



L'équilibre fragile des économies avancées face aux incertitudes de la politique américaine

À la fin de l'année 2017, la réforme fiscale américaine a été adoptée. Loin de clore les controverses, cette adoption les exacerbe. Le gouvernement Trump y voit le début d'une ère nouvelle. Des macroéconomistes influents pensent, au contraire, que les déséquilibres de l'économie américaine vont s'aggraver à cause de l'exacerbation d'inégalités déjà extrêmes. La Fed anticipe un effet temporaire et très limité de croissance, rendant plus difficile le pilotage des taux d'intérêt. Quant aux acteurs financiers, ils sont perplexes devant les valorisations insolites des marchés mondiaux, jointes à des niveaux d'endettement élevés.

■ Disparités entre pays et déconnexion des sphères réelle et financière

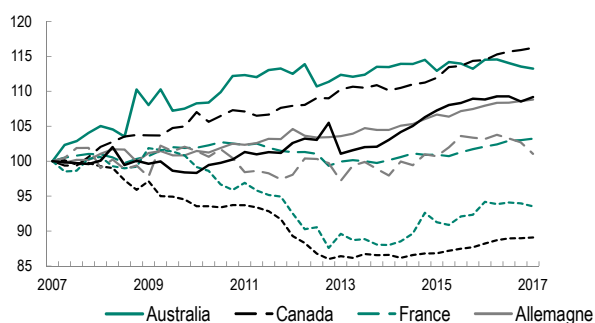
Par son origine immobilière, la crise de 2008 a profondément affecté le pouvoir d'achat des ménages, mais différemment selon les pays. C'est ce que montre l'évolution cumulée du revenu disponible brut par tête depuis 2007, mesuré en parité de pouvoir d'achat (graphique 1.a).

Plusieurs groupes de pays peuvent être distingués. Dans les pays du sud de la zone euro, les ménages ont subi une forte baisse de leur pouvoir d'achat. En 2017, ils n'ont toujours pas récupéré leur niveau de vie de 2007. En Italie, le pouvoir d'achat par tête reste de 11 % au-dessous de celui de 2007 ; en Espagne, la baisse du revenu a été aussi très forte (- 12 % au plus fort de la crise en 2012), mais le rebond a effacé une partie des pertes, ramenant le niveau de vie de 2017 à 6,5 % au-dessous de celui de 2007. La situation des ménages est bien pire en Grèce (qui n'est pas représentée sur le graphique car l'échelle n'est pas la même), où le pouvoir d'achat a chuté de 30 % au plus fort de la crise et se situe maintenant à seulement 75 % de son niveau de 2007. À l'inverse, dans un certain nombre de pays, les ménages n'ont pas souffert de la crise et leur pouvoir d'achat a continué à progresser. C'est le cas du Canada (+ 16 % en dix ans) et de l'Australie (+ 13 %). Seuls deux pays ont réussi à effacer rapidement les effets de la crise sur le pouvoir d'achat moyen des ménages : les États-Unis, qui ont assaini leurs banques dès 2009 et ont poursuivi des politiques monétaires d'achats d'actifs de fin 2008 à mai 2013, et l'Allemagne qui a compensé le défaut de demande interne par un gonflement extraordinaire de l'excédent commercial extérieur dépassant 9 % du PIB. Dernier cas de figure, la France et le Royaume-Uni, où le niveau de vie des ménages n'a pas subi de baisse sensible pendant la crise, mais a stagné jusqu'au printemps 2016.

