du mal à rejoindre sa cible malgré un chômage extrêmement bas, et cela parce que l'évolution des salaires demeure inerte.

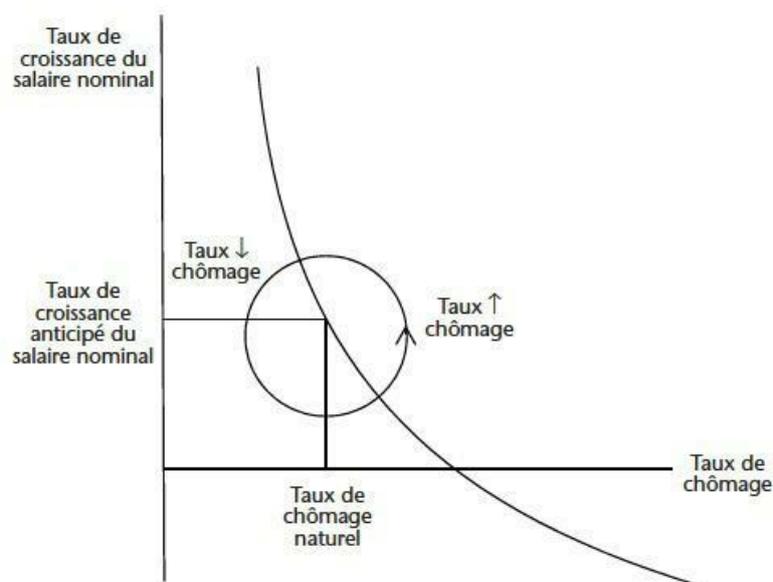
Pour rendre compte des discussions récentes portant sur ces questions, ce chapitre met l'accent sur trois éléments : les questionnements soulevés par la courbe de Phillips, le rôle du cycle financier et de la globalisation financière, la question de l'ancrage des anticipations qui empêche toute accélération de l'inflation. Puis l'on soulignera le caractère structurel de la baisse tendancielle de l'inflation.

# Les avatars de la courbe de Phillips

La courbe de Phillips est le pivot de la macroéconomie depuis l'article fondateur d'A. W. Phillips [1958] qui examine la relation entre l'évolution du salaire nominal et le taux de sous-emploi au Royaume-Uni sur un siècle (1861-1957). Phillips postule que la loi de l'offre et de la demande de travail implique une relation décroissante entre le taux de progression du salaire nominal et le taux de chômage. Il observe toutefois que la relation est fortement non linéaire à cause de la résistance des travailleurs à la baisse des salaires nominaux ; ce qui a été appelé la rigidité du salaire nominal. La relation d'équilibre entre le taux de croissance du salaire nominal et le taux de chômage est donc décroissante. Et la position de la courbe est d'autant plus basse que l'augmentation de la productivité du travail est forte.

Une conclusion intéressante était que la courbe n'est pas stable mais se déplace au cours du temps. Selon Phillips, la position de la courbe dépend du cycle économique. Durant les phases d'expansion, lorsque le chômage diminue fortement, la courbe se déplace vers la gauche, et inversement durant les phases basses du cycle économique lorsque le chômage augmente (schéma 1).

**Schéma 1 – La position de la courbe de Phillips dépend du taux de chômage**



*Note* : la courbe de Phillips caractérise l'influence du marché du travail sur la formation des salaires et décrit une relation d'équilibre entre croissance anticipée du salaire nominal et taux de chômage. Les fluctuations conjoncturelles viennent toutefois perturber cette relation de long terme. Une baisse temporaire du chômage crée une tension de l'emploi qui élève temporairement la croissance du salaire au-dessus de ce qui est anticipé. Le contraire se produit dans les récessions. Sur le graphique, cet effet est représenté par une boucle autour d'un point d'équilibre.

Les interprétations se sont par la suite séparées en deux camps : la courbe de Phillips keynésienne de Lipsey [1960] et Samuelson et Solow [1960] d'un côté, la courbe de Phillips monétariste, dite « accélérationniste », de Friedman et Phelps de l'autre qui s'appuie sur la théorie quantitative de la monnaie (« l'inflation est partout et partout un phénomène monétaire »), donc sur l'indépendance à long terme de l'inflation vis-à-vis du niveau de sous-emploi supposé « naturel ».

Lipsey a relié directement l'ajustement des salaires à l'excès de demande de travail. Samuelson et Solow ont introduit le comportement de marge (*mark-up*) des entreprises. Le taux de marge s'applique au coût salarial unitaire, c'est-à-dire à la masse des salaires (salaire nominal multiplié par le nombre d'heures travaillées) par unité produite. Or ce ratio peut s'exprimer par la différence entre le salaire nominal et la productivité du travail. Comme les entreprises sont tournées vers la production à venir lorsqu'elles payent le salaire en louant les services de la force de travail, c'est le prix anticipé de la période suivante qui entre dans la détermination du taux de marge. Au niveau macroéconomique, il en résulte une courbe de Phillips, dite moderne, où la progression du salaire nominal, modulée par l'inflation anticipée et par le taux d'accroissement de la productivité du travail, détermine les prix fixés par les entreprises *via* l'application d'un coefficient de marge. C'est une courbe de Phillips dite keynésienne, où le taux d'inflation observée est une fonction croissante du taux d'inflation anticipée et décroissante du taux de chômage et du taux de progression de la productivité du travail.

Friedman [1968] a rejeté avec véhémence la stabilité de la courbe de Phillips. Les anticipations d'inflation sont pour lui prépondérantes. Elles déplacent les courbes de Phillips. Friedman postulait des anticipations adaptatives qui ne se réalisent que progressivement. La courbe de Phillips décrit alors une évolution dynamique où l'inflation s'accélère tant que le taux de chômage observé est inférieur au taux « naturel ».

Lorsque les anticipations sont réalisées, le taux de chômage retrouve son niveau d'équilibre dit « naturel » et n'exerce plus d'influence sur les prix. La courbe de Phillips devient verticale, quelle que soit l'anticipation d'inflation pour ce taux de chômage naturel qui ne dépend que des imperfections « structurelles » du marché du travail.

Dans les années 1970, Friedman invoquait la stagflation pour justifier ses arguments. L'école des anticipations rationnelles s'engouffra dans la brèche pour prendre un point de vue plus radical. Ses représentants les plus éminents (Lucas, Sargent, Kydland et Prescott) imposèrent dans les milieux académiques les fameuses « microfondations » de la macroéconomie. Si les anticipations sont rationnelles, l'équilibre de long terme survient instantanément. Il s'ensuit, clamait Sargent, qu'une désinflation crédible ne doit avoir aucun coût en augmentation temporaire du chômage puisque celui-ci revient aussitôt à son niveau structurel de long terme. La désinflation Volker de 1981-1982 fut un démenti cinglant par la récession sévère qu'elle provoqua.

C'est pourquoi les auteurs postkeynésiens (Calvo, Blanchard, Gali), tout en se plaçant dans la nouvelle mode des « microfondations », s'attachèrent à rétablir une courbe de Phillips néokeynésienne. Ils rappelèrent, ce que l'on devrait toujours savoir, que le marché du travail ne peut pas être un marché de concurrence parfaite par la nature même des contrats qui s'y négocient (contrats incomplets). En effet, les salariés ne négocient pas le prix du travail, mais le prix de location de leur force de travail pour un temps donné. Le prix du travail, c'est-à-dire la valeur unitaire produite par l'heure de travail, se détermine dans l'entreprise et dépend de sa gouvernance. Il s'ensuit que la formation des prix dépend du comportement de marge des entreprises. Celui-ci est contraint par le degré de concurrence, donc par la structure du marché des produits qui diffère selon les branches. S'ensuit une grande variété de relations entre prix et état du marché du travail au niveau des secteurs de production.

Le coût salarial marginal réel devient alors la variable sensible, puisque c'est celui sur lequel s'applique le taux de marge. Le comportement de marge des entreprises le transmet aux prix. Or les coûts marginaux ont une composante commune car ils sont procycliques. En effet, une forte demande anticipée par les entreprises dans tous les secteurs provoque une augmentation de la production au-dessus du potentiel ; celle-ci accroît la pression des entreprises pour acquérir une main-d'œuvre supplémentaire, accélère donc la hausse des coûts salariaux réels et incite à réviser les contrats salariaux. Les prix sont donc révisés séquentiellement. En agrégeant les secteurs de production, il en découle une courbe de Phillips néokeynésienne où le taux d'inflation est fonction de son anticipation et de l'écart de production par rapport à son niveau potentiel (*output gap*).

De cette expression découle qu'il est impossible de faire baisser l'inflation sans hausse temporaire du taux de chômage et donc que les politiques désinflationnistes doivent être prudentes et graduelles.

Voici donc l'état de la macroéconomie standard. Il révèle une grande absente : la finance.

# Le rôle du cycle financier et de la globalisation financière

La Banque des règlements internationaux (BRI) mène des travaux approfondis sur le cycle financier depuis un quart de siècle. Pourtant, ce n'est qu'après la grande crise systémique de 2007-2009 que les autres organisations internationales et les banques centrales ont pris le cycle financier au sérieux et que des voix se sont élevées dans la communauté académique pour appeler à reconstruire la macroéconomie en conséquence.

Comment le cycle financier modifie-t-il le paradigme macroéconomique [Borio, 2014] ? Les deux traits du comportement financier qui provoquent les défaillances de marché sont la tragédie des horizons [Carney, 2013] et la myopie au désastre [Minsky, 1986].

La tragédie des horizons signifie que des décisions d'investissements risqués engageant l'avenir sont écartées si le dénouement de ces investissements se situe bien au-delà de l'horizon de responsabilité de ceux qui sont susceptibles de les prendre. La myopie au désastre est inhérente au cycle financier. Elle résulte du comportement d'acteurs économiques qui veulent faire de l'argent avec l'argent. L'augmentation de la valeur des actifs attire de plus en plus d'acheteurs qui s'endettent pour acquérir des montants de plus en plus élevés. Il s'ensuit une euphorie générale qui crée une bulle spéculative. Une bulle explose nécessairement mais à une date inconnue. Tout le monde a donc intérêt à rester dans la bulle en adoptant un discours rationalisant le mimétisme. Le « marché » semble être animé d'une vie propre qui précipite son retournement ultérieur, lequel provoque la crise financière.

Ces deux comportements sont imbriqués parce que l'argent pour lui-même, c'est-à-dire la liquidité, en est le pivot. Le besoin de liquidité s'exacerbe au fur et à mesure que la hausse des prix des actifs s'emballe. Très souvent, les comportements de vente et d'achat entraînent des dynamiques cumulatives d'endettement et d'anticipation de hausse des prix d'actifs [Aglietta et Valla, 2017]. Les déséquilibres qui en découlent s'inscrivent dans les bilans et demeurent ignorés tant que les prix d'actifs sont à la hausse. Ils deviennent destructeurs lorsque les prix d'actifs se retournent et transforment l'euphorie en panique.

C'est ainsi que les processus d'endettement et de désendettement ont un effet puissant sur l'*output gap* [Reinhart et Rogoff, 2008]. Influençant à la fois les facteurs d'offre et de demande, le cycle financier transforme le cycle des affaires en aggravant son amplitude et sa durée, parce qu'il provoque des récessions de bilan [Koo, 2013]. Celles-ci peuvent provoquer des équilibres durables de croissance faible en affectant la croissance potentielle. Il s'ensuit que le cycle financier, prenant en compte la logique intrinsèquement déstabilisante de la finance, peut induire des équilibres macroéconomiques multiples. C'est ce qui s'est produit après la grande crise financière de 2008 avec un affaiblissement durable de la croissance potentielle.

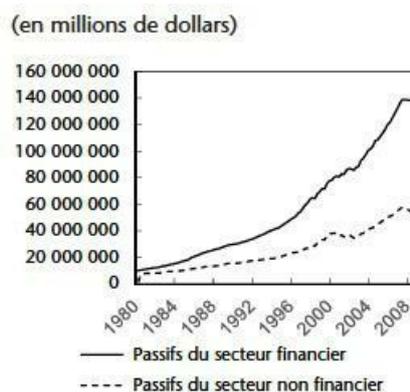
Le modèle macroéconomique pertinent pour exprimer cette dynamique est l'accélérateur financier parce qu'il capte les déséquilibres de bilan. Ces déséquilibres sont à prendre en compte dans les déterminants de la courbe de Phillips. Ainsi les efforts pour réduire le levier d'endettement jouent-ils un rôle clé dans

la baisse de la demande après les crises. Les baisses de la consommation sont d'autant plus marquées que le levier d'endettement antérieur a été grand.

Or la finance est globalisée, ce qui implique d'introduire des variables à la fois intérieures aux pays (prix des actifs et endettement privé) et transnationales (intensité des flux de capitaux, déséquilibres de balances courantes) pour estimer l'*output gap*. La courbe de Phillips devient alors la résultante d'une dynamique macrofinancière. Il faut ainsi considérer l'ensemble des facteurs qui influencent la courbe de Phillips et qui résultent de la globalisation, qu'ils soient propres aux marchés des biens, du travail ou de la finance.

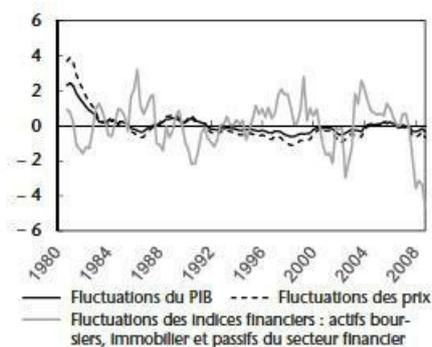
Cette globalisation s'est traduite par un découplage croissant entre les bilans du secteur financier et ceux du secteur non financier. Jusqu'à la crise financière de 2008, les passifs du bilan du secteur financier ont crû bien plus rapidement que ceux du secteur non financier (exemple des États-Unis, graphique 1). Et surtout, alors que les variations des prix dans le secteur réel semblent évoluer de concert avec le cycle de l'activité, les fluctuations des prix des actifs financiers ont une amplitude bien plus forte (graphique 2).

**Graphique 1 – Passifs des secteurs financiers et non financiers aux États-Unis**



*Source* : FED.

**Graphique 2 – Cycle d'activité, prix et fluctuations financières aux États-Unis**



*Source* : calculs des auteurs à partir des données de la FED de Saint-Louis.

# Le rôle des anticipations a changé

La Grande Récession de la fin des années 2000 n'a pas entraîné une baisse prononcée de l'inflation comparable à celle des années 1930. Et surtout, la reprise aux États-Unis et en Europe n'a pas conduit à une hausse substantielle des prix. Ces faits sont en contradiction avec l'interprétation « accélérationniste » des courbes de Phillips, qui a été au cœur des analyses sur l'inflation jusqu'à la crise financière de 2008. Cette situation a conduit Blanchard *et al.* [2015] et Blanchard [2016] à considérer que nous sommes revenus aux courbes de Phillips du début des années 1960. L'hypothèse d'anticipations qui restent « ancrées » à un niveau si bas que les banques centrales ont le plus grand mal à faire remonter l'inflation vers sa cible peut avoir plusieurs explications.

Tout d'abord, si le monde évolue désormais dans un nouveau régime où l'on observe une baisse tendancielle de l'inflation et où celle-ci reste basse, alors il est rationnel de ne pas anticiper de hausses de prix pour les prochaines années. L'idée est que, si l'on est entré dans un régime pérenne de taux d'inflation plus faibles que par le passé, il n'y a plus de raison de prêter attention à l'inflation passée. Mais comment définir un niveau d'inflation faible ? Les seuils de taux d'inflation en dessous desquels les anticipations ne changent pas varient d'un pays à l'autre, de l'ordre de 3,3 % pour les États-Unis par exemple et de 2 % pour l'Europe [Dufrenot et Faivre, 2018].

Une deuxième explication est que les marchés et le secteur privé se sont habitués à la politique monétaire menée pendant la grande modération (entre 1985 et 2008). Afin de réduire la volatilité des cycles économiques pendant cette période, la politique monétaire a privilégié la stabilité macroéconomique en ciblant l'inflation. On a parlé de « divine coïncidence » pour souligner le fait que la stabilisation de l'inflation aidait à réduire l'amplitude des cycles conjoncturels, sans percevoir son impact sur le cycle financier. Ce fut un moyen pour les banquiers centraux de se construire une crédibilité. Pourtant, la stabilisation de l'inflation a amplifié les prises de risque financier. Or, si les agents ignorent que l'instabilité du cycle financier peut être elle-même cause d'une plus grande volatilité des cycles conjoncturels, s'ils pensent que les banques centrales continueront au cours des années futures de privilégier la stabilité des prix des biens et services, alors ils n'ont pas de raison d'envisager un changement dans la manière de mettre en œuvre la politique monétaire. Ils conservent donc le même mode de formation de leurs anticipations.

Une troisième explication est que les agents sont plus rationnels qu'on ne le pense. En l'occurrence, ils pensent que l'activité économique est plus déprimée qu'on ne le dit et qu'il sera difficile aux banques centrales de ramener durablement l'inflation structurelle (c'est-à-dire hors fluctuations conjoncturelles) aux niveaux observés avant la crise de 2008 (aux alentours de 2 %). En effet, l'inflation structurelle est déterminée par le rythme de la croissance potentielle. Or les estimations mettent en évidence une baisse historique de cette dernière.

Enfin, une quatrième explication est que le problème actuel des pays industrialisés n'est pas la lutte contre l'inflation, mais contre la déflation. La plupart des banques centrales, hormis celle du Japon, continuent

d'appliquer des politiques de ciblage de l'inflation, alors que cibler le niveau général des prix semblerait une stratégie plus adaptée dans l'optique de faire remonter l'inflation sur le moyen terme. D'une certaine manière, continuer de cibler l'inflation atténue les effets sur les prix que l'on pourrait attendre des politiques d'assouplissement quantitatif (notamment *via* le canal de la *forward guidance*). Dans un régime de ciblage du niveau des prix, la cible est une moyenne à réaliser sur une période donnée (et non plus un seuil maximal à ne pas dépasser comme dans le ciblage de l'inflation). La réaction de la banque centrale tient alors compte des chocs d'inflation passés. Supposons par exemple une cible d'inflation de 2 % et un choc temporaire réduisant l'inflation à 1 %. Si la banque centrale cible le niveau des prix, le secteur privé anticipera qu'elle laissera l'inflation monter jusqu'à 3 % (pour compenser la baisse de 1 %), alors qu'en régime de ciblage de l'inflation, elle ne cherchera pas à rattraper le 1 % d'inflation en moins.

# La baisse de l'inflation a un caractère structurel

Puisque les anticipations sont plus inertes que celles qui influençaient la courbe de Phillips dans les interprétations du cycle au sein de la macroéconomie keynésienne, il importe d'identifier et d'estimer les facteurs prépondérants qui expliquent l'inflation ou le manque d'inflation dans le régime de croissance actuel. La distinction entre inflation structurelle et inflation conjoncturelle est essentielle aujourd'hui pour saisir quels facteurs affectent la dynamique des prix et, le cas échéant, à quel horizon. La baisse du chômage qui accompagne le rebond cyclique depuis 2011 aux États-Unis et depuis 2014 en zone euro ne se traduit pas par un rebond de l'inflation, alors même que les économies évoluent au-dessus de leur potentiel. Cette faiblesse de l'inflation perdure alors que les politiques monétaires ont été très expansionnistes et que les liquidités se sont accrues.

En réalité, la baisse de l'inflation n'est pas un phénomène récent, mais date du milieu des années 1990 et s'est accentuée avec le recul de l'inflation en Amérique latine et dans les pays de l'Europe de l'Est. La tendance baissière est accentuée pour les prix de production qui sont même en recul depuis le milieu des années 1980 au Japon. Ce changement de tendance coïncide avec l'entrée en vigueur de l'Aléna et l'entrée de la Chine dans l'OMC.

Trois facteurs y ont contribué :

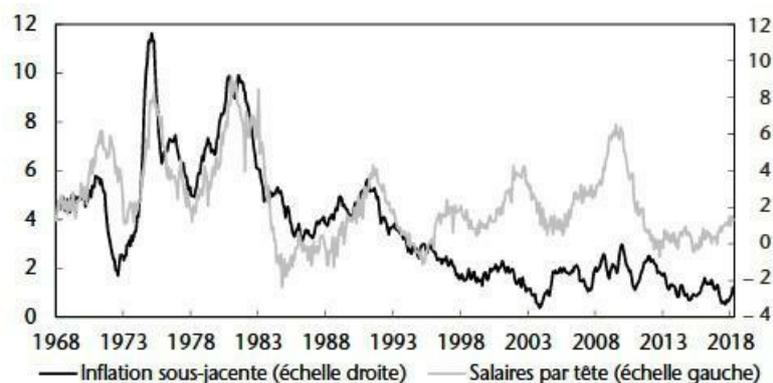
- la réduction de la part de l'industrie manufacturière intensive en main-d'œuvre dans les pays développés, avec des délocalisations dans les zones émergentes ;
- la hausse de la part des pays émergents dans le commerce mondial depuis 1994 avec une nette modification des termes de l'échange ;
- une transformation des chaînes de valeur, avec une hausse de la part des produits intermédiaires dans les produits finals [Auer *et al.*, 2017].

Depuis lors, les prix de production américains dépendent bien davantage des prix du commerce mondial, de la part des émergents et de l'inflation chinoise que des variables domestiques (salaires ou taux d'utilisation de capacités de production).

La relation entre l'évolution des capacités de production et l'inflation est devenue d'autant plus lâche que les différents stades de production sont de plus en plus substituables au niveau mondial.

Cette « mondialisation » des prix de production se retrouve également dans les prix à la consommation. D'où une relation de plus en plus distendue entre salaires et inflation (graphique 3). Ceci s'observe aux États-Unis, mais également au Royaume-Uni, au Japon ou en zone euro.

**Graphique 3 – Inflation sous-jacente et salaires aux États-Unis**



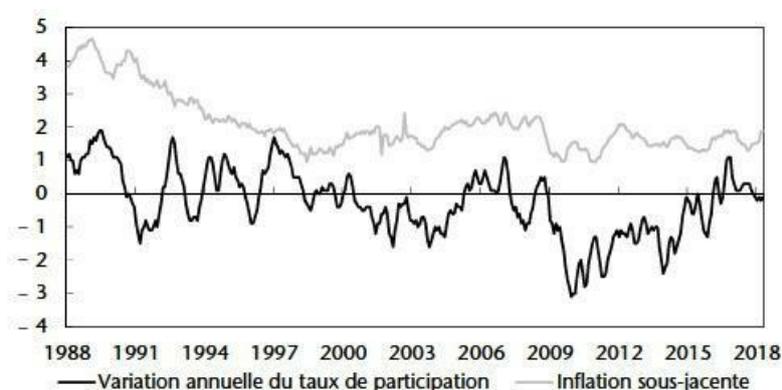
*Note* : l'inflation sous-jacente est calculée à partir des prix à la consommation hors énergie, alimentation et loyers (CPI core). Moyennes annuelles.

**Source** : BLS, calculs CDC.

L'inflation des prix à la consommation est ainsi de moins en moins sensible aux facteurs domestiques et de plus en plus liée aux facteurs mondiaux, en dépit de la baisse du poids des biens dans les paniers de consommation.

Cela ne signifie pas pour autant une insensibilité des prix aux facteurs domestiques. Si la relation entre prix et salaire semble instable, il existe en revanche un lien plus robuste entre les prix à la consommation et l'utilisation des capacités de production d'une part, et entre les prix à la consommation et le taux de participation des ménages au marché de l'emploi d'autre part (graphique 4). Janet Yellen [2017] avance plusieurs explications : le vieillissement de la population dans la mesure où le taux de participation baisse traditionnellement avec l'âge ; la faiblesse du revenu par tête qui décourage certaines personnes de revenir sur le marché du travail, les gains d'un retour à l'emploi étant insuffisants au regard des coûts induits (transport, garde d'enfant, etc.) ; la perte de compétence liée à l'allongement de la durée du chômage qui rend de plus en plus difficile le retour sur le marché du travail.

**Graphique 4 – États-Unis : inflation et taux de participation**



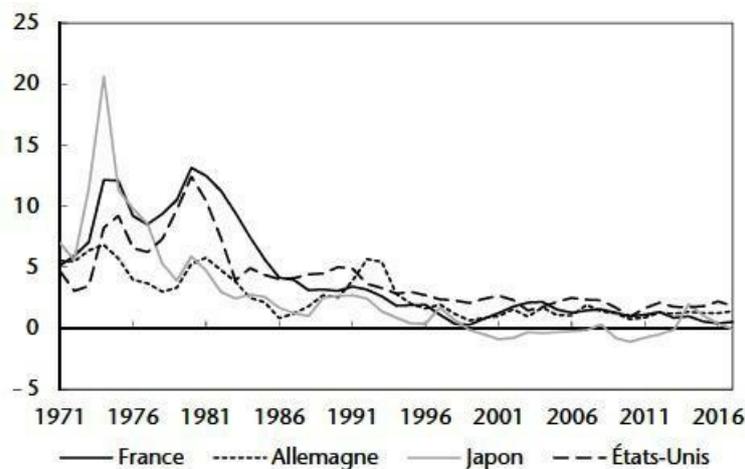
**Sources** : BLS, FED, calculs CDC.

Dans son bulletin d'avril 2017, la BCE fait face à un constat similaire et s'interroge sur la baisse du taux d'emploi comme facteur explicatif de la relation distendue entre salaire et chômage.

L'inflation serait devenue plus sensible à la structure du marché du travail et au taux d'emploi qu'au niveau de chômage. Ce dernier serait devenu une mesure très imparfaite des tensions sur le marché du travail avec le développement des emplois « alternatifs » (emplois à temps partiel, durée déterminée, non salariés) pour lesquels les rémunérations sont très variables et le pouvoir de négociation des salariés très faible.

Le constat est donc celui d'une baisse de l'inflation sur une longue période, dite de la Grande Modération, bien antérieure à la crise de 2008, et d'une relation nettement plus étroite entre le taux d'emploi et l'inflation. Qu'on l'examine aux États-Unis, au Japon, en France ou en Allemagne (graphique 5), le phénomène n'est pas conjoncturel et transitoire, mais structurel [Dufrenot et Faivre, 2018].

**Graphique 5 – Baisse tendancielle du taux d'inflation**



Note : glissement annuel de la composante non volatile de l'inflation (hors alimentation et énergie).

**Source : Base Fred, Réserve fédérale de Saint-Louis.**

Si la relation entre chômage et inflation ne tient plus guère au niveau national, elle subsiste néanmoins au niveau mondial avec la transformation majeure des processus de production caractérisée par un recours croissant à l'*outsourcing* et à l'*offshoring*.

Et, au-delà de la mondialisation, les changements technologiques récents et les conséquences sur l'organisation du marché du travail sont de nature à maintenir durablement l'inflation sur un bas niveau et à ancrer les anticipations d'inflation à ce niveau bas.

Dans la plupart des pays industrialisés, l'inflation est marquée par une baisse tendancielle, qui a débuté depuis l'entrée dans la mondialisation des pays émergents d'Asie. Il est probable que ce phénomène perdure sous l'effet des transformations impliquées par la globalisation, conduisant les nouveaux modèles d'affaires à comprimer les coûts de production. L'objectif des autorités monétaires ne peut plus être la seule inflation des prix à la consommation, parce que le cycle financier affecte l'économie réelle, comme l'ont abondamment montré les observations empiriques. Cela remet en cause les fondements mêmes de l'analyse des déterminants de l'inflation, à partir de la courbe de Phillips. La financiarisation des économies et la globalisation qui redéfinit la division internationale du travail sont les changements majeurs à prendre en compte dans les modèles macroéconomiques. Aux relations standard devrait donc se

substituer aujourd'hui une relation entre finance et inflations (au pluriel) pour prendre en compte les variations de prix des actifs financiers.

Ces développements ouvrent de nouvelles perspectives pour les macroéconomistes dans leur analyse des causes de l'inflation. Une première leçon est qu'en dehors de l'inflation des biens et services dans le secteur réel, c'est à celle des prix des actifs financiers qu'il conviendrait de s'intéresser. Les stratégies de lutte contre cette inflation-là passent par des politiques de stabilité financière macro- et microprudentielles. Une deuxième leçon est que, dans les années futures, l'attention des macroéconomistes se déplacera vers les risques de désinflation prolongée ou de déflation (et non plus sur l'inflation comme durant les années de Grande Modération), car la baisse tendancielle des prix est une tendance lourde qui affectera la redistribution des richesses en modifiant la valeur réelle des revenus, des dettes et des profits. Troisième leçon, le taux de participation sur le marché du travail est devenu l'une des variables explicatives de la relation entre inflation et activité et devrait conduire à s'intéresser davantage à la relation d'Okun entre croissance et chômage. C'est le contenu en emploi de la croissance, et non plus le chômage directement, qui influe aujourd'hui sur l'évolution des prix.

---

# Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2018], « Histoire et théorie », in AGLIETTA M. (dir.), *Transformer le régime de croissance*, rapport pour l'Institut CDC pour la recherche, Paris, chapitre 1.
- AGLIETTA M. et VALLA N. [2017], *Macroéconomie financière*, La Découverte, « Grands Repères/Manuels », Paris, 6<sup>e</sup> édition.
- AUER R., BORIO C. et FILARDO A. [2017], « The globalization of inflation : the growing importance of global value chains », Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, n°300.
- BLANCHARD O. [2016], « The Phillips curve : back to the 1960's ? », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, n° 5, p. 31-34.
- BLANCHARD O., CERUTTI E. et SUMMERS L. [2015], « Inflation and activity : two explorations and their monetary policy implications », in BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, *Inflation and Unemployment in Europe*, conference proceedings of the ECB Forum on Central Banking, BCE, Francfort-sur-le-Main.
- BORIO C. [2014], « The financial cycle and macroeconomics : what have we learnt ? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, n° C, p. 182-198.
- CARNEY M. [2013], « Monetary policy after the fall », Eric J. Hanson memorial lecture, University of Alberta.
- DUFRENOT G. et FAIVRE A. [2018], « Les déterminants de l'inflation en longue période », in AGLIETTA M. (dir.), *Transformer le régime de croissance*, rapport pour l'Institut CDC pour la recherche, Paris, chapitre 5.
- FRIEDMAN M. [1968], « The role of monetary policy », *American Economic Review*, vol. 58, n°1, p. 1-17.
- KOO R. C. [2013], *Central Banks in Balance Sheet Recessions. A Search for Correct Response*, Nomura Research Institute, Tokyo.
- LIPSEY R. G. [1960], « The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957 : a further analysis », *Economica*, vol. 27, n° 105, p. 1-31.
- MINSKY H. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven/Londres.
- PHILLIPS A. W. [1958], « The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957 », *Economica*, vol. 25, n° 100, p. 283-299.
- REINHART C. et ROGOFF K. [2008], « This time is different : a panoramic view of eight centuries of financial crises », *NBER Working Paper*, n° 13882.
- SAMUELSON P. A. et SOLOW R. [1960], « Analytical aspects of anti-inflation policy », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 50, n° 2, p. 177-194.
- SUMMERS L. [2014], « Low equilibrium real rates, financial crisis and secular stagnation », in BAILY M. N. et TAYLOR J. B. (dir.), *Across the Great Divide. New Perspectives on the Financial Crisis*, Stanford, Hoover Institution Press, Stanford University, p. 37-50.
- YELLEN J. L. [2017], « Inflation, uncertainty, and monetary policy », 59<sup>th</sup> annual meeting of the National Association of Business Economics, Cleveland.

# IV. Effets macroéconomiques des politiques fiscales : Keynes, le retour

*François Geerolf*

François Geerolf est professeur assistant à l'université de Californie, Los Angeles (UCLA).

*Thomas Grjebine*

Thomas Grjebine est économiste au CEPII.

**A** lors que les réformes fiscales constituent un élément central des politiques publiques, leurs conséquences macroéconomiques font toujours l'objet d'intenses controverses. Pourtant, il est tout à fait essentiel d'en connaître avec précision les effets sur les ménages et sur l'activité des entreprises pour la bonne gestion macroéconomique, ou pour utiliser au mieux la politique fiscale à l'occasion des crises. Par exemple, savoir s'il faut relancer la consommation, ou s'il vaut mieux accorder des baisses de charges afin de relancer l'investissement et les embauches sont des questions qui ne cessent d'être débattues, comme en témoignent les interrogations récentes autour des réformes du CICE, de l'ISF ou de la taxe d'habitation en France. En outre, les erreurs qui peuvent être commises en matière de politique fiscale, faute de bien en apprécier les effets, ont des conséquences lourdes et qui peuvent être durables. C'est ainsi que le Fonds monétaire international a reconnu après la crise des dettes souveraines avoir sous-estimé l'impact des politiques de hausses des impôts sur l'activité économique, ce qui a contribué à plonger plusieurs économies européennes dans la récession.

Comment en est-on arrivé à de telles erreurs d'appréciation ? C'est que, dans les années 1970, à la faveur de la stagflation, la remise en cause par les théoriciens néoclassiques des mécanismes keynésiens a conduit au développement de modèles macroéconomiques dans lesquels, quasiment par hypothèse, les hausses d'impôts ne peuvent avoir d'effets récessifs. Dès lors, leur évaluation a été pour un temps écartée. Pourtant, des travaux empiriques dès les années 1980 et plus encore ces dernières années n'ont cessé de venir battre en brèche cette hypothèse : non seulement la fiscalité a bien un effet sur l'activité, mais le multiplicateur fiscal, c'est-à-dire le rapport entre l'augmentation du PIB et les baisses d'impôts, peut être très élevé. Ces résultats plaident en faveur d'une refondation des modèles macroéconomiques afin que les hypothèses sur lesquelles ils s'appuient soient plus en phase avec les apports des travaux empiriques, qu'ils soient micro- ou macroéconomiques.

# Le coût de l'oubli des mécanismes keynésiens

La sous-estimation des multiplicateurs n'est pas une spécificité de la période récente. Elle fait écho aux nombreux débats qui avaient suivi les politiques économiques menées après la crise de 1929. Le président américain Herbert Hoover est en particulier resté célèbre pour avoir fortement augmenté les impôts en 1932 (de 2 points de PIB, soit l'une des plus fortes hausses de l'histoire américaine), afin de compenser la baisse des recettes fiscales occasionnée par la récession et rétablir la crédibilité du gouvernement et de la monnaie américaine. C'était négliger les effets que la fiscalité peut avoir sur l'activité, effets qui se sont avérés très négatifs empêchant ainsi de rétablir la confiance.

Mais, à la décharge de l'administration Hoover, la théorie développée par l'économiste britannique John Maynard Keynes n'avait pas encore été largement diffusée. S'appuyant sur l'hypothèse d'une demande agrégée insuffisante, cette théorie aurait permis de comprendre pourquoi de telles politiques d'austérité ne pouvaient se traduire que par des effets négatifs sur l'activité. L'idée de multiplicateur (fiscal lorsqu'il s'agit d'une baisse des impôts, budgétaire pour une hausse des dépenses publiques) est au cœur de cette théorie : une baisse d'impôt peut ainsi entraîner une augmentation du PIB plus importante que la demande supplémentaire induite directement, par l'intermédiaire de mécanismes reposant sur le revenu disponible des agents et leur propension marginale à consommer. Dans un tel cercle vertueux, une baisse d'impôts, parce qu'elle engendre une hausse du revenu disponible, conduit à une hausse de la consommation qui va elle-même engendrer des revenus supplémentaires pour les vendeurs, et donc des embauches, de l'investissement, des rentrées fiscales supplémentaires, et ainsi de suite. Le niveau de l'activité n'est alors pas limité par des contraintes pesant sur l'offre, mais par une demande insuffisante. La baisse d'impôts aura un impact d'autant plus important que les ménages consomment une part importante de leurs revenus. Si le multiplicateur est suffisamment élevé (supérieur à 2 si le taux de prélèvements obligatoires est de 50 % du PIB, supérieur à 3 si le taux est de 33 % du PIB), les baisses d'impôts peuvent même être autofinancées ; à l'inverse, les hausses d'impôts peuvent paradoxalement conduire à une augmentation de la dette (comme on l'a vu dans le cas grec). Notons que si Keynes ne parle pas explicitement de multiplicateur fiscal dans la *Théorie générale* [1936] et illustre le mécanisme du multiplicateur à partir des effets d'une politique de travaux publics sur l'activité, il considère la politique fiscale comme l'un des principaux vecteurs pour agir sur la propension marginale à consommer. Si, d'un point de vue keynésien, une augmentation des dépenses publiques devrait avoir un effet plus important sur le PIB que des baisses d'impôts — car lorsque la dépense publique augmente d'un euro, la demande globale s'accroît d'autant alors que pour une baisse d'impôts les ménages ne dépensent qu'une fraction de leurs revenus —, les études empiriques montrent au contraire qu'une baisse d'impôts a un effet plus important qu'une augmentation de la dépense publique [Alesina et Perotti, 2010].

À la différence de l'administration Hoover, les gouvernements qui ont, à la suite de la crise des dettes souveraines en Europe, décidé de mener des politiques de hausse des impôts disposaient de la connaissance des mécanismes keynésiens. Mais, comme le FMI l'a reconnu en 2012, les multiplicateurs fiscaux se sont avérés très supérieurs à ce qui avait été supposé lorsque les plans d'austérité ont été mis en

place à partir de 2010. Alors que le FMI considérait que le multiplicateur était de l'ordre de 0,5 — c'est-à-dire qu'une hausse d'un point de PIB des prélèvements obligatoires n'entraînait qu'une baisse de 0,5 % du PIB —, le Fonds a admis que le multiplicateur était en réalité jusqu'à trois fois supérieur [Blanchard et Leigh, 2012], ce qui explique que les plans d'austérité aient eu des conséquences beaucoup plus négatives que ce qui avait été anticipé. En Grèce, ces conséquences ont été dramatiques. Les organisations internationales, l'OCDE ou le FMI, ont défendu à plusieurs reprises à partir de 2010 la nécessité de fortes hausses d'impôts afin de rétablir les finances publiques et renforcer l'économie grecque grâce à un surplus de confiance de la part des investisseurs. Sur la période 2010-2012, les hausses d'impôts cumulées ont ainsi représenté près de 13 % du PIB. Alors que le Fonds anticipait que les efforts exigés conduiraient à une baisse du PIB réel de 5,5 % entre 2010 et 2012, le PIB s'est en réalité effondré de 17 %, et le chômage a atteint 25 % au lieu des 15 % prévus [Wyplosz et Sgherri, 2016].

En France, les effets négatifs sur la croissance de la politique de consolidation budgétaire menée en 2011-2013 ont également été minimisés. Cette politique a consisté à augmenter fortement les prélèvements obligatoires, tant sur les ménages que sur les entreprises. Entre 2011 et 2013, le taux de prélèvements obligatoires a ainsi augmenté de 2 points de PIB, dont une hausse de plus de 32 milliards d'euros pour les ménages. Cette stratégie française et européenne reposait implicitement sur l'hypothèse d'un multiplicateur faible, de l'ordre de 0,5, qui devait permettre à la France de respecter l'engagement d'un retour à l'équilibre des finances publiques en 2017 sans pénaliser la reprise de l'activité — la loi de finances pour 2013 prévoyait par exemple une croissance annuelle de 2 % à partir de 2014 alors qu'elle a été deux fois plus faible. La simultanéité des politiques d'austérité dans plusieurs pays européens a eu tendance à amplifier cet impact récessif : la demande extérieure n'a pas pu prendre le relais d'une demande intérieure déprimée.

# La victoire des théories néoclassiques

Comment expliquer la sous-estimation des multiplicateurs pendant la crise des dettes souveraines ? Alors que les politiques économiques étaient fortement inspirées par le keynésianisme au sortir de la Seconde Guerre mondiale, à partir de la fin des années 1970 les politiques keynésiennes ont été remises en cause à la fois sur le plan académique et sur le plan politique. Il faut dire que la stagflation — croissance faible accompagnée d'une forte inflation —, qui s'est installée dans la plupart des pays avancés en dépit de politiques de relance (par exemple, la relance du gouvernement Chirac en 1975), a laissé penser que les mécanismes keynésiens n'étaient plus valables. L'occasion pour ceux qui, dans le monde académique, pensaient que les modèles keynésiens péchaient par insuffisance de fondements microéconomiques, c'est-à-dire qu'ils étaient insuffisamment fondés sur le comportement des agents, de déployer leur arsenal d'ingénierie économique. À partir de là, les ménages ont été supposés consommer non plus en fonction de leur revenu disponible, mais de leur revenu permanent — c'est-à-dire de l'estimation de leur revenu à long terme qui intègre les revenus passés, présents et à venir — et ne plus être dupes des effets de la fiscalité. Toute baisse d'impôts sans baisse équivalente des dépenses publiques ne pouvait avoir d'effet sur l'activité car les ménages allaient anticiper une hausse future des impôts pour rembourser la dette publique et choisir alors d'épargner plutôt que de consommer ces ressources supplémentaires. La fameuse équivalence ricardienne, dont Robert Barro [1974] fut l'un des plus fervents défenseurs, alors même que David Ricardo [1820], après avoir formulé l'hypothèse qui porte aujourd'hui son nom, s'était empressé de la balayer comme une curiosité théorique. Quoi qu'il en soit, dans ce cadre l'effet sur la demande des politiques fiscales disparaît. Seul subsiste un effet d'offre qui transite par des mécanismes d'incitation : incitation à travailler davantage, à investir ou à embaucher par exemple à la suite d'une baisse des impôts.

Alors qu'en 1979 Robert Lucas et Thomas Sargent n'hésitaient pas à titrer « Après l'économie keynésienne », les travaux empiriques sur ces hypothèses théoriques de revenu permanent, d'équivalence ricardienne ou d'effets d'offre parvinrent pourtant très rapidement à des résultats pour le moins mitigés. C'est ainsi que Campbell et Deaton [1989] montrent que la théorie du revenu permanent proposée par Milton Friedman est rejetée sans ambiguïté par les données. C'est aussi ce à quoi aboutit l'économiste Jonathan Parker [1999] en montrant que la consommation augmente à l'instant où les baisses d'impôts, pourtant anticipées, ont lieu, alors que la théorie du revenu permanent prévoit que les agents qui anticipent une baisse d'impôts ne vont pas consommer au moment où cette baisse se produit, mais épargner pour que leur consommation soit stable dans le temps. Poterba et Summers [1987] montrent, quant à eux, que la baisse d'impôts massive menée par Ronald Reagan dans les années 1980, qui avait été présentée comme une politique d'offre devant agir sur les incitations des agents, avait plutôt eu des effets keynésiens avec une baisse importante de l'épargne privée et une détérioration du déficit commercial. De quoi remettre en cause l'idée, chère à Robert Barro, d'équivalence ricardienne, tout comme l'ont d'ailleurs confirmé de nombreux travaux empiriques : comme le souligne Angus Deaton [1992], la théorie de l'équivalence ricardienne requiert davantage de capacités d'anticipation de la part des agents que la théorie du revenu permanent ; dès lors, les études qui réfutent cette dernière réfutent *a fortiori* la première.

En dépit de leurs remises en cause empiriques, les modèles macroéconomiques microfondés (modèles des cycles réels auxquels les modèles d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) dits « nouveaux keynésiens » ont succédé), utilisés pour l'évaluation *ex ante* des politiques publiques, se sont développés au point de devenir l'alpha et l'oméga des travaux macroéconomiques, favorisés en cela par la politique des grandes revues qui ont valorisé les publications fondées sur ces modèles au détriment des études empiriques. Le fait que les hypothèses théoriques de ces modèles étaient systématiquement rejetées par les travaux empiriques n'est sans doute pas étranger à cette évolution. Thomas Sargent confessait ainsi en 2005 : « Je me souviens que Bob Lucas et Ed Prescott me disaient tous deux que ces tests [économétriques] rejetaient trop de bons modèles. »

Paradoxalement, alors que la nécessité de fondements microéconomiques aux modèles macroéconomiques avait constitué l'un des arguments pour abandonner les modèles keynésiens, il est rapidement apparu que les résultats des travaux microéconomiques n'étaient pas compatibles avec la logique macroéconomique de ces modèles. C'est ainsi que les élasticités (rapport entre les variations de deux phénomènes économiques) sur lesquelles ils s'appuient ne sont pas celles estimées précisément par des études microéconométriques, leur valeur étant trop faible pour rendre compte des mécanismes théoriques sous-jacents à ces modèles. Dès lors pour conserver ces hypothèses théoriques, les élasticités sont « calibrées ». Un exemple pour faire comprendre le principe. Ces modèles supposent que l'investissement dépend fortement du coût du capital. Or les études microéconomiques peinent à trouver le moindre effet du coût du capital sur l'investissement, ce qui est bien connu depuis les premières études utilisant des données d'entreprises dans les années 1980, rassemblées dans la revue de littérature de Ricardo Caballero [1999]. Certaines études récentes, plus rigoureuses, tendent même à montrer que cette élasticité est exactement égale à zéro : la plus emblématique étant certainement celle de Danny Yagan [2015] sur la réforme de la fiscalité du capital menée aux États-Unis en 2003. Mais, comme dans ces modèles, les variations du coût du capital doivent expliquer celles de l'investissement, l'élasticité au coût du capital a été calibrée à 1 (une augmentation du coût du capital de 1 % amène une baisse du stock de capital d'autant), une valeur très forte au regard des résultats microéconomiques. Comme l'a souligné Olivier Blanchard, la calibration est une façon d'ignorer le fait que la réalité ne colle pas au modèle et de faire comme si c'était le cas. Ainsi, de manière assez ironique, les élasticités macroéconomiques calibrées sont déconnectées des élasticités microéconomiques dans les modèles macroéconomiques microfondés !

Mais, si les modèles macroéconomiques, de par leurs hypothèses, ne sont pas à même d'évaluer correctement les effets des politiques fiscales, les études microéconomiques ne le pourraient-elles pas ? Certes, il est possible d'utiliser cette approche pour connaître l'effet d'un choc fiscal sur la consommation par exemple, en comparant la consommation d'un groupe d'individus qui bénéficie de la mesure fiscale (groupe de traitement) avec celle d'un groupe d'individus qui n'en bénéficie pas (groupe de contrôle), mais qui est par ailleurs « en tout point » similaire au groupe d'individus « traités ». Toutefois l'effet relatif ainsi estimé ne permet pas d'appréhender les effets multiplicateurs, qui ne peuvent l'être qu'en mesurant l'augmentation de la consommation totale liée au choc fiscal et non son augmentation relative.