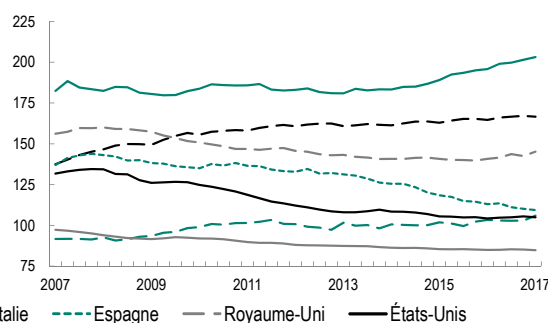
Les différences d'évolution des niveaux de vie sont liées à la montée plus ou moins grande de l'endettement avant crise et à la sévérité du désendettement qui a suivi, comme le montre le ratio de dette des ménages sur leur revenu disponible brut (graphique 1.b). Là où le niveau de vie a augmenté, comme en Australie et au Canada, les ménages ont continué à s'endetter, le ratio atteignant des niveaux très élevés (203 % et 166 % respectivement en 2017). Dans tous les autres pays, l'endettement des ménages a fortement baissé sous l'effet de la chute des prix immobiliers et en dépit de la contraction des revenus. C'est particulièrement le cas en Espagne (ratio passant de 137 % en 2007 à 109 % en 2017) et aux États-Unis (de 132 % à 105 %). La seule exception est la France où le ratio d'endettement a continué d'augmenter depuis la crise sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt et de la bonne tenue des prix immobiliers.

Ces évolutions contrastées ne se retrouvent pas dans les mouvements des prix des actions et des obligations (graphiques 2.a et 2.b). Les taux obligataires publics ont baissé continuellement partout jusqu'à un point bas atteint à l'automne 2016 avant l'élection de Trump. Le rebond qui a suivi a été de courte durée. Les taux longs sont partout sur des plateaux qui s'étagent de 0 % au Japon à 2,2 % aux États-Unis. Quant aux cours boursiers, le synchronisme de leurs variations est remarquable. Une impulsion commune les entraîne. Après l'effondrement dans la crise financière systémique est venue la récupération suivie d'une évolution hésitante jusqu'au début 2013. Ensuite, on a assisté à une gigantesque appréciation simultanée des bourses, sans commune mesure avec les évolutions réelles contrastées des économies. Cette évolution n'a été que temporairement interrompue par les incertitudes politiques de l'élection présidentielle américaine, pour reprendre de plus belle en 2017 en dépit des hésitations et des revers politiques de Trump.

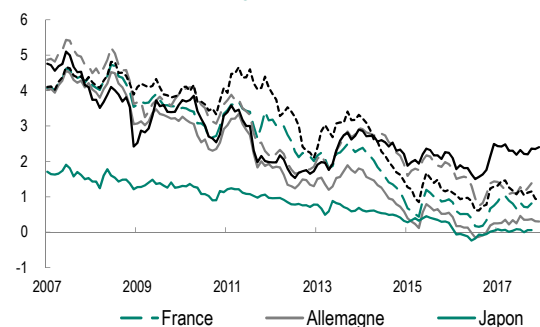
Graphique 1.a – Revenu disponible brut des ménages par tête, en parité de pouvoir d'achat, base 100 en 2007



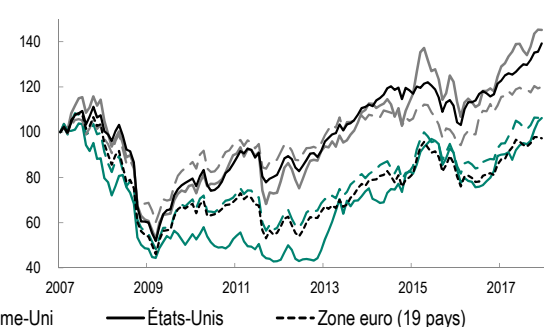
Graphique 1.b – Taux d'endettement des ménages, en % du revenu disponible brut



Graphique 2.a – Taux des obligations d'État à 10 ans



Graphique 2.b – Prix des actions, base 100 en 2007



Note : pour l'Italie, seules les données sur le revenu disponible brut des ménages par tête sont disponibles.
Source : OCDE.

■ L'énigme des marchés financiers

En décembre 2017, la BRI soulignait le paradoxe déjà observé dans la période 2004-2006 : les conditions financières exprimées par la baisse des taux longs deviennent plus expansives à chaque hausse des taux de la Fed¹. Pourtant les décisions de la Fed ont été bien anticipées. L'indice d'incertitude sur les taux courts futurs est faible. Les niveaux extrêmement bas des rendements sur les titres publics des grands pays avancés semblent être devenus les déterminants principaux des prix des actifs dans le monde.