# Les mécanismes keynésiens réhabilités par la macroéconomie empirique

L'évaluation des effets des politiques fiscales au niveau agrégé peut se faire, en revanche, en recourant à des approches macroéconométriques, une fois dépassées deux difficultés. La première consiste à isoler ce qui, dans la variation des recettes fiscales, provient de la politique fiscale, de ce qui est lié à une variation de la base fiscale du fait des évolutions de l'activité économique. Par exemple, la base fiscale de l'impôt sur le revenu varie automatiquement avec l'activité. C'est ce que l'on appelle les stabilisateurs automatiques. La seconde, nécessite d'isoler ce qui dans les évolutions observées de l'activité provient exclusivement de la politique fiscale car les liens entre activité économique et politique fiscale jouent dans les deux sens : la politique fiscale a une influence sur l'activité économique, c'est ce que l'on cherche à mesurer, mais les décisions de mesures fiscales peuvent aussi avoir été prises en fonction de l'activité, en augmentant les impôts pour contrecarrer la baisse des recettes fiscales en période de récession par exemple. Il s'agit alors de distinguer, dans la baisse d'activité observée à la suite de la mesure prise, ce qui provient de la situation initiale déjà dégradée et ce qui relève de la politique fiscale elle-même.

Pour dépasser ces difficultés, une approche dite narrative a été développée. Elle consiste, en utilisant différents documents d'archives — débats parlementaires, rapports d'organisations internationales, articles de journaux, etc. — à identifier les motivations des politiques fiscales et à ne retenir que les mesures « exogènes », celles prises indépendamment du contexte économique. En procédant de la sorte, plusieurs études, celle de Romer et Romer [2010] sur les États-Unis, de Cloyne [2013] sur le Royaume-Uni, de Hayo et Uhl [2014] sur l'Allemagne ou celle de Geerolf et Grjebine [2018] sur les trente-cinq pays de l'OCDE, parviennent à des multiplicateurs fiscaux de l'ordre de 2,5-3 : à la suite d'une baisse d'impôts d'un point de pourcentage du PIB, au bout de trois ans, le PIB augmente de 2,5 % à 3 %. Le multiplicateur fiscal existe donc bien et il est plus élevé qu'on le pensait jusque-là.

En outre, l'étude de Geerolf et Grjebine [2018], parce qu'elle évalue les effets des variations de la taxe foncière, permet d'identifier précisément les canaux de transmission d'un choc fiscal sur l'activité. Dans la mesure où la taxe foncière est réputée, depuis Adam Smith, David Ricardo et Henry George, n'avoir pas d'effets sur les comportements et les incitations des agents économiques (les effets d'offre), en particulier les incitations des ménages à travailler, ou celles des entreprises à investir, ses effets sur l'activité économique (hors construction) ne peuvent passer que par la demande agrégée. Dès lors, le résultat d'un multiplicateur fiscal de 3 est sans ambiguïté lié à une variation du revenu disponible et donc à un effet keynésien de demande agrégée.

Cet effet sur l'activité provient tout d'abord d'un impact très élevé sur la consommation (3,5 % au bout de trois ans) consécutif à la hausse directe du revenu disponible d'agents ayant une propension à consommer relativement forte : cette taxe touche globalement les classes moyennes car elle est payée par les propriétaires, soit en moyenne plus de 50 % des ménages. Cependant, cet effet direct n'explique pas tout :

la consommation ne représentant qu'environ 60 % du PIB, l'effet direct sur le PIB est au plus de 1,7 % ( $1\%/0,6 = 1,7\%$ ). Des effets multiplicateurs sont donc à l'œuvre : la hausse initiale de la consommation entraîne celle de la demande globale, qui se traduit par des embauches et donc à nouveau par une hausse de la consommation. Ces résultats permettent de rejeter sans ambiguïté la théorie de l'« équivalence ricardienne » selon laquelle une taxe non distorsive et sans effet d'incitation devrait n'avoir aucun effet sur la consommation.

Ensuite, la baisse de la taxe foncière se traduit par une hausse de l'investissement non résidentiel particulièrement élevée (près de 11 % au bout de trois ans), un résultat quasiment identique à celui trouvé par Romer et Romer [2010] pour les États-Unis. Cette forte réponse de l'investissement ne peut s'expliquer dans le cadre néoclassique traditionnel. Dans celui-ci, une baisse de la taxe devrait augmenter le niveau de la dette publique, aboutissant à une hausse du taux d'intérêt, du coût du capital, et par là même à une contraction de l'investissement et non à sa hausse. Cet effet positif se comprend en revanche très bien dans un cadre d'analyse keynésien où l'investissement dépend directement de la demande adressée aux entreprises, *via* un effet d'accélérateur (le terme provient du fait que la variation de l'investissement dépend de l'accélération de la demande adressée aux entreprises).

Enfin, la baisse de la taxe se traduit par une détérioration du solde commercial du fait d'un accroissement presque immédiat des importations (10 % au bout d'un an) et d'une baisse des exportations à plus long terme (6 % à l'horizon de trois ans). Cet effet sur le solde extérieur d'une politique de relance est connu sous le nom de « déficits jumeaux » : dans une économie ouverte, une partie de la demande additionnelle créée par une relance fiscale est adressée à l'extérieur et se traduit par une dégradation de la compétitivité. C'est ce à quoi la relance de François Mitterrand en 1981 avait conduit et qui avait nécessité de dévaluer le franc à trois reprises pour rétablir la compétitivité. Une partie des gains de pouvoir d'achat s'était en effet reportée sur l'achat d'automobiles allemandes et japonaises. De même, les baisses d'impôts de Ronald Reagan en 1981 avaient creusé le déficit commercial, ce qui l'avait conduit à demander des restrictions « volontaires » d'exportations au Japon et une intervention concertée pour déprécier le dollar lors des accords du Plaza en 1985. C'est peut-être aussi de la sorte qu'il faut interpréter les politiques de fortes baisses d'impôts accompagnées de mesures protectionnistes de Donald Trump : pour éviter que les mesures de relance ne donnent lieu à une demande adressée à l'extérieur trop importante, celle-ci est limitée par la mise en place de protections aux frontières.

Ce danger des politiques de relance avait été anticipé par Keynes lui-même, qui prenait le problème du déficit commercial très au sérieux. Il déclarait ainsi : « Une politique d'expansion, bien que désirable, ne peut être appliquée aujourd'hui sans risque, si elle ne s'accompagne pas d'autres mesures qui en neutralisent les dangers. Permettez-moi de vous rappeler en quoi consistent ces dangers. Ils consistent à alourdir d'un nouveau fardeau notre balance commerciale, d'un nouveau fardeau notre budget et à porter atteinte à la confiance. » Pour neutraliser ces dangers, la principale décision qui s'imposait selon Keynes « à tout sage chancelier de l'Échiquier, quelles que soient ses idées sur le protectionnisme, [était] l'introduction d'un sérieux tarif douanier » [Keynes, 1931]. Il s'agissait selon lui d'une solution beaucoup moins coûteuse en termes d'emplois qu'une baisse des salaires, alternative défendue à l'époque pour réduire le chômage et sauver l'industrie britannique. Peu de temps auparavant, il avait souligné le danger

d'« abandonner toute industrie incapable, pour le moment, de survivre » et, pour l'éviter, avait préconisé de protéger les industries automobiles, du fer et de l'acier [Keynes, 1930]. Dans le même temps, il mettait en garde contre le risque d'escalade : si, à l'échelle d'un pays, un tarif douanier peut contribuer à la réduction du chômage, une montée du protectionnisme à l'échelle mondiale conduirait à un jeu à somme négative. Reste à savoir si Keynes parviendrait à la même recommandation d'instaurer « un sérieux tarif douanier » dans le contexte actuel d'économies hypermondialisées, où les chaînes de valeur sont beaucoup plus fragmentées, et où les risques d'escalade et de guerre commerciale constituent une menace plus sérieuse pour l'économie mondiale.

Pour résumer, les résultats des études macroéconométriques soulignent le dilemme des politiques fiscales expansionnistes : si elles ont clairement des effets positifs sur l'activité à court terme (en particulier sur la consommation, l'investissement et l'emploi), elles conduisent dans le même temps à une aggravation des déficits extérieurs, ce qui peut favoriser un processus de désindustrialisation. Ces études convergent aussi dans le sens de multiplicateurs fiscaux élevés, en tout cas supérieurs à 1. Pour autant, toutes les taxes n'ont évidemment pas le même effet : celles qui ciblent le revenu disponible des ménages dont la propension marginale à consommer est la plus élevée ont l'effet le plus fort. C'est certainement parce que la taxe foncière affecte des agents ayant une propension marginale à consommer relativement forte que le multiplicateur associé est élevé dans l'étude de Geerolf et Grjebine [2018] ; ce serait *a fortiori* le cas pour la taxe d'habitation, dont la suppression annoncée par le gouvernement français devrait être étalée jusqu'en 2020. La TVA est un autre impôt dont la baisse aboutit à une forte stimulation de la demande agrégée, comme l'a montré une étude récente de Riera-Crichton *et al.* [2016] portant sur quatorze pays de l'OCDE, dont la France : une baisse de la TVA d'un point de PIB conduit à une hausse du PIB de 3,7 % au bout d'un an. Mertens et Ravn [2013] ont montré de leur côté que l'effet d'une baisse de l'impôt sur le revenu aux États-Unis était beaucoup plus important que celui d'une baisse de l'impôt sur les sociétés : une baisse d'un point de PIB de l'impôt sur le revenu augmente le PIB par habitant de près de 2 % au bout d'un an, contre seulement 0,6 % dans le cas d'une baisse équivalente de l'impôt sur les sociétés. La baisse de l'impôt sur le revenu touchant des agents ayant en moyenne une propension à consommer plus forte que ceux qui acquittent *in fine* l'impôt sur les sociétés, à savoir les agents bénéficiant d'un patrimoine actionnarial, son impact sur la consommation est plus élevé. En outre, l'effet sur l'investissement est presque deux fois plus important lorsque la politique fiscale cible l'impôt sur le revenu plutôt que celui sur les sociétés. Ce qui illustre à nouveau que le coût du capital n'est pas un déterminant important de l'investissement qui dépend davantage de la demande. Les études empiriques aboutissent ainsi à des conclusions à rebours de la littérature théorique : la politique fiscale a des effets bien au-delà des seuls effets incitatifs.

# Réconcilier les modèles macroéconomiques avec les faits empiriques

Les erreurs commises en Europe pendant la crise des dettes souveraines ont rappelé les conséquences lourdes et durables d'une mauvaise évaluation des effets des politiques fiscales. Si les débats fiscaux peuvent paraître parfois un peu techniques et abstraits, les exemples de la Grèce et dans une moindre mesure de la France ont montré que les coûts associés à la sous-estimation des multiplicateurs sont eux bien réels, sur les plans tant humain que politique.

Cette sous-estimation n'est pas le fruit du hasard, mais le résultat de plus de trente ans de mise à l'écart des mécanismes keynésiens dans les modèles macroéconomiques dominants qui servent à l'évaluation de ces politiques *ex ante*. Dans le cadre néoclassique qui s'est imposé dans ces modèles, les chocs fiscaux ne jouent que *via* les incitations des agents et ne peuvent avoir d'effets récessifs. Pire, les hypothèses sur lesquelles s'appuient ces modèles sont rejetées à la fois par les études microéconomiques et macroéconométriques. À cet égard, le coût du capital semble importer relativement peu pour la détermination de l'investissement, tandis que la demande future compte beaucoup — c'est d'ailleurs aussi ce que déclarent les chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture. De même, les consommateurs sont loin de se comporter selon les théories du revenu permanent ou de l'équivalence « ricardienne » et prennent davantage leurs décisions en fonction de leur revenu disponible courant, sans se soucier du niveau de la dette publique.

Pour ne pas reproduire les erreurs dramatiques commises ces dernières années, il paraît donc nécessaire que les modèles qui servent à l'évaluation des politiques économiques soient refondés pour sortir de ce que Paul Krugman a qualifié de « temps sombres de la macroéconomie ». La tâche est ardue, mais déjà si les fondations « micro » des modèles « macro » étaient plus en phase avec les résultats empiriques un grand pas serait fait. En attendant cette refondation théorique, il apparaît nécessaire à court terme, comme le souligne à nouveau Paul Krugman [2018], de réhabiliter les modèles agrégés plus simples, tels que le modèle IS-LM qui a largement inspiré les décisions de politique économique prises aux États-Unis à partir de l'année 2008, et de travailler davantage sur les approches purement empiriques en macroéconomie. En espérant que la crise et les erreurs de politique économique commises à son occasion en Europe puissent servir de leçon.

---

# Repères bibliographiques

- ALESINA A. et PEROTTI R. [2010], « Large changes in fiscal policy : taxes *versus* spending », *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, n° 1, janvier, p. 35-68.
- BARRO R. [1974], « Are government bonds net wealth ? », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 6, p. 1095-1117.
- BLANCHARD O. J. et LEIGH D. [2012], « Are we underestimating short-term fiscal multipliers ? », FMI, *World Economic Outlook*, octobre.
- CABALLERO R. J. [1999], « Chapter 12, Aggregate investment », in TAYLOR J. B. et WOODFORD M. (dir.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, Elsevier, North-Holland, p. 813-862.
- CAMPBELL J. et DEATON A. [1989], « Why is consumption so smooth ? », *The Review of Economic Studies*, vol. 56, n° 3, juillet, p. 357-373.
- CLOYNE J. [2013], « Discretionary tax changes and the macroeconomy : new narrative evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, juin, p. 1507-1528.
- DEATON A. [1992], *Understanding Consumption*, Oxford University Press, New York.
- GEEROLF F. et GRJEBINE T. [2018], « Augmenter ou réduire les impôts : quels effets sur l'économie ? L'exemple de la taxe foncière », *La Lettre du CEPII*, n° 386, mars.
- HAYO B. et UHL M. [2014], « The macroeconomic effects of legislated tax changes in Germany », *Oxford Economic Papers*, vol. 66, n° 2, p. 397-418.
- KEYNES J. M. [1930], « Note à l'Economic Advisory Council », octobre.
- KEYNES J. M. [1931], « Propositions en vue de l'établissement d'un nouveau tarif douanier », *The New Statesman and Nation*, 7 mars.
- KEYNES J. M. [1936], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1942.
- KRUGMAN P. [2018], « Good enough for government work ? Macroeconomics since the crisis », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, n° 1-2, p. 156-168.
- LUCAS R. E. et SARGENT T. J. [1979], « After Keynesian macroeconomics », *Federal Reserve Bank Minneapolis Quarterly Review*, numéro spécial.
- MERTENS K. et RAVN M. [2013], « The dynamic effects of personal and corporate income tax changes in the United States », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, juin, p. 1212-1247.
- PARKER J. A. [1999], « The reaction of household consumption to predictable changes in social security taxes », *American Economic Review*, vol. 89, n° 4, septembre, p. 959-973.
- POTERBA J. et SUMMERS L. [1987], « Finite lifetimes and the effects of budget deficits on national saving », *Journal of Monetary Economics*, vol. 20, n° 2, septembre, p. 369-391.
- RIERA-CRITCHON D., VEGH C. et VULETIN G. [2016], « Tax multipliers : pitfalls in measurement and identification », *Journal of Monetary Economics*, vol. 79, p. 30-48.
- RICARDO D. [1820], *Le Système de consolidation*, Encyclopædia Britannica.
- ROMER C. D. et ROMER D. H. [2010], « The macroeconomic effects of tax changes : estimates based on a new measure of fiscal shocks », *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, juin, p. 763-801.
- WYPLOSZ C. et SGHERRI S. [2016], *The IMF's Role in Greece in the Context of the 2010 Stand-By Arrangement*, Independent Evaluation Office of the IMF, FMI.

YAGAN D. [2015], « Capital tax reform and the real economy : the effects of the 2003 dividend tax cut », *American Economic Review*, vol. 105, n° 12, décembre, p. 3531-3563.

# V. Le partage de la valeur ajoutée : un problème capital

*Sophie Piton*

Sophie Piton est économiste au CEPII et doctorante à l'École d'économie de Paris, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

*Antoine Vatan*

Antoine Vatan est économiste au CEPII.

Le partage, entre actionnaires et salariés, de la richesse créée par les entreprises fait actuellement l'objet de débats. En témoignent les polémiques suscitées par le rapport *CAC 40 : des profits sans partage* publié par l'Oxfam en mai 2018. Ce rapport dénonçait l'augmentation des rémunérations des actionnaires en France depuis la crise financière globale. Entre 2009 et 2016, ces entreprises ont distribué 67 % de leurs bénéfices aux actionnaires, ne laissant plus que 27 % pour l'investissement et 5 % de primes pour les salariés. En 2014, dans un article publié dans la *Harvard Business Review*, William Lazonick faisait un constat similaire pour les entreprises du S&P 500, l'équivalent du CAC 40 aux États-Unis. Les entreprises américaines distribuaient alors 91 % de leurs bénéfices aux actionnaires, ne laissant que 9 % pour l'investissement et les primes aux salariés. En cause, une stratégie des entreprises de plus en plus centrée sur la valeur actionnariale, telle que des profits plus importants ne bénéficient qu'à un petit nombre d'actionnaires et ne permettent pas une prospérité partagée dans la société.

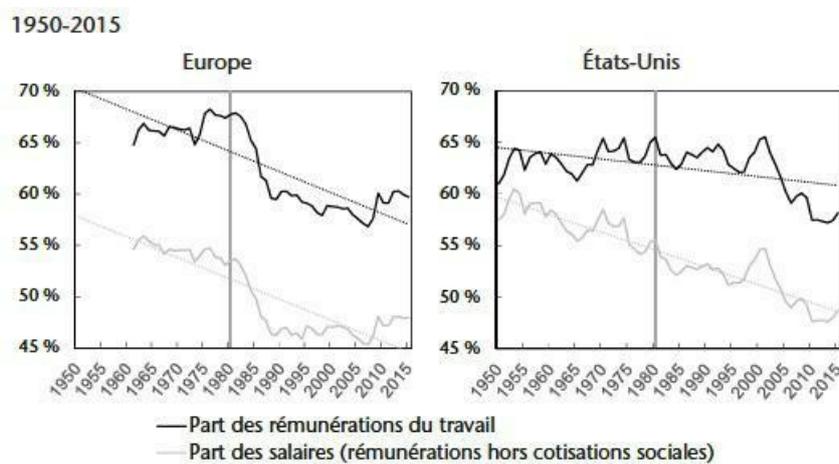
Comment le partage de la richesse a-t-il évolué dans les pays européens et aux États-Unis depuis les années 1980 ? Quels en sont les déterminants ? Ces deux questions sont cruciales en matière d'inégalités et de justice sociale. Y répondre implique toutefois d'aller au-delà de l'examen du partage des profits sur lequel se concentraient les études d'Oxfam et de William Lazonick. Car ces profits ne sont qu'une partie de la richesse créée dont sont déjà déduites les rémunérations des salariés. C'est à l'ensemble de la richesse créée (la production nette des consommations intermédiaires, c'est-à-dire les matières premières et les services que les entreprises ont dû acheter pour produire) qu'il faut s'intéresser, ce que la comptabilité nationale mesure par la valeur ajoutée.

La part de la valeur ajoutée revenant au travail a baissé depuis le début des années 1980. Deux grandes pistes d'explication sont à explorer. La première met en cause le progrès technologique en partant du constat que les entreprises accumulent de plus en plus de capital en raison de la robotisation (l'homme remplacé par la machine) et de l'essor du capital incorporel (logiciels, recherche et développement, etc.). La seconde pointe la croissance sans précédent des profits des entreprises. Les causes se situent alors plutôt, d'une part, dans l'augmentation de la concentration conférant aux entreprises qui dominent le marché la capacité d'accroître leur profit et, d'autre part, dans les changements de gouvernance qui ont amené à faire prédominer l'intérêt des actionnaires.

# Le constat d'une baisse de la part attribuée au travail depuis le début des années 1980

Dans l'ensemble des pays du monde, la part de la valeur ajoutée distribuée aux salariés (sous forme de traitements, salaires et cotisations sociales) a baissé au cours des quatre dernières décennies. Il s'agit d'une tendance de long terme qu'on observe aussi bien aux États-Unis qu'en Europe (graphique 1). Quand on observe, pour l'ensemble des sociétés non financières de ces pays (68 % de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie), la part de la valeur ajoutée distribuée aux salariés, un décrochage apparaît clairement au début des années 1980.

**Graphique 1 – Part du travail dans la valeur ajoutée, Europe et États-Unis**



*Note* : ce graphique montre la part des rémunérations du travail (salaires et traitements, avec (noir) et sans (gris) les cotisations sociales) dans la valeur ajoutée des sociétés non financières. Le trait gris vertical marque le début des années 1980. Les traits en pointillés tracent les tendances linéaires.

**Sources : calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat et de la Réserve fédérale américaine.**

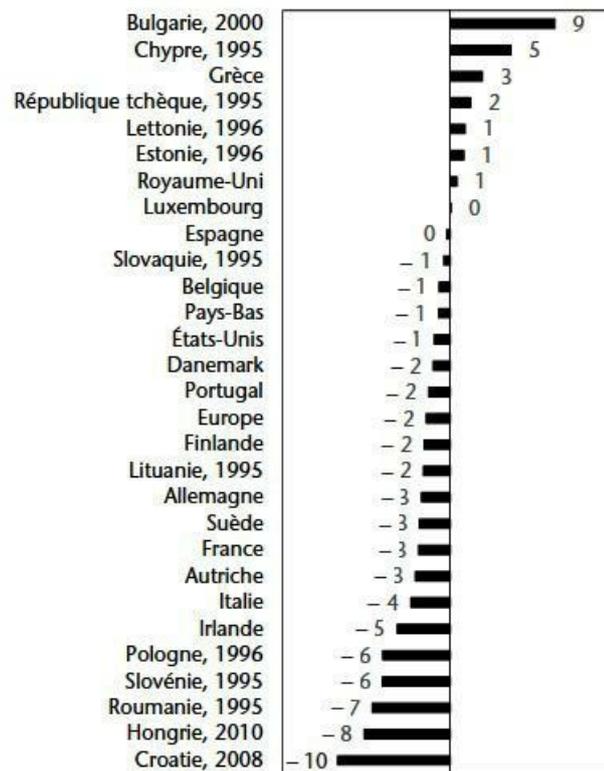
Entre 1980 et 2015, l'Europe et les États-Unis enregistrent une baisse de cette part de même ampleur. Elle passe de 68 % à 60 % dans les pays européens et de 65 % à 58 % aux États-Unis, et ce en dépit de l'augmentation des cotisations sociales (surtout aux États-Unis). Mais le profil de la baisse diffère. En Europe, la part salariale diminue fortement entre 1980 et 2000 et stagne depuis. Les États-Unis affichent une dynamique inverse. Cette part décroît peu au début de la période, rebondit assez fort entre 1997 et 2001, puis chute. De plus, la crise financière de 2007-2008 semble n'avoir eu que peu d'effets aux États-Unis, alors qu'en Europe un rebond apparaît. Ces différences ne remettent toutefois pas en question la tendance de plus long terme, qui est celle d'une baisse de la part salariale. Celle-ci s'observe d'ailleurs également dans les pays en développement depuis les années 1980 [Karabarounis et Neiman, 2014].

Peu de pays échappent à cette tendance. Quelques-uns en Europe font exception et enregistrent une hausse (graphique 2) : l'Estonie, la Lettonie, la République tchèque, Chypre, la Bulgarie ou encore la Grèce. L'exception la plus notable est celle du Royaume-Uni, car structurellement ce pays apparaît assez proche

de ceux qui enregistrent une baisse. Ces exceptions tiennent peut-être, en partie, à un manque de données historiques. Au Royaume-Uni, les données ne remontent qu'au début des années 1980 alors que la part salariale baisse surtout dans les années 1970. Dans les autres pays, les données ne remontent qu'au milieu des années 1990, période à partir de laquelle on observe également dans les autres pays européens une stabilisation, voire une légère augmentation de la part salariale.

## Graphique 2 – Part du travail dans la valeur ajoutée, tendance par pays

(en points de % moyen par décennie)



*Note* : ce graphique montre la tendance de la part des rémunérations du travail (des salariés et des indépendants) dans la valeur ajoutée du secteur marchand non financier. La tendance concerne la période 1980-2015. Quand les données ne sont pas disponibles depuis 1980, l'année initiale est indiquée.

*Lecture* : une baisse de -1 aux États-Unis correspond à une baisse de -1 point de pourcentage tous les dix ans en moyenne entre 1980 et 2015.

**Source** : calculs des auteurs à partir de données d'EU KLEM.

La tendance à la baisse de la part du travail dans la valeur ajoutée s'observe donc un peu partout, et ce dans la plupart des secteurs de l'économie. La baisse est notable dans les secteurs manufacturiers. On note, en revanche, une légère augmentation dans des secteurs de services aux entreprises (comme les activités juridiques et comptables, d'architecture ou d'ingénierie, par exemple). Mais, globalement, la baisse observée concerne bien l'ensemble des secteurs et ne s'explique qu'en partie par un effet de composition [Piton et Vatan, 2018b] : en clair, la baisse de la part salariale ne provient pas tant d'un poids croissant des secteurs où cette part est plus basse (secteurs miniers et pétroliers, ou secteurs de l'information et de la communication) que d'une tendance commune à tous les secteurs. L'effet de recomposition sectorielle, lié à l'essor relatif de ces secteurs où la part salariale est plus faible, contribue pour seulement 30 % de son évolution. Alors que la mondialisation commerciale et les délocalisations

affectent surtout les secteurs tournés vers le commerce international (dont les secteurs manufacturiers), ce constat d'une baisse de la part du travail commune à l'ensemble des secteurs de l'économie laisse penser que le commerce international ne joue au final qu'un rôle secondaire dans l'explication de cette tendance.

Si un relatif consensus s'est établi pour constater une baisse de la part du travail depuis les années 1980, les avis divergent davantage quand il s'agit d'en trouver la cause. Comme la valeur ajoutée se partage entre rémunérations du travail et revenus du capital (voir encadré 1, p. 75), la baisse de la part des unes se reflète nécessairement dans l'augmentation de la part des autres. On peut donc chercher l'explication de la baisse de la part des rémunérations du travail dans ce qui a causé l'augmentation de la part des revenus du capital depuis 1980. Faut-il y voir le résultat du progrès technologique conduisant les entreprises à accumuler de plus en plus de capital, ou bien une capacité accrue des entreprises à engranger des profits en lien avec un changement au niveau de la structure de leur marché et/ou de leurs modes de gouvernance ?

# Les évolutions technologiques n'expliquent pas tout

Première piste d'explication, le progrès technologique : le remplacement du travail par le capital, du fait de l'automatisation de nombreuses tâches ou du développement de l'intelligence artificielle par exemple, entraînerait une « course entre l'homme et la machine ». Remplacer du travail par du capital pour un niveau donné de production n'est pas neutre pour la répartition de la valeur ajoutée si la baisse de l'emploi n'est pas compensée par une augmentation des salaires.

## La baisse du prix réel de l'investissement

Le progrès technologique fait baisser le prix de l'investissement relativement aux prix à la consommation (ce que l'on appellera prix réel de l'investissement). Une même machine coûte de moins en moins cher, si bien que le coût par unité de capital diminue, incitant progressivement à remplacer du travail par du capital. Puisqu'il y a moins de travailleurs et plus de machines, la valeur créée par heure travaillée augmente — la productivité du travail augmente à production donnée. Et si les salaires horaires n'augmentent pas aussi vite que la productivité du travail, c'est-à-dire que l'augmentation des salaires ne permet pas de compenser la baisse du nombre d'heures travaillées, alors la rémunération totale du travail (le produit du salaire et des heures travaillées) baisse et celle allant au capital augmente (toujours pour un niveau donné de production). Cette thèse est avancée par Karabarbounis et Neiman [2014] qui constatent que les secteurs où le prix réel de l'investissement a le plus baissé sont aussi ceux où la part du travail a le plus baissé. Et globalement, on observe bien une augmentation plus rapide de la productivité du travail que des salaires réels (la productivité a augmenté de 2,9 % en Europe et 2,0 % aux États-Unis par an en moyenne entre 1980 et 2015, tandis que les salaires réels ont augmenté de respectivement 2,4 % et 1,8 %).

Cette explication suppose toutefois que le coût du capital ( $U$  dans l'encadré 1) reflète essentiellement le prix de l'investissement ( $q$  dans l'encadré 1). Et l'on devrait alors observer, dans les pays où la part du travail a baissé, à la fois une accumulation du capital (une augmentation de la quantité de capital utilisée pour la production,  $K$  dans l'encadré 1) et une baisse du coût du capital (une baisse de  $U$  qui reflète essentiellement la baisse de  $q$ ). L'accumulation du capital faisant plus que compenser la baisse du coût du capital, il en résulterait une augmentation de la part de la valeur ajoutée revenant au capital et une baisse de la part attribuée au travail. Or, même si l'on observe une utilisation du capital dans la production, plus forte de 21 % en Europe et de 24 % aux États-Unis, en réponse à la baisse du prix relatif de l'investissement (de respectivement 17 % et 33 %), l'augmentation de la part des compensations du capital dans la valeur ajoutée s'explique surtout par une augmentation du rendement réel du capital de 21 % en Europe et 25 % aux États-Unis [Piton et Vatan, 2018a]. L'explication ne saurait donc se réduire au prix réel de l'investissement.

# Le poids croissant des actifs immatériels

Toujours en lien avec le progrès technologique, une deuxième explication souligne l'utilisation croissante, dans la production, d'actifs immatériels. La définition de ce type de capital est assez large, le capital immatériel pouvant désigner aussi bien une marque, un brevet, un droit d'auteur, qu'un mode d'organisation ou de production, un procédé de fabrication, un programme informatique ou un algorithme. La mesure est compliquée puisque ce type d'actif n'a généralement pas de valeur de marché, ce qui rend périlleuse sa valorisation. Il est donc difficile de l'appréhender rigoureusement avec des données statistiques. Or ces actifs font l'objet d'un investissement immatériel ou incorporel et affectent la mesure de la valeur ajoutée ; ils peuvent donc participer à des erreurs de mesure de son partage.

En 2008, les États-Unis ont réformé leur système de comptabilité nationale et ont inclus trois types d'actifs incorporels dans la mesure de l'investissement : les logiciels, la recherche et le développement, et les œuvres artistiques originales [Koh *et al.*, 2015]. Quels en ont été les effets ? Premier constat, ce type d'actifs a largement gagné en importance pour l'économie américaine : alors que le stock de capital a été multiplié par 6 entre 1950 et 2013, le stock de capital incorporel a été multiplié par 25 ! Deuxième constat, le capital immatériel se déprécie beaucoup plus rapidement que les autres formes de capital comme le capital immobilier ou les machines et équipements. Cela tient surtout à l'obsolescence rapide des logiciels. Son taux d'usage (taux de dépréciation) est cinq fois plus élevé que celui des autres formes de capital, et tend à faire augmenter la consommation de capital fixe des entreprises. Ce faisant, le capital incorporel a entraîné à la fois une accélération de l'accumulation du capital, et une augmentation de son coût unitaire (puisque'il faut le remplacer plus souvent que les autres formes de capital). Il aurait donc fortement contribué à faire augmenter la part de la valeur ajoutée revenant au capital, et donc à faire baisser corrélativement la part de la valeur ajoutée revenant au travail. Mais, là aussi, même si l'on observe bien une contribution positive de la consommation de capital fixe à la part revenant au capital — soit une augmentation du coût unitaire du capital du fait de sa dépréciation plus rapide —, cela n'explique qu'en partie l'évolution de cette part.

Au total, les deux explications technologiques s'attachent surtout à l'accumulation croissante du capital productif. En revanche, elles ne permettent pas de comprendre la croissance de son coût unitaire dans toute son ampleur. Pour expliquer ce coût, c'est vers l'évolution des profits qu'il faut se tourner (tableau 1).

**Tableau 1 – Contributions à l'évolution de la part des revenus du capital dans la valeur ajoutée entre 1980 et 2015, Europe et États-Unis**

*Note* : l'évolution de la part du capital n'est pas exactement l'inverse de celle de la part du travail, l'écart étant dû à l'évolution des impôts et subventions sur la production.

(en points de %)		
	<b>États-Unis</b>	<b>Europe</b>

Part revenant au travail	- 7,3	- 8,0
Part revenant au capital	6,2	6,6
<i>Contributions à la part revenant au capital</i>		
Consommation de capital fixe	2,1	2,9
Revenus de la propriété à recevoir	1,4	- 9,4
Intérêts et autres charges à payer	- 2,9	- 6,7
Impôts sur le revenu	- 1,2	0,4
Profits avant distribution	6,8	19,4

**Sources : calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat et de la Réserve fédérale américaine.**

# Une augmentation importante des profits

Les profits ( $\pi qK$  dans l'encadré 1) sont ce qu'il reste de la valeur ajoutée après déduction des rémunérations du travail (ce qui donne l'excédent brut d'exploitation), déduction faite du remplacement du capital usé (on obtient ainsi l'excédent net d'exploitation) et une fois payé l'ensemble des charges, intérêts sur les dettes et impôts (le solde correspond au compte du revenu d'entreprise, l'équivalent dans la comptabilité nationale des profits courants avant distribution). C'est donc la rémunération du capital que la technologie (aussi bien à travers l'évolution du prix de l'investissement  $q$  que de celui du coût d'usure  $\delta$ ), le coût de la dette (à travers l'évolution du taux d'intérêt  $i$ ) ou le taux d'imposition ( $\tau$ ) ne peuvent expliquer. Ces profits sont utilisés pour payer les actionnaires (sous forme de dividendes et de rachats d'actions) ou peuvent aussi être réinvestis à l'étranger, investis dans les moyens de production ou encore mis en réserve. Entre 1980 et 2015, la part des profits dans la valeur ajoutée a augmenté de 7 points aux États-Unis et de 19 points en Europe, contribuant fortement à l'augmentation de la part revenant au capital (tableau 1).

## Encadré 1. Partage de la valeur ajoutée : définitions comptables et concepts économiques

La valeur ajoutée brute se partage entre la rémunération des travailleurs et l'excédent brut d'exploitation (la rémunération du capital) :

$$pY = wL + UK$$

avec  $p$  le prix de la valeur ajoutée et  $Y$  son volume,  $w$  le salaire horaire moyen et  $L$  les heures travaillées,  $U$  le coût du capital et  $K$  son volume.

À son tour, l'excédent brut d'exploitation peut se décomposer (en considérant que les revenus de la propriété reçus sont négligeables) comme suit :

$$UK = (\delta + i + \pi) \tau qK$$

avec  $q$  le prix des actifs nécessaires à la production tels que les machines, équipements, logiciels, etc. dont la quantité est mesurée par  $K$ , et  $\delta$  le taux d'usure de ces machines ;  $i$  le coût de financement de ces machines (taux d'intérêt sur les dettes contractées),  $\tau$  le taux d'imposition sur les bénéfices,  $\pi$  le profit par unité de capital.

Au final, le coût du capital  $U$  dépend du prix de l'investissement ( $q$ ), mais pas seulement. Il dépend également de l'usure de ces actifs ( $\delta$ ), du coût de leur financement ( $i$ ) et du taux d'imposition sur les bénéfices ( $\tau$ ). Enfin, son évolution reflète également l'évolution du profit par unité de capital ( $\pi$ ).

Ces profits sont utilisés pour payer les actionnaires (sous forme de dividendes et de rachats d'actions). Ils peuvent également être réinvestis à l'étranger, investis dans les moyens de production

ou mis en réserve. Ces identités sont résumées dans le tableau des comptes des sociétés non financières, ci-dessous.

## Tableau 2 – Comptes simplifiés des sociétés non financières

*Note* : par simplicité et par manque de données, nous faisons ici abstraction des gains de valorisation liés à la détention des actifs.

<b>Valeur ajoutée brute (nette des impôts et subventions sur la production) =</b>
+ Rémunérations des travailleurs (salaires + cotisations sociales)
+ Excédent brut d'exploitation
<b>Excédent brut d'exploitation =</b>
+ Consommation de capital fixe (déduction de l'usure des équipements utilisés pour la production)
+ Excédent net d'exploitation
<b>Excédent net d'exploitation =</b>
– Revenus de la propriété à recevoir
+ Intérêts sur les dettes et autres charges (comme les loyers sur les terrains et gisements) à payer
+ Impôts sur le revenu
+ Profits avant distribution (compte du revenu d'entreprise)
<b>Profits avant distribution (compte du revenu d'entreprise) =</b>
+ Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers
+ Autres transferts courants
+ Revenus distribués des sociétés (dividendes)

+ Épargne nette (utilisée notamment pour les rachats d'actions)

**Sources : trois principales sources de données sont utilisées pour rassembler l'ensemble des faits stylisés présentés ici : EU KLEMS, Eurostat et les données de la Réserve fédérale américaine.**

## Une concentration accrue des entreprises

Une première explication avancée pour comprendre l'évolution des profits serait liée à la marge que font les entreprises lors de la vente de leur production, soit l'écart entre leur prix de vente et leurs coûts de production. Cette marge aurait beaucoup augmenté depuis le début des années 1980, et ce surtout dans les entreprises qui, initialement, avaient déjà une marge élevée.

Cette marge croissante proviendrait d'une concentration accrue de l'activité économique. La concentration augmente de fait le pouvoir de marché des entreprises les plus grosses. Ce pouvoir, en retour, leur permet de moins subir la concurrence et de pratiquer des prix tels que leurs marges sont plus élevées. Une récente étude [Autor *et al.*, 2017] montre que la concentration joue un rôle significatif dans l'explication des profits et du partage de la valeur ajoutée. Les États-Unis sont de plus en plus dominés par des entreprises « superstars » — comme Google, Apple ou autres géants du Web — qui concentrent une part croissante des ventes et des profits. Et comme ces entreprises sont plus profitables que les autres, la part de leur valeur ajoutée rémunérant le travail est plus faible. Ainsi, la baisse de la part du travail dans l'ensemble de l'économie proviendrait essentiellement de l'importance accrue des entreprises « superstars », par un simple effet de composition.

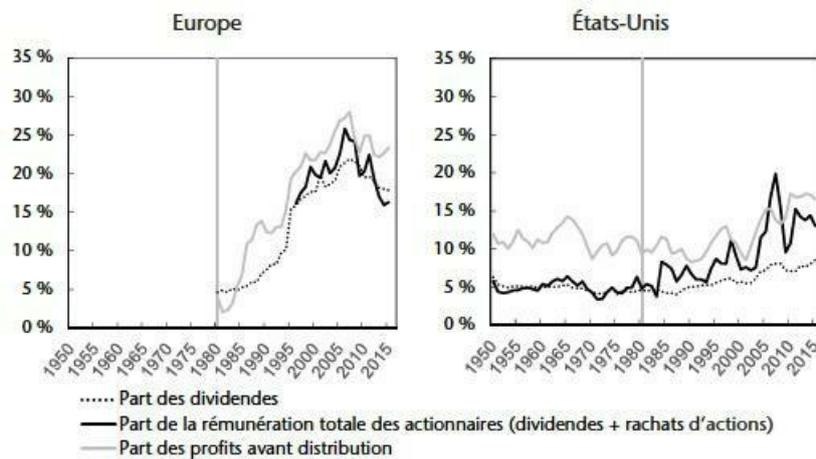
Néanmoins, cette tendance à la concentration accrue des entreprises du secteur non financier s'observerait davantage aux États-Unis qu'en Europe [Gutiérrez et Philippon, 2018b]. Il faut donc pour l'Europe, où l'on observe également une augmentation des profits, s'orienter vers une autre explication.

## Une gouvernance à la faveur des actionnaires

L'évolution des profits est aussi à relier aux rémunérations des actionnaires et à des changements dans la gouvernance des entreprises. Dans l'augmentation de la part des profits dans la valeur ajoutée, ce sont surtout les rémunérations des actionnaires, comprenant les dividendes distribués mais aussi les rachats d'actions, qui ont augmenté (graphique 3). La part des dividendes dans la valeur ajoutée a ainsi augmenté de 4 points aux États-Unis, à quoi s'ajoutent les rachats d'actions (+ 4 points). Concernant l'Europe,

seules les données sur les dividendes sont disponibles depuis 1980 : leur part a augmenté de 13 points. Les dynamiques sont très semblables à celle de la part du travail dans la valeur ajoutée : une augmentation de plus en plus forte depuis les années 2000 aux États-Unis, et une augmentation jusqu'à la crise financière puis une baisse depuis en Europe.

**Graphique 3 – Part des profits et des rémunérations des actionnaires dans la valeur ajoutée, Europe et États-Unis, 1950-2015**



*Note* : ce graphique montre la part des rémunérations des actionnaires (dividendes et rachats d'actions), ainsi que la part des profits avant distribution (voir encadré 1), dans la valeur ajoutée. Voir Piton et Vatan [2018b] pour plus de détails sur la construction des indicateurs.

**Sources : calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat et de la Réserve fédérale américaine.**

Concomitant à ces évolutions, le rôle des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés non financières s'est considérablement accru. La part des actions des sociétés non financières détenues par ce type d'investisseurs est passée de 40 % en 1980 à 84 % en 2015 aux États-Unis, et de 40 % en 1995 à 60 % en 2015 en Europe. Les entreprises cotées, qui se financent en grande part sur les marchés, voient une part croissante de leur capital détenue par des investisseurs institutionnels. Ces investisseurs, comme les fonds d'investissement collectifs, fonds de pension et compagnies d'assurances notamment, investissent pour le compte de leurs clients. Ils influencent la stratégie de l'entreprise, soit en agissant sur le style de gestion en vue d'améliorer la rentabilité de l'entreprise dans le long terme, soit en imposant une culture du résultat de court terme. Ils sont d'autant plus influents qu'ils détiennent, le plus souvent, une part importante du capital et qu'ils investissent dans plusieurs entreprises d'un même secteur. Il en résulte que plus ce type d'investisseurs détient une part importante d'une entreprise, mieux cette entreprise rémunère ses actionnaires.

Les pays où le rôle des investisseurs institutionnels est le plus important sont effectivement ceux où la part des rémunérations aux actionnaires dans la valeur ajoutée, et donc plus largement la part des profits dans la valeur ajoutée, sont les plus élevées [Piton et Vatan, 2018b]. Il se peut néanmoins que les investisseurs soient attirés par les pays qui rémunèrent mieux les actionnaires. Dans ce cas, ce ne serait pas la présence des investisseurs institutionnels qui entraînerait une augmentation des rémunérations des actionnaires, mais à l'inverse le niveau élevé de rémunérations des actionnaires qui les inciterait à venir investir.

Néanmoins, cette tendance à l'augmentation des profits et des rémunérations des actionnaires s'observe le plus dans les pays où les investisseurs institutionnels ont historiquement le poids le plus important (en raison notamment d'un régime de retraite par capitalisation). C'est donc bien le rôle accru de ce type d'investisseurs qui explique la part croissante de la valeur ajoutée redistribuée aux actionnaires, et partant la part croissante des profits dans la valeur ajoutée.

Ainsi, plus le rôle des investisseurs institutionnels est élevé, plus la part de la valeur ajoutée distribuée aux actionnaires et donc la part des profits augmentent, et plus la part revenant au travail baisse. Ces évolutions expliquent à elles seules près de la moitié de la baisse de la part salariale en Europe et aux États-Unis depuis le début des années 1980. Celles-ci peuvent également expliquer le ralentissement de l'investissement en Europe et aux États-Unis [Gutiérrez et Philippon, 2018a]. Cette relation permet également de mieux comprendre l'évolution du partage de la valeur ajoutée au Royaume-Uni — pays dans lequel, à l'inverse des autres, la part salariale a augmenté entre 1980 et 2015 : la part des rémunérations des actionnaires comme l'importance des investisseurs institutionnels y ont décliné au cours de cette période.

Ces changements reflètent des évolutions plus profondes du capitalisme, avec le passage depuis les années 1980 d'un capitalisme contractuel à un capitalisme financiarisé [Aglietta, 2017]. Ce dernier a pour principe la maximisation de la valeur actionnariale, en cherchant à réduire le plus possible la part salariale dans le revenu global. La montée en puissance des investisseurs institutionnels en est une manifestation.

# Partage de la valeur ajoutée et montée des inégalités

La déformation du partage de la valeur ajoutée n'est pas sans lien avec la montée des inégalités, largement documentée par les travaux de Thomas Piketty. Elle serait sans effet sur la répartition des revenus si cette perte de rémunération directe et indirecte du travail (salaires et cotisations) était compensée par une augmentation des revenus du capital attribués à l'ensemble des travailleurs (intéressement et détention d'actions, par exemple). Le rapport d'Oxfam et l'article de William Lazonick laissent penser que ce n'est pas le cas. Or la croissance des inégalités, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, s'explique majoritairement par les revenus du capital. Bien qu'il existe une forte inégalité au sein des revenus du travail (Oxfam dénonce d'ailleurs la forte augmentation des inégalités de revenus à l'intérieur même des entreprises du CAC 40), celle-ci n'explique qu'une faible part des inégalités de revenus.

Aux États-Unis, depuis le début des années 2000, les revenus du capital ont augmenté 22 fois plus rapidement que les revenus du travail. Or le capital est majoritairement détenu par les plus riches : le top 1 % tire la moitié de son revenu total du capital, le top 0,1 % en tire 80 %, alors que, pour la majorité des Américains (les 90 % les moins riches), les revenus du capital représentent moins d'un quart de l'ensemble de leurs revenus. Les ordres de grandeur sont similaires en France et dans les autres pays européens. La croissance des revenus du capital renforce à son tour les inégalités de patrimoines, en permettant une accumulation plus rapide du patrimoine des ménages les plus aisés. Au total, la déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment du travail participe aux inégalités, en bénéficiant à ceux dont les revenus financiers contribuent fortement à la croissance de leur patrimoine, et en érodant les revenus des ménages dont les revenus proviennent essentiellement du travail.

En 2017, le prix Nobel Angus Deaton et sa coautrice Anne Case révélaient une augmentation inquiétante des « morts par désespoir » — morts par suicide, alcool et drogue — parmi les Américains blancs en milieu de vie, tendance qu'ils attribuent à la dégradation sans précédent de leurs conditions sociales et économiques. C'est dans ce contexte de « requiem pour le rêve américain » que le sujet du partage de la valeur ajoutée, longtemps absent des discussions académiques, ressurgit. Au-delà de sa dimension économique, la question est lourde d'enjeux sociaux et politiques.

L'explication privilégiée n'est pas neutre du tout. Les implications ne sont, en effet, pas les mêmes selon que l'on attribue la déformation du partage de la valeur ajoutée à des changements technologiques ou à l'augmentation des profits. Postuler que cette déformation provient essentiellement de l'accumulation de nouvelles formes de capital immatériel pose la question des effets inégalitaires de l'innovation, source pourtant importante de croissance économique. Pointer le rôle de l'automatisation et du remplacement du travail par les machines invite à réfléchir à l'avenir du travail. En revanche, considérer que cette déformation provient d'un accroissement de la concentration et des rentes qui en résultent ou bien d'une gouvernance centrée sur la maximisation de valeur pour les actionnaires invite à une remise en cause plus profonde, celle du capitalisme financiarisé.

---

# Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2017], « Capitalisme : les mutations d'un système de pouvoirs », in CEPII, *L'Économie mondiale 2018*, La Découverte, « Repères », Paris, p. 24-41.
- AUTOR D., DORN D., KATZ L. F., PATTERSON C. et VAN REENEN J. [2017], « The fall of the labor share and the rise of superstar firms », *NBER Working Paper*, n° 23396.
- CASE A. et DEATON A. [2017], « Mortality and morbidity in the 21<sup>st</sup> century », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 48, n° 1, p. 397-476.
- GUTIÉRREZ G. et PHILIPPON T. [2018a], « Ownership, concentration, and investment », *AEA Papers and Proceedings*, n° 108, p. 432-437.
- GUTIÉRREZ G. et PHILIPPON T. [2018b], *How EU Markets Became More Competitive Than US Markets. A Study of Institutional Drift*, Center for Economic Policy Research, Londres.
- KARABARBOUNIS L. et NEIMAN B. [2014], « The global decline of the labor share », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n° 1, p. 61.
- KOH D., SANTAELÀLIA-LLOPIS R. et ZHENG Y. [2015], « Labor share decline and intellectual property products capital », *Technical Report*, ECO2015/05, Institut universitaire européen.
- LAZONICK W. [2014], « Profits without prosperity », *Harvard Business Review*.
- OXFAM [2018], *CAC 40, des profits sans partage*, 14 mai.
- PITON S. et VATAN A. [2018a], « Partage de la valeur ajoutée. Une déformation au détriment du travail », in BENSIDOUN I. et COUPPEY-SOUBEYRAN J. (dir.), *Carnets graphiques*, CEPII, Paris.
- PITON S. et VATAN A. [2018b], « Firm ownership and the labour share », *Document de travail du CEPII*, à paraître.

# VI. Compter les multinationales autant qu'elles comptent

*Vincent Vicard*

Vincent Vicard est économiste au CEPII, en charge du programme scientifique Analyse du commerce international.

Les entreprises multinationales font régulièrement la une de l'actualité, tantôt symboles d'un capitalisme mondialisé détaché des territoires nationaux lorsqu'elles décident de délocaliser des activités, tantôt marqueurs de l'attractivité d'un pays lorsqu'elles s'y implantent. Ce traitement médiatique se justifie-t-il au regard de leur importance dans l'économie mondiale et pour leurs pays d'accueil ou d'origine ?

Au-delà de leur taille, les entreprises multinationales sont spécifiques en ceci qu'elles ont des établissements et donc des activités sur plusieurs territoires. Elles jouent ainsi un rôle particulier dans la division internationale du travail et dans l'organisation de la production au sein des chaînes mondiales de valeur. Leurs décisions de localisation ont bien sûr des conséquences dans les économies d'accueil — par l'apport en capital, les transferts de technologie induits dans les pays éloignés de la frontière technologique, ou l'insertion dans les chaînes internationales de production —, mais également dans leur économie d'origine, ainsi que sur les connexions entre tous ces territoires, en favorisant la transmission des chocs entre pays. Le fait qu'elles opèrent par définition à cheval sur plusieurs juridictions pose également des questions spécifiques en matière de concurrence fiscale et de capacité pour les États à taxer les activités des entreprises sur leur sol.

Cela étant, les contours de l'activité des entreprises multinationales restent difficiles à définir et à mesurer, du fait de la complexité de leur organisation et des limites des appareils statistiques nationaux. Dans ce chapitre, nous nous attacherons à analyser et à quantifier le poids des groupes multinationaux dans l'économie mondiale, selon les pays et les secteurs d'activité concernés. Cette analyse nécessite, au préalable, de revenir sur les caractéristiques économiques qui définissent l'entreprise multinationale et en délimitent le périmètre. Nous verrons que le poids des filiales étrangères dans l'emploi national est significatif, mais très variable d'un pays à l'autre. Elles participent néanmoins de façon décisive à l'insertion internationale des pays par les flux d'exportations et d'importations qu'elles engendrent, tout en conservant un ancrage important dans leur pays d'origine. Elles réalisent ainsi une part importante de l'activité domestique, du moins pour les quelques pays à hauts revenus dont les entreprises sont particulièrement internationalisées, et sont pour eux, par leurs activités à l'étranger, à l'origine des flux de revenus importants.

# Qu'est-ce qu'une entreprise multinationale ?

Pour mieux appréhender le rôle des entreprises multinationales dans les économies modernes, il faut dans un premier temps comprendre la logique économique qui préside à la constitution de grands groupes opérant dans plusieurs pays. Une entreprise multinationale est une entreprise qui possède des unités de production dans au moins deux pays. Cette définition traduit à la fois des spécificités propres à l'entreprise, lui donnant l'opportunité de choisir d'opérer dans plusieurs pays, et un double choix, de localisation et de forme d'organisation. Ces trois dimensions fondamentales caractérisant les entreprises multinationales sont résumées par le paradigme « OLI » [Dunning, 1981] : *Ownership*, *Localisation* et *Internalisation*.

La détention d'un actif spécifique (*Ownership*) correspond aux caractéristiques propres à l'entreprise lui ouvrant la possibilité de s'internationaliser. Cet avantage correspond à un actif intangible détenu par l'entreprise (technologie, brevet, image de marque, main-d'œuvre, etc.), lui permettant d'être compétitive, avantage qui doit être transférable à l'étranger et suffisamment important pour couvrir les coûts d'implantation à l'étranger. Étant donné que le développement ou le rachat d'une entreprise à l'étranger implique un coût fixe important, seules les entreprises les plus profitables/productives sont susceptibles de devenir des multinationales [Helpman *et al.*, 2004]. Ce sont donc nécessairement les plus grandes entreprises nationales qui deviennent des multinationales, celles qui sont déjà les plus importantes sur le marché domestique, produisent différents biens ou services, et sont les plus internationalisées à l'exportation comme à l'importation. La conjonction de ces différentes marges d'internationalisation accentue alors les différences initiales entre entreprises au profit des plus efficaces.

La deuxième dimension du cadre OLI est celle de la localisation des activités de production : pourquoi produire à l'étranger plutôt que sur le territoire national ? Le choix de produire à l'étranger peut répondre à deux grandes logiques : 1) l'accès au marché qui vise à rapprocher la production de la demande finale — on parle alors d'investissements horizontaux qui démultiplient les lieux de production d'un même bien et constituent une stratégie de pénétration des marchés étrangers alternative à l'exportation ; 2) l'accès aux facteurs de production qui correspond à une logique de segmentation du processus de production permettant de bénéficier des avantages comparatifs des différents territoires au niveau mondial — on parle alors d'investissements verticaux. Ces deux logiques cohabitent dans les activités des multinationales, bien qu'il soit difficile d'en mesurer la part respective. D'autres stratégies plus complexes peuvent se faire jour, comme celles de plateformes d'exportation combinant les deux types de logiques de production étrangère en concentrant la production pour des raisons de coût de production et d'accès aux marchés proches. L'Irlande a ainsi longtemps été présentée comme la porte d'entrée des multinationales américaines en Europe, son appartenance au marché unique permettant aux entreprises qui opèrent sur son territoire un accès facilité à un marché européen de plus de 500 millions d'habitants, tout en bénéficiant d'une main-d'œuvre anglophone qualifiée et de conditions fiscales avantageuses.

La troisième dimension est celle de l'internalisation : faut-il produire soi-même ou faire produire par d'autres ? Il s'agit alors de déterminer le périmètre d'activité de l'entreprise, c'est-à-dire l'ensemble des

tâches réalisées au sein d'entités ayant des liens capitalistiques. La décision de localisation de tout ou partie de la production dans un pays étranger, que ce soit pour se rapprocher de la demande ou bénéficier de biens intermédiaires moins chers, n'implique pas nécessairement d'intégrer cette activité dans le giron de l'entreprise. Toute une gamme de contrats est, en effet, envisageable pour encadrer cette production. La sous-traitance permet ainsi d'externaliser des segments de la production à des entreprises tierces tout en encadrant strictement le processus de production. La cession de licence est aussi une alternative à la production en dehors du périmètre de l'entreprise. Cette décision dépendra des caractéristiques du produit et du pays d'accueil, l'internalisation permettant, en général, de limiter les risques d'appropriation de propriété intellectuelle. Deux exemples permettent d'éclairer ces différentes stratégies d'organisation des chaînes mondiales de production des multinationales [Ramondo *et al.*, 2015]. D'un côté, Apple qui fait assembler ses iPhones en Chine par une entreprise contractante taïwanaise, Foxconn, à partir de composants produits partout dans le monde et largement par des entreprises extérieures au groupe Apple. En 2013, environ un tiers du million de travailleurs de Foxconn en Chine travaillaient ainsi à la production de l'iPhone 5S, sans qu'un quelconque lien capitalistique unisse les deux entreprises. De l'autre, le fabricant de puces Intel, qui a investi 330 millions de dollars au Costa Rica dans une usine d'assemblage, utilisant essentiellement des composants produits par d'autres filiales du groupe. Neuf ans après, en 2006, Intel employait 3 500 travailleurs au Costa Rica et réalisait près de 5 % du PIB et 20 % des exportations du pays.

Ces deux derniers éléments du paradigme OLI correspondent à la double décision fondamentale constituant l'entreprise multinationale : choix de localiser une activité de production à l'étranger et choix de conserver cette production au sein de l'entreprise plutôt que de l'externaliser à une entreprise tierce. Cette décision résulte d'un ensemble plus vaste d'options incluant l'externalisation d'un stade de production (par exemple, la fabrication d'un intrant intermédiaire) à une entreprise tierce du même pays ou à l'étranger. Ce faisant, l'influence des entreprises multinationales dépasse le périmètre restreint de leurs seules activités directement contrôlées. Au sein des chaînes internationales de production, certains segments de la production peuvent être réalisés par des filiales de l'entreprise multinationale, alors que d'autres le seront par des entreprises indépendantes, l'entreprise multinationale pouvant rester l'organisatrice de ce pan de la chaîne de valeur.

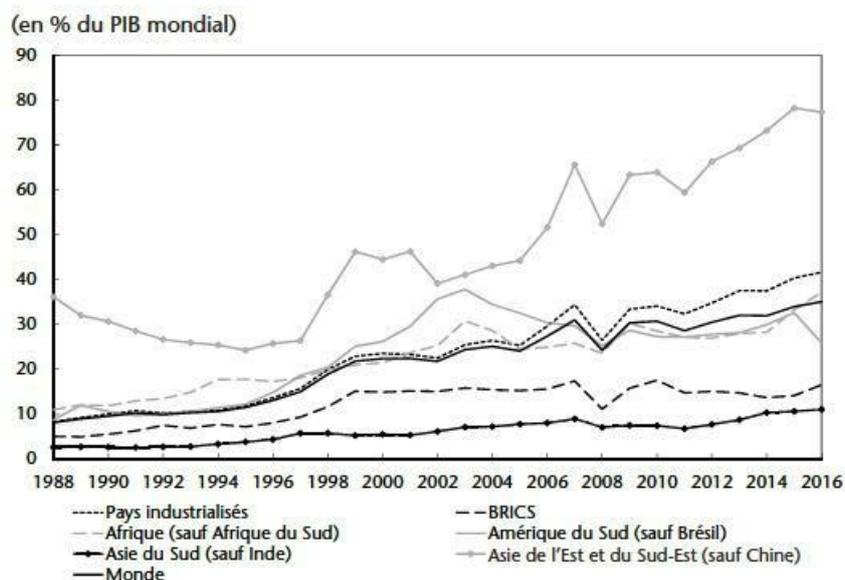
# Un peu de recul, mais peu de données

Si l'existence d'entreprises multinationales n'est en aucun cas un phénomène nouveau — certains la font remonter au moins jusqu'à la Compagnie britannique des Indes orientales fondée en 1600 —, leur montée en puissance dans l'économie est une tendance relativement récente, qui date de la période d'accélération du processus de mondialisation au milieu des années 1990. Les statistiques d'investissements directs étrangers (IDE), communément utilisées pour mesurer l'activité des multinationales et qui font l'objet d'une définition harmonisée facilitant leur comparaison dans le temps et dans l'espace, permettent d'en tracer l'évolution dans le temps long.

Un investissement direct étranger est un investissement transfrontalier visant à acquérir un intérêt durable dans une entreprise étrangère et une influence sur sa gestion. Ceux-ci reflètent donc bien la décision d'investissement d'une entreprise dans des filiales à l'étranger, et donc le développement d'une activité à l'étranger. Ces investissements peuvent prendre la forme de rachats d'entreprises par fusion-acquisition (en général dominants dans les relations entre pays riches) ou de création de sites *ex nihilo*. Dans le cas de rachat d'entreprises existantes, la question posée du point de vue du pays d'accueil est moins celle du développement d'une nouvelle activité ou de la spécialisation sectorielle de l'économie, que celle de la propriété de l'entreprise, qui peut avoir une influence sur son insertion internationale ou son efficacité.

L'importance des stocks d'IDE souligne le rôle des entreprises multinationales dans les économies contemporaines et une progression particulièrement marquée de leurs activités à partir du milieu des années 1990. Au niveau mondial, le stock d'IDE a ainsi progressé plus rapidement que le PIB mondial, passant de 8 % du PIB mondial en 1988 à 35 % en 2016 (graphique 1). L'accélération est particulièrement significative à partir du milieu des années 1990 jusqu'à l'enclenchement de la crise financière en 2008-2009, le stock d'IDE ayant progressé trois fois plus vite que le PIB sur la période, dépassant ainsi le rythme de croissance du commerce mondial.

**Graphique 1 – Stocks d'investissements directs étrangers entrants, 1988-2016**



**Source : CNUCED.**

Cette progression rapide des IDE dans une période d'ouverture commerciale globale et de développement des chaînes mondiales de valeur conduit à associer les entreprises multinationales au processus de segmentation internationale du processus de production. La baisse des coûts de coordination des activités entre plusieurs lieux de production, consécutive au développement des technologies de l'information et de la communication, a ainsi favorisé un second dégroupement des activités de production, permettant d'externaliser certaines étapes de la production, qui étaient auparavant agglomérées dans un même lieu, l'usine, pour bénéficier d'économies d'échelle [Baldwin, 2012]. Certaines activités, comme l'assemblage par exemple, ont ainsi pu être localisées dans des pays émergents pour y bénéficier des faibles coûts de la main-d'œuvre non qualifiée. Dans ce cadre, le rôle croissant des entreprises multinationales dans l'économie mondiale est partie intégrante du phénomène d'hypermondialisation commerciale initié dans les années 1990 et caractérisé notamment par le développement des chaînes internationales de production.

L'ouverture croissante des économies aux investissements directs étrangers touche l'ensemble des régions du monde. Les pays à haut revenu ont un stock d'IDE, rapporté à leur PIB, légèrement supérieur à la moyenne mondiale, notamment depuis la crise de 2008-2009, alors que les BRICS (et l'Asie du Sud) restent en retrait par rapport aux autres régions du monde. Dans ces derniers, le stock d'IDE a néanmoins doublé au cours des deux dernières décennies, partant d'un niveau plus faible que la moyenne mondiale. À l'autre extrême, l'Asie de l'Est et du Sud-Est s'est particulièrement ouverte aux multinationales étrangères, notamment à partir du milieu des années 2000.

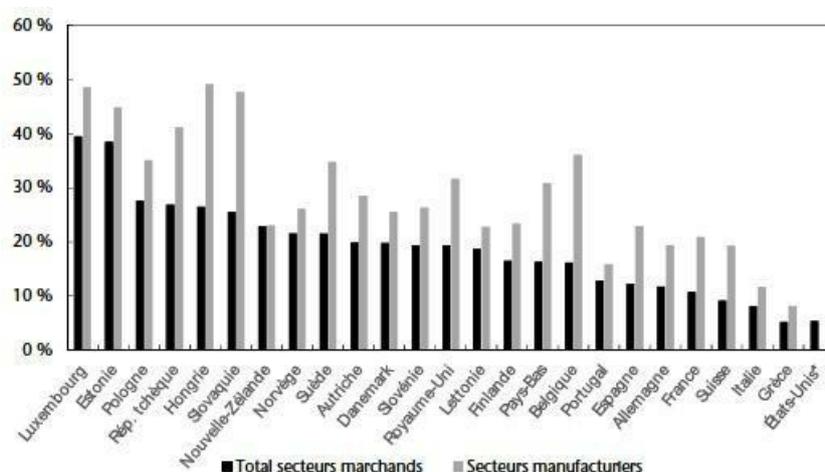
Ces données d'investissement direct à l'étranger ne font toutefois que mesurer le niveau d'investissement dans les pays étrangers et non pas l'activité réelle des multinationales, ni la réalité des échanges entre filiales d'un même groupe situées dans différents pays. Les flux d'IDE sont, par ailleurs, des flux financiers, qui peuvent refléter des décisions d'organisation financière des multinationales liées aux circuits de financement des multinationales plus qu'une activité réelle. En témoigne le rôle prépondérant des centres financiers *offshore* dans les flux d'IDE [Lane et Milesi-Fereti, 2017]. Un nombre non négligeable de multinationales possèdent au moins une filiale dans un paradis fiscal (20 % dans le cas de l'Allemagne, 59 % dans le cas américain [Gumpert *et al.*, 2016]). Certaines de ces filiales servent de conduit financier, centralisant l'investissement international des entreprises multinationales. Elles permettent également de localiser des profits dans des juridictions proposant des conditions réglementaires et fiscales avantageuses. On estime ainsi que les entreprises américaines avaient accumulé, dans des paradis fiscaux, 2 600 milliards de dollars de profits non rapatriés à fin 2016 [ITEP, 2017], la législation américaine leur permettant de différer le paiement de l'impôt jusqu'à rapatriement de ces bénéfices. Dans les deux cas, ces activités engendrent des flux d'investissements directs étrangers qui ne reflètent pas directement des activités réelles.

# Le rôle des filiales des multinationales dans leurs économies d'accueil

La mesure de l'activité des multinationales est par nature difficile, puisque le périmètre de leurs activités, par définition global, ne recoupe pas les unités statistiques sur lesquelles opèrent les instituts statistiques nationaux, qui enregistrent l'activité économique résidente, c'est-à-dire liée à un territoire. Il est ainsi possible de mesurer l'activité des entreprises multinationales dans certains pays, mais plus difficile de mesurer leurs relations avec leurs filiales implantées à l'étranger. Les transactions entre entités d'un même groupe, tant réelles par les échanges de biens et de services que financières par les prêts intragroupes, sont difficiles à distinguer du reste des flux internationaux.

Le nombre d'entreprises sous contrôle étranger reste relativement limité dans la plupart des pays, de l'ordre de 1 % de l'ensemble des entreprises en général. Pour un pays comme la France, cela représentait 22 779 entreprises en 2014 sur un total de plus de 3 millions. En moyenne, les filiales d'entreprises multinationales sont plus grandes que les entreprises nationales, de sorte que leur part dans l'activité dépasse de beaucoup leur nombre. Elles emploient ainsi une part significative des salariés du secteur marchand qui toutefois varie selon le pays considéré : 5 % de l'emploi en Grèce, par exemple, contre 39 % au Luxembourg (graphique 2). Les petits pays tendent à avoir une part de leur emploi sous contrôle étranger plus importante. C'est le cas des pays d'Europe centrale et orientale, pour lesquels les multinationales, notamment européennes, jouent un rôle fondamental (plus du quart de l'emploi en Slovaquie, République tchèque, Pologne, Hongrie et Estonie), mais également de petits pays très ouverts comme les pays nordiques où elles emploient près de 20 % des salariés du secteur marchand. Dans les grands pays, les entreprises étrangères jouent un rôle plus limité, mais non négligeable : 5 % de l'emploi aux États-Unis, 8 % en Italie, 11 % en France et 12 % en Espagne et en Allemagne. Le Royaume-Uni fait ici figure d'exception puisque les entreprises étrangères y sont près de deux fois plus représentées que dans les autres grands pays.

**Graphique 2 – Part des entreprises multinationales étrangères dans l'emploi du pays d'accueil**

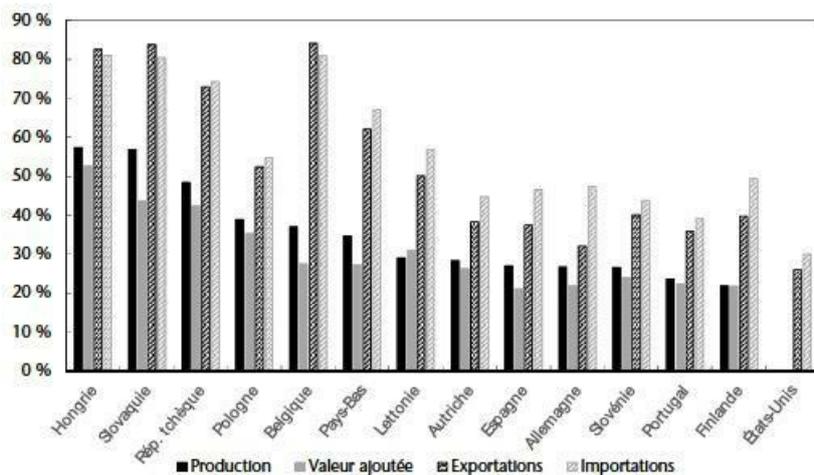


**Sources : base AMNE de l'OCDE et BEA\*. Chiffres 2014.**

La présence des entreprises étrangères est, de plus, inégalement répartie entre secteurs d'activité : leur part est ainsi près de deux fois plus importante dans le secteur manufacturier que dans l'ensemble de l'économie pour un grand nombre de pays, et notamment les grands pays à hauts revenus. Elles peuvent employer près de la moitié des salariés du secteur manufacturier dans des pays comme la Hongrie, la Slovaquie, l'Estonie ou le Luxembourg.

À l'aune de leur poids dans la production nationale, les entreprises étrangères pèsent plus qu'en termes d'emploi, du fait notamment de leur spécialisation sectorielle tournée vers le secteur manufacturier, de leur forte productivité et de leur plus forte utilisation de biens intermédiaires importés. Entre le quart (Allemagne, Espagne) et la moitié (Hongrie, République tchèque, Slovaquie) de la production nationale est ainsi réalisé par des entreprises sous contrôle étranger (graphique 3). Leur rôle apparaît encore plus important dans le commerce de ces pays : elles réalisent ainsi plus de 80 % des exportations dans des petits pays très ouverts comme la Hongrie, la Slovaquie ou la Belgique. Leur contribution aux exportations nationales reste importante dans les grands pays, de l'ordre d'un tiers en Allemagne ou en Espagne.

**Graphique 3 – Part des entreprises multinationales étrangères dans la production et les échanges**



*Source : base AMNE de l'OCDE. Chiffres 2014.*

Cette prépondérance des entreprises étrangères dans les exportations se vérifie également du côté des importations, du fait de leur forte dépendance aux importations de biens intermédiaires ou de leur activité commerciale à destination des consommateurs nationaux. Ces différences ne tiennent pas seulement à la plus forte présence des multinationales étrangères dans les secteurs ouverts au commerce international, mais également à des différences d'organisation et d'activité de ces entreprises d'origine étrangère par rapport aux entreprises ou aux activités domestiques des groupes nationaux. Par leur forte internationalisation, à l'exportation comme à l'importation, les entreprises multinationales étrangères contribuent ainsi à l'insertion des économies dans les chaînes de valeur mondiales.

L'exemple de l'industrie pharmaceutique, secteur particulièrement internationalisé et dominé par quelques grandes entreprises multinationales au niveau mondial, est de ce point de vue éclairant. En France, le cœur du secteur pharmaceutique regroupe quelque 640 entreprises, dont 290 appartenant à des groupes étrangers et 77 à des groupes français [Cayssials et Ranvier, 2016]. Trois modèles d'activité peuvent être

identifiés dans ce sous-ensemble de 290 entreprises : un modèle de production sur le territoire national tourné vers l'exportation, un deuxième modèle tourné vers le marché intérieur, majoritairement composé de filiales commerciales écoulant des produits importés, et un troisième, hybride, rassemblant des entreprises exportatrices, ayant une activité industrielle en France, mais plus dépendantes des importations étrangères pour leur production. On retrouve dans le premier groupe les plus gros acteurs du secteur, essentiellement sous contrôle français. Ce groupe représente la moitié de la valeur ajoutée et de la production du secteur pharmaceutique en France. À l'inverse, le groupe d'entreprises tournées vers le marché intérieur est majoritairement constitué d'entreprises étrangères de relativement petite taille ; elles concentrent une faible part de la valeur ajoutée du secteur, mais engendrent un flux d'importations important. Enfin, le modèle hybride rassemble des entreprises étrangères mais aussi françaises plus intégrées dans les chaînes de valeur mondiales et dont la production fait appel à une part plus importante de biens intermédiaires importés. Ces entreprises réalisent la moitié des exportations du secteur et près de deux tiers des importations, mais seulement un tiers de la valeur ajoutée. Ces différences d'organisation des entreprises multinationales étrangères implantées sur le territoire français expliquent leur contribution décisive à l'insertion de la France dans les chaînes de valeur mondiales et augmentent la valeur ajoutée étrangère incorporée dans les exportations.

Seule une partie de ce commerce est réalisée avec d'autres filiales du même groupe : dans le cas américain, pays pour lequel des données précises sont disponibles, les filiales d'entreprises étrangères réalisaient 26 % des exportations américaines de biens en 2014, dont seulement la moitié environ à destination de filiales du même groupe. Les importations des filiales étrangères (qui représentent 30 % des importations américaines) sont cependant essentiellement (81 %) en provenance de la maison mère ou de filiales du même groupe. Cette part est relativement stable depuis les années 1990, suggérant que le commerce intragroupe n'a pas augmenté plus vite que le commerce mondial sur la période. Le rôle des multinationales dans les échanges de leurs pays d'accueil, qui dépasse de loin leur part dans l'emploi ou l'activité et déborde les seuls échanges entre entités du même groupe, nécessiterait donc d'élargir l'analyse de leur influence sur le processus de mondialisation au-delà du strict périmètre du groupe, aux activités externalisées à des entreprises indépendantes intégrées au processus de production des multinationales.

# ***Quid des multinationales nationales ?***

L'importance des multinationales ne peut cependant se réduire à leurs activités à l'étranger et à leur impact sur les économies d'accueil de leurs filiales. Le marché national reste, en effet, primordial pour les entreprises multinationales, qui sont souvent les plus grandes entreprises de leur pays d'origine. Pour certains pays, les entreprises multinationales nationales jouent ainsi un rôle important dans l'activité domestique et rapatrient des revenus significatifs de leurs activités à l'étranger au bénéfice de leur territoire d'origine.

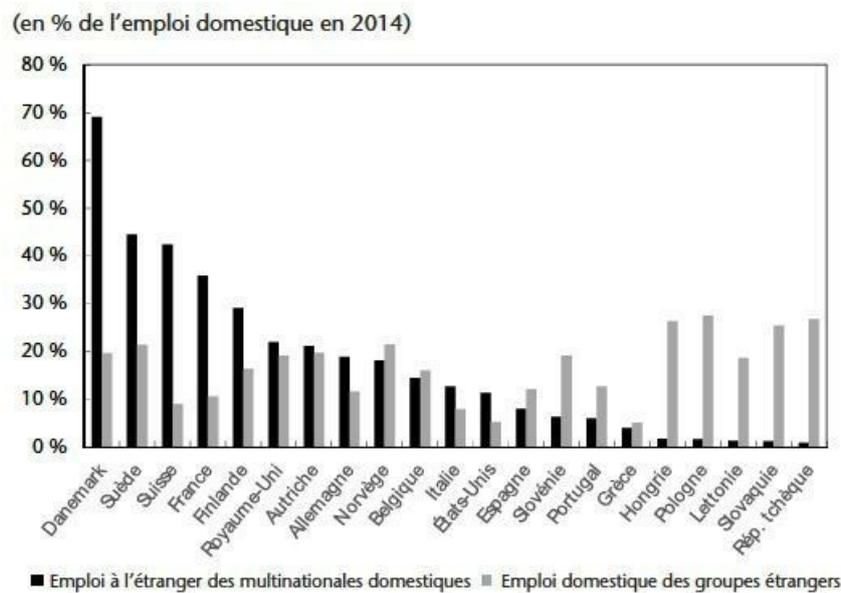
On dispose de peu de données sur le pan local de l'activité des multinationales. Dans le cas de la France et des États-Unis, qui publient de telles données, les multinationales nationales dépassent de loin l'activité des filiales étrangères sur le territoire national. En France, près d'un salarié du secteur marchand (hors agriculture) sur deux travaillait pour une multinationale en 2010, soit 6,8 millions d'employés, dont 5 millions dans des groupes multinationaux français [Boccaro *et al.*, 2013]. Prises ensemble, les entreprises multinationales représentent 80 % des exportations françaises, la plupart (49 %) étant réalisées par des entreprises sous contrôle de groupes français. On retrouve la même prépondérance des groupes multinationaux américains aux États-Unis : en 2014, ils emploient 19 % des salariés, contre 5 % dans les entreprises étrangères, et réalisent 50 % des exportations et 41 % des importations, 26 % et 30 % étant réalisées par les entreprises étrangères (BEA).

Les entreprises multinationales occupent ainsi une place prépondérante dans leurs économies d'origine, reflétant en cela en partie le processus naturel d'internationalisation des entreprises, puisque seules les plus profitables et les plus grandes des entreprises nationales choisissent de s'implanter à l'étranger. Du point de vue des entreprises elles-mêmes, le territoire d'origine est déterminant : l'emploi à l'étranger des multinationales américaines représente 11 % de l'emploi domestique, soit moins que l'emploi sur le territoire national (19 %). Les effectifs des groupes français eux se répartissent pour moitié à l'étranger et pour moitié sur le territoire national [Boccaro *et al.*, 2013]. Les entreprises multinationales restent donc, en moyenne, largement dépendantes de leur territoire d'origine. Au niveau mondial, Cadestin *et al.* [2018] estiment, au prix d'hypothèses fortes, que les entreprises multinationales réalisent 33 % de la valeur ajoutée mondiale, dont 12 % à l'étranger, la majorité restant le fait de l'activité des groupes dans leur pays d'origine.

La France et les États-Unis se caractérisent cependant par une forte densité de groupes multinationaux nationaux par rapport à la moyenne des pays. L'importance des multinationales selon leur nationalité d'origine est, en effet, très inégalement répartie au niveau mondial. Cela peut se mesurer au nombre de salariés à l'étranger des groupes, pour lequel certaines nationalités apparaissent surreprésentées (graphique 4). C'est le cas des pays riches en général, dont les plus grandes multinationales sont en général originaires. Au sein de ces pays, plusieurs pays se singularisent : la France, la Suisse, la Suède et le Danemark en premier lieu pour lesquels les salariés à l'étranger des multinationales nationales représentent près de 40 % de l'emploi marchand domestique. Les entreprises multinationales britanniques ou allemandes ont également une forte activité à l'étranger, représentant un cinquième de l'emploi

domestique. En Italie et aux États-Unis, cette part est plus faible, de l'ordre de 10 %, mais reste largement supérieure à la part des entreprises étrangères dans l'emploi national. Les multinationales japonaises emploient également un nombre important de salariés hors des frontières nationales. La France apparaît ainsi atypique par rapport aux autres grands pays : avec plus de 5 millions d'employés à l'étranger, les multinationales françaises dépassent leurs homologues japonaises ou allemandes et ne sont devancées que par les quelque 14 millions de salariés étrangers des multinationales américaines. À l'opposé, pour plusieurs pays, dont l'Espagne, le Portugal ou les pays de d'Europe de l'Est, les multinationales nationales sont finalement très peu internationalisées et représentent moins de 5 % de l'emploi domestique, loin du niveau de l'emploi engendré par les entreprises étrangères sur leur territoire domestique.

#### Graphique 4 – Emploi à l'étranger des multinationales nationales et emploi domestique des groupes étrangers



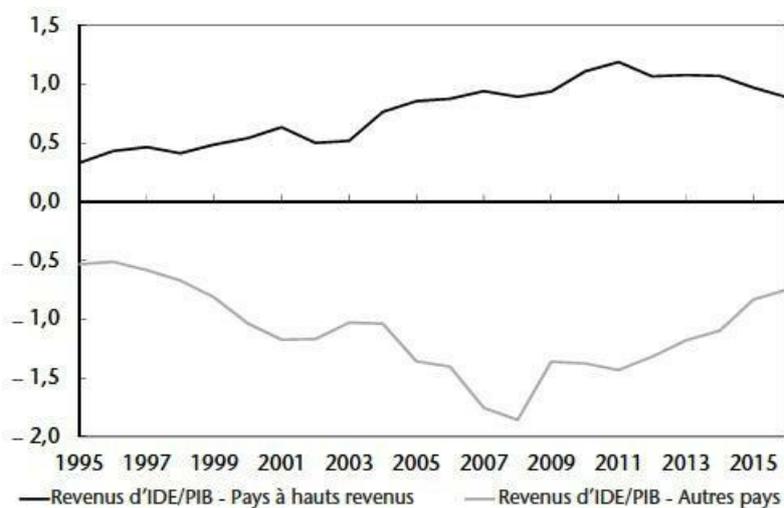
Note : secteurs B à S (hors O) pour l'emploi à l'étranger des entreprises multinationales nationales ; secteurs B à N (hors K) pour l'emploi domestique par les groupes étrangers.

Source : données OCDE-AMNE.

La répartition de l'activité des multinationales par nationalité est beaucoup plus inégale que celle par pays d'implantation. L'emploi à l'étranger des groupes nationaux peut ainsi varier de moins de 5 % à plus de 40 % de l'emploi domestique, alors que la part des multinationales étrangères dans l'emploi domestique est plus également répartie (de près de 10 % à 30 %, graphique 4). Cette dernière est dans une large mesure déterminée par la taille économique des pays, les grands pays, qui concentrent une part plus importante de la production mondiale, étant naturellement moins ouverts à la présence des entreprises multinationales comme c'est le cas pour le commerce international. La France, l'Allemagne, l'Italie ou les États-Unis, où le taux de présence des multinationales étrangères est le plus faible, se retrouvent ainsi dans le milieu ou le haut de la distribution pour l'emploi à l'étranger des groupes nationaux. Cette hétérogénéité est d'autant plus importante que les bénéfices réalisés à l'étranger par les multinationales nationales engendrent des revenus pour le pays sous la forme de revenus d'investissement liés à l'activité à l'étranger des entreprises résidentes.

Ces déséquilibres se reflètent dans les flux de revenus d'investissements directs étrangers entre régions du monde, au bénéfice des pays d'origine des entreprises multinationales. Ces revenus, enregistrés au compte courant de la balance des paiements, viennent abonder les revenus tirés de la production sur le territoire national ; ils s'ajoutent au PIB pour former le revenu national brut (RNB). Les pays à hauts revenus (hors pays pétroliers et paradis fiscaux) tirent des revenus importants de l'activité de leurs multinationales à l'étranger, de l'ordre de 1 % de leur PIB, là où les autres régions du monde sont toutes déficitaires (graphique 5). Ces revenus en provenance du reste du monde constituent un revenu qui vient s'ajouter au PIB des pays riches et augmente ainsi leur RNB de 1 % en moyenne. Pour les pays d'Europe centrale et orientale membres de l'UE, la prépondérance des multinationales étrangères dans leur économie nationale et la faible internationalisation de leurs entreprises nationales se combinent pour aboutir à de forts flux sortants de revenus d'IDE, réduisant d'autant le RNB de ces pays par rapport à la valeur ajoutée produite sur leur territoire [Nayman et Vicard, 2018].

**Graphique 5 – Revenu national brut, PIB et revenus d'investissements directs étrangers**



**Sources : FMI et Chelem, calculs Nayman et Vicard [2018]. Pays à hauts revenus définis par la Banque mondiale hors pays producteurs de pétrole et paradis fiscaux.**

La répartition de l'activité mondiale des entreprises multinationales a donc son importance tant pour leurs pays d'implantation que pour ceux d'origine. La prépondérance de ces groupes dans les échanges internationaux en fait également des acteurs incontournables de l'internationalisation des économies. À la fois vecteurs et bénéficiaires de l'ouverture des frontières, leur organisation et leurs activités débordant les juridictions nationales questionnent la capacité des États à les réguler. Si ces groupes restent largement dépendants de leur pays d'origine pour leurs activités réelles, les échanges avec leurs filiales peuvent notamment leur permettre d'échapper à l'imposition de leurs bénéfices dans les pays à haut niveau de taxation tout en bénéficiant de l'accès aux biens publics au sein de ces derniers. Ces stratégies, alliées à la forte concentration de la nationalité des multinationales, entraînent des transferts de revenus importants entre pays. L'absence d'outils permettant de mesurer à la fois leurs activités à une échelle globale et la spécificité des échanges entre filiales localisées dans différents pays empêche non seulement d'en appréhender pleinement les enjeux, mais également de définir des politiques économiques adaptées. Le développement de tels outils de mesure constitue à cet égard un enjeu majeur.

# Repères bibliographiques

- BALDWIN R. [2012], « Global supply chains : why they emerged, why they matter, and where they are going », *CEPR Discussion Paper*, n° 9103, août.
- BEA, « Activities of multinational enterprises », [https://www.bea.gov/iTable/index\\_MNC.cfm](https://www.bea.gov/iTable/index_MNC.cfm).
- BOCCARA F., HECQUET V., D'ISANTO A. et PICARD T. [2013], « L'internationalisation des entreprises et l'économie française », INSEE, *Les Entreprises en France*, édition 2013.
- CADESTIN C., DE BACKER K., DESNOYERS-JAMES I., MIROUDOT S., YE M. et RIGO D. [2018], « Multinational enterprises and global value chains : new insights on the tradeinvestment nexus », *Documents de travail de l'OCDE sur la science, la technologie et l'industrie*, n° 2018/05, Éditions OCDE, Paris.
- CAYSSIALS J.-L. et RANVIER M. [2016], « Stratégies d'internationalisation dans la pharmacie », *Bulletin de la Banque de France*, n° 205, mai-juin.
- DUNNING J. [1981], *International Production and the Multinational Enterprise*, Allen & Unwin, Londres/Boston.
- GUMPERT A., HINES J. R. JR et SCHNITZER M. [2016], « Multinational firms and tax havens », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 98, n° 4, octobre, p. 713-727.
- HELPMAN E., MELITZ M. J. et YEAPLE S. R. [2004], « Export versus FDI with heterogeneous firms », *American Economic Review*, vol. 94, n° 1, p. 300-316.
- ITEP [2017], « Fortune 500 companies hold a record \$2,6 trillion offshore », mars, <https://itep.org/wp-content/uploads/pre0327.pdf>.
- LANE P. R. et MILLESI-FERRETTI G. M. [2017], « International financial integration in the aftermath of the global financial crisis », *IMF Working Paper*, n° 17/115.
- NAYMAN L. et VICARD V. [2018], « Profits des multinationales à l'étranger : mesure et impact sur leur pays d'origine », *Panorama du CEPII*, n° 1, mai.
- RAMONDO N., RAPPOPORT V. et RUHL K. [2015], « How US corporations structure their international production chains », [VoxEU.org](https://voxeu.org), 7 octobre.

# VII. L'Afrique des transitions

*Christophe Cottet*

Christophe Cottet est économiste au département Afrique de l'Agence française de développement (AFD).

*Gaël Giraud*

Gaël Giraud est économiste en chef et directeur de la direction Innovations, recherches et savoirs à l'AFD ; directeur de recherches CNRS ; professeur à l'école des Ponts Paris Tech', directeur de la chaire Énergie et prospérité.

*Laëtitia Tremel*

Laëtitia Tremel est chargée de mission auprès de l'économiste en chef de l'AFD.

L'Afrique subsaharienne est-elle le nouvel eldorado des investisseurs ou une région en déshérence, condamnée aux conflits et à la pauvreté ? Les analyses sur la région oscillent trop souvent entre ces deux caricatures. Le fait même de considérer l'Afrique subsaharienne (ASS) comme un ensemble cohérent est sujet à caution : l'analyse des situations économiques des pays ne fait-elle pas apparaître des sous-ensembles distincts ? Par exemple, la façade orientale du continent *versus* les pays exportateurs de ressources minières, les États défaillants ou encore l'Afrique de l'Ouest et centrale... Surtout, l'examen des échanges commerciaux et des flux de migrants montre que le Sahara, trop souvent considéré comme une frontière étanche entre deux espaces indépendants, constitue une voie d'échanges multiples. Les analyses du continent entier tendent à se développer, mais celles qui distinguent Afrique du Nord et ASS prédominent. Le manque de données précises concerne la plupart des variables macroéconomiques du continent et rend l'intelligence du développement actuel de l'ASS particulièrement malaisée. À titre d'exemple, certains pays accusent trois-quatre ans de retard dans le calcul rigoureux de leur PIB, faute de moyens statistiques suffisants. Face à l'absence de données désagrégées et actualisées sur certains pays, les analystes n'ont parfois d'autre choix que de se cantonner aux grandes tendances.

Reste que l'Afrique est aujourd'hui le continent dont l'avenir déterminera pour une grande part celui du reste de la planète : c'est le seul continent qui connaîtra une forte poussée démographique au cours des trois prochaines décennies au moins ; la dernière réserve de main-d'œuvre disponible et bon marché vers laquelle les capitaux pourraient s'orienter en quête d'une ultime industrialisation ; l'un des deux poumons forestiers du globe dont la préservation est essentielle à la neutralité carbone que la planète doit viser pour 2050 si nous voulons conserver quelque chance de respecter l'Accord de Paris ; mais aussi la région du monde la plus vulnérable aux dérèglements écologiques déjà en cours ; un continent où les résultats scolaires restent dramatiquement faibles ; et qui concentre d'importantes poches d'inégalités : l'Afrique australe est, avec l'Amérique latine, la zone exhibant les inégalités de revenu les plus élevées de la planète.

Pour négocier les grandes transitions — démographique, sociale et politique, territoriale, énergétique, écologique et numérique — auxquelles elle est confrontée, l'ASS va devoir relever différents défis

majeurs : assurer la sécurité alimentaire de sa population ; éduquer sa jeunesse ; trouver les voies d'une industrialisation encore incertaine. À court terme, l'ASS va devoir élargir les sources de financement de sa prospérité, qui restent concentrées sur l'endettement extérieur, avec pour corollaire une montée des ratios d'endettement public.

# L'Afrique subsaharienne face aux grandes transitions

## La transition démographique ou l'enjeu d'une prospérité partagée

Alors que toutes les régions du monde ont achevé ou sont en passe d'achever leur transition démographique, l'ASS demeure dans une phase démographique transitoire : la diminution de la mortalité, combinée au maintien d'une fécondité élevée, conduit à une forte croissance de la population. L'ASS est déjà la région la plus « jeune » du monde, avec près d'un individu sur cinq âgé de 15 à 24 ans. Selon les Nations unies, en 2050, la région comptera au moins 2,1 milliards d'habitants, soit près d'un quart de la population mondiale — mais certains démographes n'excluent pas une fourchette haute de 2,4 milliards. Cette évolution cache cependant une forte hétérogénéité entre pays. Tandis que la majorité de l'Afrique australe a quasiment achevé sa transition démographique, la croissance de la population demeure particulièrement élevée en Afrique de l'Ouest et de l'Est. Entre 2015 et 2100, sept pays — l'Angola, le Burundi, le Niger, la Somalie, l'Ouganda, la Tanzanie et la Zambie — devraient ainsi voir leur population multipliée par cinq. Les plans d'ajustement structurels imposés à une grande partie de ces pays au cours de la décennie 1980 ne sont sans doute pas étrangers à cette forte poussée démographique : en contribuant à disloquer les services sociaux et publics, ils ont prolongé la forte incitation des ménages à s'assurer contre les risques et l'absence de couverture sociale par une progéniture nombreuse [Lutz *et al.*, 2015].

Le défi d'une Afrique prospère serait plus facile à relever si la courbe démographique s'infléchissait rapidement. Cependant, accélérer la transition démographique d'un pays ne se décrète nullement. L'Inde a tenté dans les années 1950 puis 1970 de freiner la croissance de sa population de manière extrêmement violente. En vain. Les politiques de planification familiale, couplées à des politiques d'éducation, sont certainement une condition nécessaire (mais souvent non suffisante) à la réduction de la fécondité. Reste que les pays de la région doivent se préparer à accompagner la transition démographique en cours et répondre aux aspirations d'une population très jeune.

L'absorption par le « marché » du travail de plus de 30 millions de nouveaux entrants chaque année à l'horizon 2030 est un immense défi pour la région. Comme l'a montré l'expérience asiatique, l'amélioration du taux de dépendance (population âgée de moins de 15 ans + population âgée de plus de 64 ans / population âgée de 15 à 64 ans) est susceptible d'accroître les capacités productives du pays et les gains de revenu disponibles pour l'épargne et l'investissement, et d'engendrer ainsi un dividende démographique. Tirer parti de ce dividende suppose cependant que ces jeunes soient formés et qu'ils dégagent effectivement du revenu disponible.

En ASS, plus de huit enfants sur dix achèvent le primaire. Aucune région du monde n'a progressé aussi rapidement vers cette scolarisation primaire universelle. Cependant, la poussée démographique met à mal la capacité des États à répondre aux besoins croissants en éducation. Résultat, la qualité de l'éducation

reste dramatiquement faible, notamment en raison du manque d'enseignants bien formés. Selon une étude portant sur dix pays d'ASS francophone en 2014, près de 60 % des élèves de fin de primaire n'ont pas les compétences attendues en langue et en calcul [PASEC, 2015]. Améliorer le niveau d'éducation et de formation des filles — la priorité — et des garçons est pourtant essentiel pour former la jeunesse du sous-continent et tirer parti du dividende démographique.

La question de l'emploi est cruciale pour l'avenir de la région. Historiquement, dans la plupart des pays dits « avancés », la transformation structurelle a pris la forme d'un transfert de ressources du secteur primaire vers le secteur secondaire, puis tertiaire. En ASS, cette transformation structurelle a pour le moment « contourné » le secteur secondaire. Selon la Banque mondiale, l'agriculture reste le principal secteur d'activité avec 57 % de l'emploi total. Lorsqu'elle a migré hors de l'agriculture, la main-d'œuvre s'est davantage orientée vers les services (31 % des emplois) que vers l'industrie (11 % des emplois). Dans les services, les emplois créés sont essentiellement des emplois faiblement productifs dans le commerce de détail et la distribution (petites échoppes, restauration). En outre, selon la Banque africaine de développement, 70 % de l'emploi total est issu du secteur informel. Les États ne disposent donc que d'une base fiscale étroite, qui limite leur capacité à mener des stratégies audacieuses de transformation structurelle, notamment en faveur de l'industrialisation du continent.

Un tel développement des services à faible productivité ira-t-il jusqu'à autoriser l'Afrique à faire l'économie de la phase d'industrialisation qu'ont connue toutes les économies dites « avancées » ? Le développement d'applications comme le *mobile banking* au Kenya et la diffusion très rapide des nouvelles technologies de l'information et de la communication (73 habitants d'ASS sur 100 sont dotés d'un téléphone mobile) peuvent nourrir l'illusion que le sous-continent pourrait passer directement d'une société rurale à une société de services high-tech, à forte valeur ajoutée. Certes, l'utilisation du numérique révolutionne les modes de faire et permet des gains de productivité dans de nombreux secteurs comme la finance (services bancaires par mobile), la santé (carnets électroniques de vaccination qui facilitent le suivi des rappels) ou l'agriculture (l'envoi de données météorologiques et des cours des marchés de matières premières aux agriculteurs). Pour autant, le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication occupe une place encore faible dans l'économie (moins de 4 % du PIB au Kenya en 2013). Surtout, les technologies durables développées en Afrique puisent bien davantage dans la *low-tech* à faible valeur ajoutée et le partage des données en libre accès. Même si cela suscite l'intérêt de grands groupes internationaux, on peut douter que ce type de technologies créent suffisamment d'emplois

## **Comment tracer une trajectoire résiliente et sobre en carbone ?**

Alors que l'Afrique est le continent qui contribue le moins au réchauffement planétaire (seulement 4 % des émissions mondiales de gaz à effet de serre), il est le plus vulnérable aux effets de long terme des dérèglements climatiques. L'accroissement de la fréquence et de l'intensité d'événements extrêmes, la modification de la distribution des précipitations, l'élévation du niveau des mers et la baisse ou l'assèchement des cours d'eau, la hausse des risques sanitaires et épidémiologiques et le déplacement des

populations provoqué par des événements climatiques et les effondrements d'écosystèmes naturels sont autant de phénomènes auxquels l'Afrique doit déjà s'adapter. Les rivalités liées au contrôle des ressources naturelles (dont les conflits traditionnels entre éleveurs et agriculteurs sahéliens ne sont qu'un aspect et dont le génocide rwandais est peut-être la conséquence la plus extrême) pourraient s'exacerber dans les années à venir, amplifiées par la pression démographique et la dégradation des écosystèmes accélérée par le réchauffement.

Parallèlement, le défi de nourrir de manière équilibrée une population grandissante devient pressant. Selon la FAO, en 2017, 23 % de la population en ASS était sous-alimentée. Un tiers des enfants de moins de 5 ans est touché par un retard de croissance. La détérioration de la situation alimentaire dans certaines parties de l'ASS s'explique non seulement par la gravité des interminables conflits qui les déchirent (notamment en Afrique de l'Est), mais aussi par les sécheresses ou les inondations.

Les effets du dérèglement climatique menacent d'aggraver la pauvreté et l'insécurité alimentaire de la région, en raison de la faiblesse des capacités d'adaptation — notamment de l'absence de filets sociaux et de systèmes de prévention des catastrophes — et de la forte dépendance des économies et des populations aux ressources naturelles. Selon la Banque mondiale, à l'horizon 2040, un réchauffement mondial de 1,5 à 2°C signifierait un réchauffement de 3°C en Afrique et rendrait 40 % à 80 % des terres agricoles impropres à la culture du maïs, du mil et du sorgho. Une telle hausse de la température (malheureusement vraisemblable compte tenu de l'inaction des pays du Nord en matière de décarbonation) réduirait aussi dangereusement la productivité des pâturages à cause notamment de la chute de la disponibilité des fourrages. Il faut le redire avec force : la sécurité alimentaire d'une partie de l'ASS n'est pas assurée à l'horizon 2050. La garantir doit devenir, avec la santé et l'éducation, la priorité absolue des politiques publiques menées par les États et les bailleurs internationaux.

L'Afrique est le continent dont l'empreinte écologique est la plus faible au monde, témoin de la « légèreté » de la pression anthropique (pression exercée par les populations sur leur environnement). Il y a là une sagesse et un respect du monde, vécus par des populations qui vivent d'autres types d'ontologie que le Grand Partage naturaliste de l'Occident (dans lequel l'homme considère la nature comme un outil à son service), et dont le reste de l'humanité devrait s'inspirer [Descola, 2005]. Malgré cela, l'érosion continue et massive de la biodiversité risque d'aggraver la situation des peuples africains. Selon les travaux de la plateforme intergouvernementale sur la biodiversité et les services écosystémiques (IPBES), quelque 500 000 km<sup>2</sup> de terres sont déjà dégradés du fait de la déforestation, de l'agriculture non durable, du surpâturage, des activités minières, des espèces invasives ou du réchauffement. Certaines espèces de mammifères et d'oiseaux ont probablement perdu plus de la moitié de leurs effectifs, et la productivité des lacs semble avoir baissé de 20 % à 30 %, en raison du dérèglement climatique.

Si l'ASS reste trop dépendante des ressources naturelles non renouvelables (hydrocarbures fossiles dans le golfe de Guinée, gaz en Tanzanie et au Mozambique, charbon en Afrique du Sud...), la mise à profit des ressources naturelles renouvelables pour le développement bas-carbone de la région s'étend. Les mégaprojets autour des ressources hydrauliques se multiplient, sur les fleuves Congo, Zambèze et le Nil. Les grands projets de centrale et de parc solaires fleurissent, comme celui de Zagtouli au Burkina Faso, de Santhiou-Mékhé au Sénégal ou de Jigawa au Nigéria. La baisse des coûts du solaire au niveau mondial

(qui ont quasiment été divisés par dix en un peu plus de dix ans et rivalisent désormais avec le charbon) a notamment permis d'étendre l'usage de ces technologies. Il est vrai que le développement des énergies renouvelables répond à un besoin colossal en électricité, plus d'un tiers de la population urbaine n'y ayant toujours pas accès. L'accès, le coût et la fiabilité de l'énergie demeurent l'un des obstacles à l'expansion du secteur privé. Heureusement, des initiatives comme l'hydrolienne de Loubassa sur le fleuve Congo, à proximité de Brazzaville, montrent que des solutions décentralisées, *low tech* et bon marché, respectueuses de l'environnement sont possibles.

La transition énergétique mondiale pourrait modifier la structure des économies africaines et la géopolitique des ressources dans la région car le xx<sup>e</sup> siècle sera le siècle des énergies vertes très demandeuses en métaux rares [Pitron, 2018] et plus gourmandes en cuivre que les infrastructures fossiles [Vidal *et al.*, 2017]. Or certains pays d'ASS disposent de minerais et de terres rares indispensables à la transition énergétique. C'est le cas par exemple du cobalt nécessaire à la fabrication des batteries des véhicules hybrides et électriques, dont 64 % de la production mondiale provient de République démocratique du Congo. Dans le même temps, certaines ressources minières pourraient connaître leur pic d'extraction mondial dans les prochaines décennies : le phosphate, le cuivre et le pétrole non conventionnel au plus tard vers 2060.

Des politiques publiques volontaristes pour soutenir la transition vers une économie bas-carbone en Afrique sont indispensables car la mutation écologique de l'économie aura également un impact sur l'emploi. Si la transition vers une économie plus respectueuse de l'environnement se traduira par la création de nouveaux emplois, elle occasionnera également des destructions d'emplois dans les énergies fossiles et les mines. L'Organisation internationale du travail estime ainsi que l'Afrique pourrait perdre 350 000 emplois nets d'ici 2050 si les tendances actuelles se prolongent, du fait de la dépendance de l'Afrique aux mines. La diversification des sources de revenus des pays exportateurs est donc un enjeu crucial.

Face aux pertes de biodiversité et à l'urgence de préserver les ressources d'un monde fini, la gestion de ressources naturelles comme *communs* est susceptible de constituer un troisième mode d'appropriation, située à égale distance de la privatisation et de l'étatisation, plus favorable à la préservation d'un monde hospitalier à la présence humaine. À Kinshasa par exemple, des communautés situées dans les périphéries les plus sinistrées de la ville ont adopté des règles *sui generis* pour gérer les services d'accès à l'eau. Dans les forêts guinéennes, la gestion communautaire d'étangs a permis de développer avec succès la pisciculture. Surtout, les conflits entre droits coutumiers et droits issus de la colonisation, récurrents dans l'ensemble du continent, concernent avant tout l'usage du foncier. Il y a un enjeu de civilisation à trouver les chemins d'une négociation de manière que l'accès à la terre demeure équitable entre tou.te.s.

## **L'Afrique des mobilités**

Contrairement aux idées reçues persistantes, la migration en provenance des pays d'ASS est restée

proportionnellement stable ces cinquante dernières années et se fait pour l'essentiel (70 %) en Afrique. Depuis les années 1960, la part de la population d'ASS qui vit dans un pays différent de son pays d'origine oscille entre 2,3 % et 3,1 %, pour se stabiliser à 2,5 % sur les trois dernières années 2015-2017 [Commission européenne, Centre de recherche conjoint, 2018]. Cependant, la croissance démographique devrait conduire à l'augmentation du volume de ces migrations. En outre, l'amélioration des niveaux de vie dans les pays à faible revenu de la région devrait encourager la mobilité des populations, leur capacité financière à migrer s'améliorant. Aujourd'hui, seuls huit pays d'ASS ont atteint le niveau de PIB par tête, évalué entre 7 000 et 13 000 dollars par an, au-delà duquel une baisse de l'émigration est observée [Commission européenne, Centre de recherche conjoint, 2018]. Enfin, les dérèglements climatiques et l'augmentation de l'occurrence des catastrophes climatiques devraient également jouer un rôle dans l'augmentation des migrations en ASS. La hausse des mobilités est donc une donnée certaine avec laquelle les pays d'ASS vont devoir compter.

Si les conditions pour favoriser les migrations volontaires sont en place, cette hausse attendue des migrations est susceptible d'être un facteur de développement, pour les pays d'origine comme pour les pays de destination. La mise en œuvre de politiques publiques appropriées sera déterminante à cet égard. Du côté des pays d'origine, leur capacité à bénéficier des contributions de leur diaspora, *via* les transferts de fonds des migrants notamment (dont le total est supérieur à l'aide publique au développement), et à remédier au creusement des inégalités que ces contributions peuvent créer, sera ainsi essentielle. Dans les pays de destination, les politiques en faveur de la cohésion sociale, de l'accès aux services de base et de la valorisation des compétences de l'ensemble de leur population pourront permettre de tirer parti des contributions des migrants. Le sujet de la gouvernance des migrations, qu'elles soient contraintes ou choisies, et celui, connexe, de la protection des migrants (très exposés à des violations de leurs droits, notamment lors de leurs parcours migratoires) constituera un défi régional d'ampleur.

Au-delà des migrations subies ou volontaires, la problématique des flux de réfugiés et des populations déplacées internes prend une dimension inédite, du fait notamment des conflits qui touchent l'Afrique de l'Est (Érythrée, Soudan du Sud, Somalie) et des conséquences des chocs climatiques et de l'insécurité alimentaire. L'ASS abrite plus de 26 % des réfugiés du monde. L'Éthiopie, le Kenya et l'Ouganda sont les trois premiers pays d'accueil (en provenance de Somalie, d'Érythrée, du Soudan du Sud et de la République démocratique du Congo). Couplée à l'allongement de la durée moyenne des séjours dans un camp (dix-sept ans), cette multiplication de populations réfugiées esquisse un visage alarmant de ce vers quoi pourrait dégénérer une partie du continent si les politiques de développement venaient à échouer.

À ce rapide panorama des migrations s'ajoutent les migrations circulaires, essentiellement saisonnières, internes à un pays et difficiles à mesurer. Les nouvelles formes de mobilité et de va-et-vient entre les espaces rural et urbain au sein des pays subsahariens sont porteuses de changement social et recomposent le monde rural. Les mobilités temporaires et les allers-retours des jeunes entre la ville et la campagne transforment les relations intergénérationnelles. Même si l'emprise de la famille sur les jeunes reste prégnante et d'une grande complexité, les réseaux de solidarité et de sociabilité se développent désormais également en dehors des liens de parenté (par exemple *via* les *youth groups* dans le Delta du Niger) et conduisent à l'émancipation croissante des jeunes par rapport à leurs aînés. Certains observateurs

s'alarment de la frustration grandissante des jeunes face à des sociétés qui peinent à répondre à leurs aspirations. La préservation du lien social, ciment des sociétés, sera essentielle pour la stabilité et la prospérité du continent.

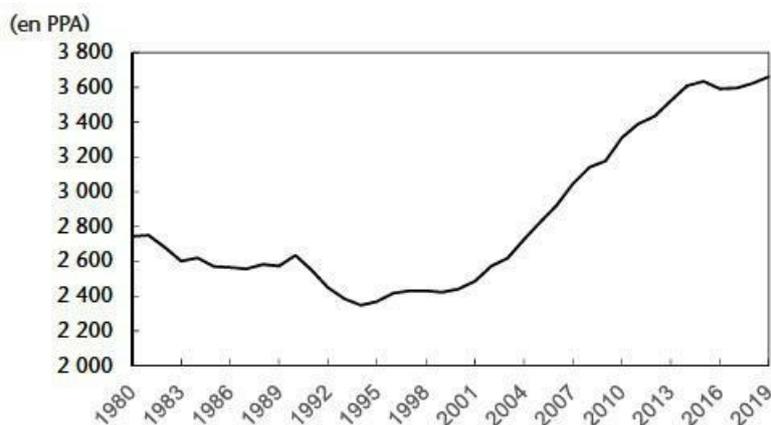
# Le resserrement annoncé de la contrainte de financement, prochain test pour la prospérité des pays d'Afrique subsaharienne

La capacité des pays d'Afrique à relever ces défis de long terme est conditionnée par le maintien d'un cadre macroéconomique favorisant leur prospérité. Le ralentissement économique et la montée des taux d'endettement font cependant craindre la répétition de la crise des décennies 1980 et 1990, coûteuse aux plans économique et humain. Si beaucoup d'économies africaines conservent un dynamisme prometteur, elles pourraient prochainement faire face à un resserrement de leurs financements extérieurs. Quant aux États défailants — les deux Soudans, le Tchad, la République centrafricaine, la République démocratique du Congo... —, l'avenir de leurs populations dépend de la possibilité d'y rétablir l'État de droit et la paix civile, et d'y reconstruire des institutions démocratiques.

## Pays exportateurs et non exportateurs de pétrole : des trajectoires de croissance différenciées

Après plus d'une décennie durant laquelle la croissance économique de l'ASS s'est maintenue à un niveau élevé, celle-ci a brutalement décéléré à partir de 2015 : de 5,6 % en moyenne annuelle entre 2000 et 2014, elle a chuté — en lien avec la baisse du cours des matières premières — à 1,5 % en 2016, soit le taux le plus faible enregistré depuis 1994. Bien que le PIB soit un piètre indicateur de la prospérité d'une population, la stagnation, voire la baisse, du PIB par habitant (graphique 1) pourrait annuler une partie du recul de la pauvreté enregistré depuis deux décennies — de 59 % de la population en 1993 à 41 % de la population en 2013. Les perspectives de reprise, elles, restent modestes — inférieures à 4 % jusqu'en 2022 selon le FMI.

**Graphique 1 – PIB par habitant de l'Afrique subsaharienne**

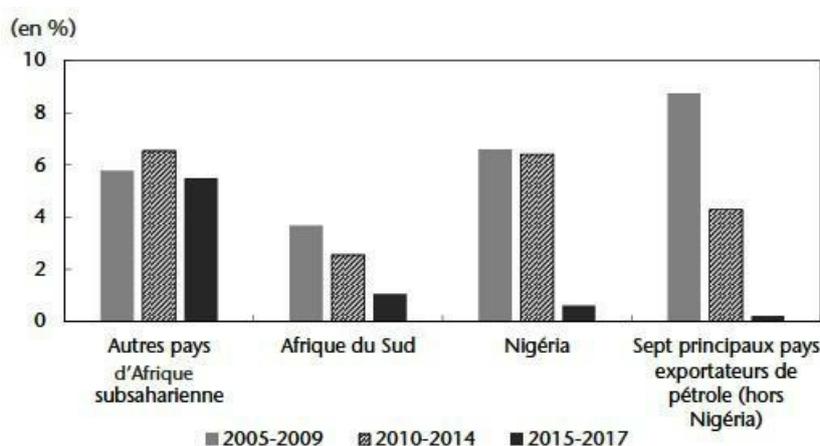


Note : prévisions pour 2018 et 2019.

*Source : FMI, World Economic Outlook.*

Le ralentissement de la région est d'abord lié à la chute de la croissance de huit pays exportateurs de pétrole (dont le Nigéria) qui recule de 1,5 % en 2016 et progresse de seulement 0,5 % en 2017 (graphique 2). Elle reflète par ailleurs les difficultés des trois plus importantes économies d'ASS — le Nigéria, l'Afrique du Sud et l'Angola — qui représentent à elles seules plus de 50 % du PIB de la région (respectivement 23 %, 21 % et 7 % en 2017). Le Nigéria et l'Angola ont été lourdement affectés par la baisse du cours du baril, un choc qui s'est doublé au Nigéria d'attaques contre des installations pétrolières et de difficultés du secteur électrique. En Afrique du Sud, les causes de l'essoufflement sont plus structurelles — niveau de chômage élevé, contraintes de crédit, corruption du régime Zuma et difficultés dans la mise en œuvre de la fin de l'Apartheid, le tout ayant fortement contraint la consommation et l'investissement.

**Graphique 2 – Croissance du PIB**



*Note* : les sept principaux exportateurs de pétrole sont l'Angola, le Cameroun, le Gabon, la Guinée équatoriale, le Soudan du Sud, la République du Congo et le Tchad.

*Source : FMI, World Economic Outlook.*

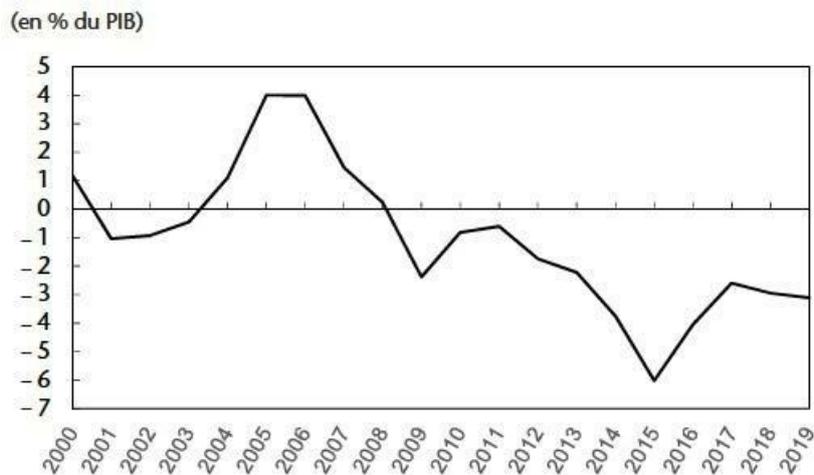
Ainsi, le ralentissement observé de l'ensemble de la région depuis 2015, tout comme l'accélération qui l'avait précédé, est largement dépendant de l'évolution du prix des matières premières. Mais ces évolutions globales ne doivent pas masquer la résilience d'une large partie de la région. Les autres économies africaines ont en effet maintenu des taux de croissance supérieurs (5,1 % en 2016 et 5,9% % en 2017), en particulier en Afrique de l'Ouest (hors Nigéria) ou de l'Est. Ainsi, la croissance des pays d'Afrique de l'Est a certes ralenti, mais les taux de croissance des plus grands pays de la zone, l'Éthiopie et la Tanzanie, demeurent parmi les plus élevés au monde — respectivement 10,8 % et 6 % en 2017. Les bons résultats de ce dernier groupe de pays sont révélateurs d'une réelle dynamique de croissance soutenue par l'importance des progrès réalisés dans nombre de domaines — éducation, santé, agriculture, gouvernance, etc.

Cette dynamique reste toutefois toujours peu portée par le financement intérieur. Le taux d'épargne des pays d'ASS est faible, à 16 % du PIB en 2016, quand il atteint 45 % du PIB pour les pays en développement d'Asie. Dans la mesure où le cycle économique est tiré par la demande et non par

l'épargne, cela ne serait pas problématique, n'était la faiblesse du secteur bancaire.

Le creusement du solde courant reflète en revanche un assouplissement de la contrainte extérieure sur la période actuelle. D'abord excédentaire entre 2004 et 2008 — environ 2 % du PIB — grâce à la hausse des cours des matières premières, le solde courant s'est ensuite rapidement creusé au cours de la décennie 2010 (graphique 3). Le déficit a ainsi atteint 6 % du PIB en 2015. La baisse des cours et la chute des recettes d'exportations à partir de 2015 ont amplifié le creusement du déficit ; mais cela tient également à une hausse des importations, notamment des biens d'investissements, induite par l'accélération de la croissance.

**Graphique 3 – Solde courant de l'Afrique subsaharienne**



Note : prévisions pour 2018 et 2019.

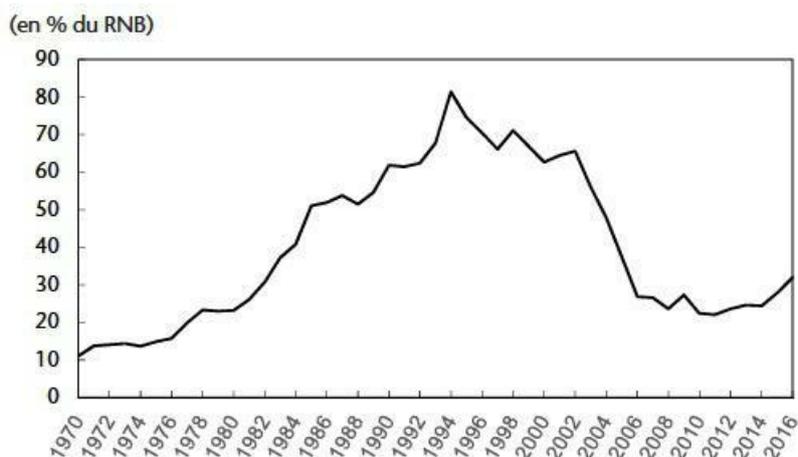
*Source : FMI, World Economic Outlook.*

Ces évolutions soulignent également l'accès facilité à l'endettement extérieur dont bénéficie la région pour financer ces déficits — les États en particulier. Cela est permis par des taux d'endettement réduits grâce aux annulations de dette, une appétence pour les marchés frontières dans un contexte mondial de faiblesse des taux d'intérêt, mais aussi par l'arrivée de créanciers émergents. En revanche, les autres modes de financement extérieur sont restés limités. Les investissements directs étrangers (IDE) ont certes crû, mais l'Afrique n'attire en définitive qu'une part marginale du total des IDE mondiaux (2 % en 2016).

## **Cycle d'endettement : faire que l'histoire ne se répète pas**

À partir d'un niveau faible, les taux d'endettement public et extérieur des économies d'ASS se sont ainsi accrus de façon rapide : le taux d'endettement extérieur de l'ASS est passé de 22 % du RNB en 2010 à 36 % du RNB en 2017 (graphique 4), et de 74 % des exportations de biens et services à 155 % sur la même période. Le taux d'endettement public, qui inclut également la dette intérieure, a suivi une trajectoire similaire, de 27 % du PIB en 2010 à 48 % du PIB en 2017 (contre 100 % en zone euro et 250 % au Japon).

#### Graphique 4 – Dette extérieure de l’Afrique subsaharienne



**Source : Banque mondiale, *World Development Indicators*.**

Cette progression des taux d’endettement suscite des inquiétudes car, on s’en souvient, le cycle d’endettement précédent s’est achevé de façon catastrophique. Le premier cycle d’endettement de l’histoire de la région — qui a véritablement débuté en 1982 — s’est en effet conclu par d’importants programmes d’annulations de dette, achevés dans la plupart des pays vers 2010. Pour les pays africains, il s’est agi de décennies douloureuses sur le plan économique, souvent marquées par des plans d’ajustement macroéconomique récessifs, des réformes coûteuses, l’effondrement des services publics sociaux et un fort recul du PIB par habitant.

Certaines caractéristiques de ce nouveau cycle d’endettement peuvent laisser craindre des difficultés. La capacité des pays d’ASS à porter de la dette reste toujours contrainte par des facteurs structurels, les recettes budgétaires et d’exportation demeurant limitées dans de nombreux pays. Surtout, les créanciers de l’Afrique ont changé : alors que dans les années 1990 la majorité d’entre eux étaient des bailleurs multilatéraux ou occidentaux, depuis le milieu des années 2000, de nouveaux financeurs — la Chine au premier chef, mais aussi des fonds privés — ont accru leur exposition sur l’Afrique. À ce jour, ils n’ont pas intégré les enceintes de coordination des créanciers, en particulier le Club de Paris, alors que ces dispositifs sont essentiels pour pouvoir organiser des aménagements de dette lorsqu’un pays fait face à des difficultés de remboursement. La Chine se prépare-t-elle à ouvrir un « club de Pékin » ?

La répétition d’un nouveau cycle coûteux d’endettement, de défaut et d’annulation n’a cependant rien d’inéluctable. Les taux d’endettement extérieurs restent pour l’instant à des niveaux très inférieurs aux sommets atteints à la fin du siècle dernier : 36 % du RNB en 2017 contre 81 % du RNB en 1994 (graphique 4). Les bailleurs traditionnels de l’Afrique, notamment les bailleurs multilatéraux, sont également plus vigilants. À ce stade, l’apport de ressources nouvelles est toujours supérieur à la somme du remboursement de la dette et du paiement des intérêts, pour un montant équivalent à 2 % du PIB en 2016.

Pour que ce nouveau cycle d’endettement public leur soit bénéfique, les pays emprunteurs doivent relever plusieurs défis : conserver une capacité d’endettement supplémentaire, afin d’être en mesure de faire face à d’éventuels chocs monétaires (notamment pour les pays membres de la zone CFA) ; augmenter les

recettes budgétaires ; travailler sur l'efficacité de la dépense publique. Il faut enfin, c'est un impératif, élargir les modalités de financement du développement. L'enjeu est d'éviter un arrêt brutal du financement des économies si le FMI venait à considérer que les plafonds d'endettement sont atteints. Il en résulterait des « ajustements » désastreux s'ils devaient être réalisés sur le même mode que celui des ajustements structurels des années 1980 et 1990. En témoigne notamment la difficulté persistante du continent, une génération plus tard, à reconstruire des administrations publiques analogues à celles dont il avait hérité à l'issue des indépendances. La communauté internationale a une responsabilité évidente : ne pas répéter les erreurs du siècle précédent.

Devant l'ampleur tout à fait unique des défis que l'Afrique doit relever sur le plan démographique, écologique et social, un plan Marshall pourrait s'imposer comme une nécessité. Peut-être l'initiative des nouvelles routes de la soie fournit-elle une partie de la clef géopolitique d'un tel besoin, du moins pour l'Afrique orientale.

---

# Repères bibliographiques

- COMMISSION EUROPÉENNE, CENTRE DE RECHERCHE CONJOINT [2018], *Many More to Come ? Migration from and within Africa*, Bureau des publications de l'Union européenne, Luxembourg.
- DESCOLA P. [2005], *Par-delà nature et culture*, Gallimard, Paris.
- GIRAUD G. et RENOARD C. (dir.) [2009], *Vingt Propositions pour réformer le capitalisme*, Paris, Flammarion (3<sup>e</sup> éd. 2012).
- LUTZ W., GOUJON A. et K.C. S. [2015], *The Link Between Structural Adjustment Programs, Education Discontinuities and Stalled Fertility in Africa*, IIASA Interim Report, IIASA, Laxembourg, IR-15-007.
- PASEC [2015], *PASEC2014 – Performances des systèmes éducatifs en Afrique subsaharienne francophone : compétences et facteurs de réussite au primaire*, CONFEMEN, Dakar, décembre, [www.pasec.confemen.org/wp-content/uploads/2015/12/RapportPasec2014\\_FR\\_BD1.pdf](http://www.pasec.confemen.org/wp-content/uploads/2015/12/RapportPasec2014_FR_BD1.pdf).
- PITRON G. [2018], *La Guerre des métaux rares. La face cachée de la transition énergétique et numérique*, Les Liens qui libèrent, Paris.
- VIDAL O., ROSTOM F., FRANÇOIS C. et GIRAUD G. [2017], « Global trends in metal consumption and supply : the raw material-energy nexus », *Elements*, vol. 13, n° 5, p. 319-324.

# Base de données sur l'économie mondiale

*Alix de Saint Vaulry*

Retrouvez les définitions des indicateurs présentés, des précisions sur les sources utilisées et la composition des zones retenues sur le site du CEPII à l'adresse suivante : [www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/economie\\_mondiale.asp](http://www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/economie_mondiale.asp)

**TABLEAU I – LES GRANDES ZONES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE\***

	PIB courant en milliards de dollars	PIB <sub>PPA</sub> en milliards de dollars (base 2011)	Population en millions d'habitants	PIB <sub>PPA</sub> par habitant en dollars (base 2011)	Croissance annuelle moyenne (en %)			Croissance du PIB <sub>PPA</sub> (en %) (p : prévisions)		
					PIB <sub>PPA</sub>		Pop.	2017	2018p	2019p
					2007/ 2000	2017/ 2007				
Monde	80 330	116 157	7 527	15 432	4,3	3,6	1,2	3,7	3,9	3,9
Amérique du Nord	22 298	21 640	495	43 758	2,4	1,6	1,0	2,3	2,8	2,7
Amérique du Sud	4 702	6 931	511	13 555	4,0	2,2	1,1	0,9	1,8	2,7
Union européenne à 28	17 278	19 104	512	37 304	2,4	1,0	0,2	2,6	2,5	2,1
Autres Europe	2 088	3 090	113	27 275	4,1	3,9	1,1	5,3	3,7	3,4
CEI*	2 034	5 166	290	17 822	7,3	1,7	0,4	2,1	2,2	2,1
Afrique du Nord et Moyen-Orient	3 194	7 820	443	17 649	5,0	3,4	2,0	1,8	3,1	3,7
Afrique subsaharienne	1 632	3 698	1 063	3 480	6,3	4,6	2,8	2,8	3,4	3,7
Japon	4 872	4 945	127	39 019	1,3	0,6	-0,1	1,7	1,2	0,9
Chine	11 982	21 219	1 385	15 325	10,8	9,2	0,5	6,9	6,6	6,4
Autres Asie du Nord et du Sud-Est	5 119	10 230	676	15 130	5,2	4,7	1,1	4,5	4,4	4,4
Australie et N.-Zélande	1 628	1 317	29	45 000	3,5	2,7	1,6	2,4	3,0	3,1
Asie du Sud et Pacifique	3 502	10 997	1 884	5 838	6,9	7,2	1,3	6,4	6,9	7,2

\* Communauté des États indépendants.

**Source : CEPII, base de données Chelem-PIB.**

**TABLEAU II – LES PRINCIPAUX PAYS DU MONDE : PIB<sub>PPA</sub> (BASE 2011) SUPÉRIEUR À 240 MILLIARDS DE DOLLARS EN 2017\***

	PIB courant en milliards de dollars 2017	PIB <sub>PPA</sub> en milliards de dollars (base 2011) 2017	Population en millions d'habitants 2017	PIB <sub>PPA</sub> par hab. en dollars (base 2011) 2017	Croissance annuelle en termes réels			FBCF 2017*	Export. de biens et serv. en % du PIB		Solde courant 2017*	Consom. d'énergie par hab. (kg éq. pétr.) 2015*	Indice de développement humain 2015
					moyenne 2017/2007 PIB	PIB/hab.	2017 PIB		2017*	2017*			
<b>AMÉRIQUE DU NORD</b>													
Canada	1 653	1 612	37	44 053	1,7	0,6	3,0	23	31	-3,0	7 604	0,920	
États-Unis	19 391	17 662	325	54 276	1,4	0,6	2,3	20	12	-2,4	6 798	0,920	
Mexique	1 150	2 239	129	17 336	2,0	0,6	2,0	22	38	-1,6	1 488	0,762	
<b>AMÉRIQUE DU SUD</b>													
Argentine	637	842	44	19 024	1,6	0,6	2,9	15	11	-4,8	2 015	0,827	
Brésil	2 055	2 940	209	14 050	1,5	0,6	1,0	16	13	-0,5	1 485	0,754	
Chili	277	411	18	22 767	3,0	2,1	1,5	22	29	-1,5	2 029	0,847	
Colombie	309	650	49	13 255	3,6	2,5	1,8	23	15	-3,4	712	0,727	
Cuba	91	257	11	22 404	2,9	2,8	3,2	9	17		1 023	0,775	
Pérou	212	393	32	12 224	4,9	3,5	2,5	21	24	-1,3	768	0,740	
Vénézuéla	477	347	32	10 845	-3,2	-4,5	-14,0	22	17	2,0	2 268	0,767	
<b>UNION EUROPÉENNE À 28</b>													
Allemagne	3 677	3 789	83	45 822	1,2	1,1	2,2	20	47	8,0	3 818	0,926	
Autriche	417	401	9	45 793	0,9	0,4	3,0	24	54	2,1	3 800	0,893	
Belgique	493	481	11	42 162	0,9	0,2	1,7	23	85	0,1	4 688	0,896	
Danemark	325	261	6	45 409	0,6	0,1	2,2	20	55	7,6	2 817	0,925	
Espagne	1 311	1 616	46	34 755	0,3	0,0	3,1	21	34	1,7	2 571	0,884	
France	2 583	2 581	67	38 433	0,7	0,2	1,8	23	31	-1,4	3 690	0,897	
Grèce	200	272	11	25 313	-2,9	-2,6	1,4	13	33	-0,8	2 182	0,866	
Hongrie	139	263	10	26 898	1,0	1,3	4,0	22	90	3,6	2 433	0,836	
Irlande	334	326	5	68 079	4,2	3,3	7,8	23	120	12,5	2 820	0,923	
Italie	1 935	2 106	61	34 771	-0,6	-0,9	1,5	18	31	2,9	2 482	0,887	
<b>UNION EUROPÉENNE À 28 (suite)</b>													
Pays-Bas	826	835	17	48 881	0,9	0,4	3,2	20	86	9,8	4 233	0,924	
Pologne	524	1 024	38	26 995	3,3	3,4	4,6	18	53	0,0	2 490	0,855	
Portugal	218	286	10	27 764	-0,1	0,1	2,7	16	43	0,5	2 132	0,843	
Rép. tchèque	216	342	11	32 350	1,5	1,3	4,3	25	79	1,1	3 860	0,878	
Roumanie	212	438	20	22 369	2,4	3,1	6,9	23	41	-3,5	1 592	0,802	
Royaume-Uni	2 622	2 655	66	40 236	1,1	0,4	1,8	17	31	-4,1	2 764	0,909	
Suède	538	474	10	47 427	1,6	0,7	2,3	25	45	3,2	5 103	0,913	
<b>AUTRES EUROPE</b>													
Norvège	399	347	5	65 560	1,1	-0,1	1,9	24	35	5,1	5 816	0,949	
Suisse	679	471	8	55 704	1,4	0,2	1,1	25	65	9,3	2 960	0,939	
Turquie	851	1 994	81	24 700	5,0	3,4	7,4	30	25	-5,5	1 657	0,767	
<b>CEI (COMMUNAUTÉ DES ÉTATS INDÉPENDANTS)</b>													
Kazakhstan	165	434	18	24 091	4,0	2,5	4,0	23	32	-2,9	4 435	0,794	
Russie	1 530	3 633	144	25 165	1,0	0,9	1,5	22	26	2,6	4 943	0,804	
Ukraine	109	335	45	7 491	-1,6	-1,3	2,5	16	48	-3,7	2 334	0,743	
<b>AFRIQUE DU NORD ET MOYEN-ORIENT</b>													
Algérie	178	577	41	13 953	2,9	1,0	2,0	30	24	-12,3	1 321	0,745	
Arabie saoudite	685	1 617	33	49 100	4,4	1,7	-0,7	23	34	2,7	6 937	0,847	
Égypte	237	1 057	98	10 830	3,9	1,8	4,2	15	16	-6,5	815	0,691	
Émirats ar. unis	377	626	9	66 553	2,7	-1,7	0,5	23	100	4,7	7 769	0,840	
Irak	197	609	38	15 899	6,1	3,0	-0,8	17	38	0,7	1 413	0,649	
Iran	447	1 500	81	18 485	2,2	1,0	4,3	21	24	4,3	3 023	0,774	
Israël	351	288	9	33 206	3,5	1,5	3,3	20	30	3,0	2 778	0,899	
Koweït	120	272	4	65 760	1,2	-3,8	-2,5	18	48	2,0	8 957	0,800	
Maroc	110	272	36	7 609	3,9	2,5	4,2	31	37	-3,8	553	0,647	
Qatar	166	311	3	117 879	8,2	-0,1	2,1	38	47	1,3	18 563	0,856	

	PIB courant en milliards de dollars 2017	PIB <sub>PPA</sub> en milliards de dollars (base 2011) 2017	Population en millions d'habitants 2017	PIB <sub>PPA</sub> par hab. en dollars (base 2011) 2017	Croissance annuelle en termes réels			FBCF 2017*	Export. de biens et serv. en % du PIB 2017*	Solde courant 2017*	Consom. d'énergie par hab. (kg éq. pétr.) 2015*	Indice de dévelop- pement humain 2015
					moyenne 2017/2007		2017 PIB					
					PIB	PIB/hab.						
<b>AFRIQUE SUBSAHARIENNE</b>												
Afrique du Sud	349	697	57	12 295	1,8	0,5	1,3	19	30	-2,3	2 696	0,666
Nigéria	376	1 014	191	5 310	4,3	1,6	0,8	15	9	2,5	763	0,527
<b>JAPON</b>												
JAPON	4 872	4 945	127	39 019	0,5	0,6	1,7	24	16	4,0	3 429	0,903
<b>CHINE</b>												
CHINE	11 982	21 219	1 385	15 325	8,3	7,7	6,9	42	20	1,4	2 237	0,738
<b>AUTRES ASIE DU NORD ET DU SUD-EST</b>												
Corée du Sud	1 531	1 850	51	35 958	3,1	2,5	3,1	31	43	5,1	5 413	0,901
Hong Kong	342	414	7	55 957	2,7	2,0	3,8	22	188	3,0	1 970	0,917
Indonésie	1 016	2 954	264	11 189	5,5	4,2	5,1	32	20	-1,7	884	0,689
Malaisie	314	848	32	26 808	4,4	2,6	5,9	25	71	3,0	2 968	0,789
Philippines	313	798	105	7 601	5,6	3,9	6,7	25	31	-0,4	476	0,682
Singapour	311	473	6	83 112	4,2	2,0	3,6	25	173	18,8	5 122	0,925
Taiwan	579	1 080	24	45 704	2,6	2,3	2,8	20	69	14,5	4 897	—
Thaïlande	450	1 122	69	16 254	3,0	2,6	3,9	24	68	10,8	1 970	0,740
Vietnam	225	590	96	6 172	6,0	4,9	6,8	23	102	4,1	655	0,683
<b>AUSTRALIE</b>												
AUSTRALIE	1 422	1 144	25	46 639	2,5	0,8	2,3	24	21	-2,3	5 476	0,939
<b>ASIE DU SUD ET PACIFIQUE</b>												
Bangladesh	246	604	165	3 665	6,2	5,1	7,1	31	15	-1,2	222	0,579
Inde	2 600	8 387	1 339	6 263	7,0	5,7	6,7	28	19	-2,0	637	0,624
Myanmar	67	317	53	5 943	7,9	7,0	6,7	35	17	-5,3	372	0,556
Pakistan	304	996	197	5 057	3,7	1,6	5,3	14	8	-4,7	484	0,550
Sri Lanka	88	250	21	11 728	5,6	4,8	3,1	26	22	-2,9	516	0,766

\* Année antérieure en italique.

**Sources** : CEPII, base de données Chelem-PIB ; Banque mondiale, *World Development Indicators*, juin 2018 ; FMI, *World Economic Outlook*, avril 2018 ; PNUD, *Rapport sur le développement humain 2016*, mars 2017 ; Eurostat ; Taïwan, sources nationales.

**TABLEAU III – MATRICE DES ÉCHANGES TOUS PRODUITS EN 2006 (SURLIGNÉ) ET 2016 (en % du commerce mondial\* : 11 495 milliards de dollars en 2006, 14 822 milliards de dollars en 2016)\***

Zones importatrices \ Zones exportatrices	Amér. du Nord	Amér. du Sud	UE-28	Autres Europe	CEI	Afrique et M.-O.	Japon	Chine	Autres Asie NE-SE	Autres Asie Océanie	Monde*
Amérique du Nord	7,2	0,9	2,1	0,2	0,1	0,5	0,6	0,6	1,0	0,3	13,5
Amérique du Sud	6,6	1,0	2,0	0,3	0,1	0,6	0,5	0,9	1,0	0,4	13,4
Union européenne à 28	0,8	0,9	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,2	0,1	3,6
Autres Europe	3,5	0,6	26,4	2,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,2	0,7	38,9
CEI	3,2	0,6	21,8	2,2	0,8	2,2	0,5	1,3	1,3	0,7	34,6
Afrique, Proche et Moyen-Orient	0,3	0,0	2,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	3,2
Japon	0,4	0,1	2,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,2	0,3	0,1	3,8
Chine	0,2	0,1	1,9	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	3,8
Autres Asie du Nord et du Sud-Est	0,1	0,0	1,2	0,2	0,5	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	2,9
Asie du Sud et Océanie	1,4	0,2	2,0	0,2	0,0	0,8	1,0	0,6	1,4	0,6	8,2
Monde*	0,6	0,1	1,3	0,3	0,1	1,3	0,4	0,9	1,0	0,8	6,7
	1,4	0,2	0,8	0,1	0,1	0,2	0,0	1,0	1,6	0,2	5,6
	1,0	0,1	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	0,9	1,3	0,2	4,4
	2,8	0,3	2,1	0,1	0,3	0,5	1,0	0,0	1,4	0,5	9,0
	3,6	0,7	2,6	0,3	0,5	1,4	1,0	0,0	2,7	1,2	14,0
	1,9	0,2	1,5	0,1	0,1	0,5	1,0	2,1	2,8	0,7	10,9
	2,0	0,3	1,4	0,2	0,1	0,7	0,9	3,0	3,2	0,9	12,6
	0,4	0,1	0,5	0,0	0,0	0,4	0,3	0,3	0,5	0,3	2,9
	0,5	0,1	0,6	0,1	0,0	0,6	0,3	0,6	0,6	0,4	3,9
	20,5	3,5	40,3	3,3	2,6	5,6	4,7	5,7	10,2	3,5	100,0
	18,9	3,8	34,0	3,8	2,4	7,7	3,8	8,8	11,9	5,0	100,0

\* Non compris les flux non ventilés géographiquement.

Lecture : les exportations de l'UE à 28 vers l'Amérique du Nord représentaient 3,5 % des exportations mondiales en 2006 et 3,2 % en 2016.

Source : CEPII, base de données CHELEM-Commerce international.

**TABLEAU IV – MATRICE DES ÉCHANGES DE PRODUITS MANUFACTURÉS EN 2006 (SURLIGNÉ) ET 2016 (en % du commerce mondial\* : 8 159 milliards de dollars en 2006, 10 653 milliards de dollars en 2016)\***

Zones importatrices Zones exportatrices	Amér. du Nord	Amér. du Sud	UE-28	Autres Europe	CEI	Afrique et M.-O.	Japon	Chine	Autres Asie NE-SE	Autres Asie Océanie	Monde*
Amérique du Nord	7,4	0,9	2,4	0,2	0,1	0,5	0,6	0,6	1,1	0,4	14,2
Amérique du Sud	6,7	0,8	1,8	0,2	0,1	0,5	0,4	0,8	0,9	0,3	12,4
Union européenne à 28	0,7	0,7	0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	2,2
Autres Europe	0,5	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	1,7
CEI	4,1	0,7	29,3	2,5	1,4	2,3	0,6	0,9	1,4	0,7	43,9
Afrique, Proche et Moyen-Orient	3,9	0,7	24,0	2,3	1,0	2,3	0,6	1,5	1,5	0,8	38,6
Japon	0,3	0,0	1,8	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	2,9
Chine	0,4	0,1	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	3,2
Autres Asie du Nord et du Sud-Est	0,1	0,0	0,5	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	1,7
Asie du Sud et Océanie	0,1	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	1,3
Monde*	0,3	0,0	0,6	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	1,8
	0,3	0,1	0,6	0,1	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,2	2,3
	1,9	0,2	1,1	0,1	0,1	0,3	0,0	1,2	2,1	0,3	7,3
	1,3	0,1	0,6	0,1	0,1	0,3	0,0	1,1	1,5	0,3	5,4
	3,8	0,4	2,9	0,2	0,4	0,7	1,2	0,0	1,7	0,6	11,9
	4,9	0,9	3,5	0,4	0,7	1,8	1,3	0,0	3,4	1,6	18,5
	2,4	0,3	1,9	0,1	0,1	0,6	1,0	2,6	2,9	0,6	12,4
	2,6	0,3	1,7	0,2	0,1	0,7	0,9	3,5	3,3	0,8	14,2
	0,4	0,0	0,5	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8
	0,5	0,1	0,6	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,3	0,3	2,4
	21,3	3,5	41,3	3,3	2,8	5,5	3,6	5,8	9,9	3,0	100,0
	21,1	3,8	35,2	3,5	2,5	7,2	3,4	7,7	11,3	4,4	100,0

\* Non compris les flux non ventilés géographiquement.

**Source : CEPII, base de données Chelem-Commerce international.**