Aux États-Unis, non seulement l'indice boursier S&P500 a progressé au rythme annuel de 16 % de mars 2009 à l'élection de Trump et de 22 % depuis cette date, mais les prix immobiliers ont dépassé leur pic de 2007. Ces évolutions n'ont aucun rapport avec la croissance du PIB nominal qui s'est néanmoins accélérée en 2017 de 1 % au-dessus de la plage 3-3,5 % de la période 2013-2016. Quelle peut en être la raison ? À tout le moins, la condition de possibilité de cette anomalie est l'énorme surliquidité dans l'économie mondiale.

Le problème posé par la valorisation boursière concentre les interrogations des économistes et des analystes financiers. Le rapport du prix des actions au revenu net des entreprises ajusté du cycle (*price earnings ratio*) aux États-Unis, calculé par Robert Shiller, était à l'automne 2017 de 25 % supérieur à sa valeur moyenne 1982-2016. Cela le place dans le quartile supérieur de la distribution statistique de ces valeurs. Or la récupération de la croissance après la crise financière de 2008-2009 a été la plus lente des cycles de l'après-guerre. Le niveau

de 33,2 atteint par ce ratio en janvier 2018 n'a été dépassé que deux fois en remontant jusqu'à 1880 : en 1929 et en 2000 lors de la bulle Internet (graphique 3).

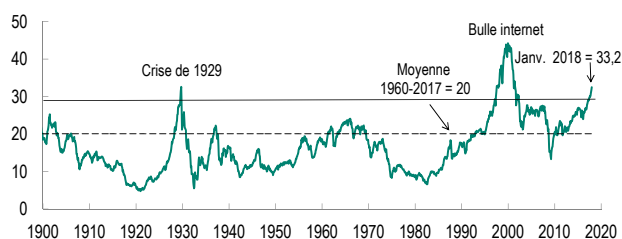
On a un début d'explication de l'énigme en observant l'extraordinaire augmentation du dividende par action et des rachats d'actions aux États-Unis depuis la crise. Leur accroissement depuis la crise financière marque la progression de la rémunération totale des actionnaires. Elle s'est élevée de 50 % en proportion du revenu net des entreprises. Cette prépondérance du principe de la valeur actionariale dans la stratégie des entreprises n'a pas d'équivalent en Europe continentale quant à son ampleur. En absorbant une part importante de l'utilisation du profit net des entreprises, la valeur actionariale ampute l'affectation de l'autofinancement net à l'investissement productif.

Cette capture extravagante de la richesse produite provoque l'exacerbation des inégalités sociales. Le rapport collectif 2018 sur les inégalités mondiales montre que les inégalités de revenus sont beaucoup plus élevées aux États-Unis qu'en Europe, mais surtout que l'augmentation du patrimoine privé renforce sensiblement l'inégalité sociale². Or le patrimoine privé a été sauvé de la dévalorisation dans la crise par la hausse massive de la dette publique et par la politique précoce de la Fed qui a fait baisser les taux d'intérêt au minimum par ses achats massifs de titres publics et hypothécaires. Ainsi les 1 % des ménages les plus riches captent 20 % du revenu national aux États-Unis contre 12 % en Europe de l'Ouest, tandis que les 50 % du bas de l'échelle n'ont que 13 % du revenu aux États-Unis contre 22 % en Europe.

1. BIS (2017), A paradoxical tightening?, *BIS Quarterly Review*, décembre.

2. Rapport sur les inégalités mondiales 2018 (synthèse), coordonné par F. Alvaredo, L. Chancel, T. Piketty, E. Saez & G. Zuckman, Laboratoire sur les Inégalités mondiales (2017).

Graphique 3 – Ratio prix sur bénéfices lissés des actions américaines du S&P500*



* Les bénéfices sont lissés sur 10 ans.

Source : Robert Shiller, site web.

Inégalités extrêmes, inflation basse et progrès de productivité faibles par insuffisance des investissements productifs privés et surtout par la déshérence des investissements publics, ces caractéristiques de l'économie américaine font douter de la pertinence de la politique fiscale de Trump adoptée par le Congrès en décembre 2017 et de sa capacité à relever la croissance potentielle à 3 % et à bénéficier à l'ensemble de la population.

■ Ploutocratie et inanité de la politique de l'offre

Dans son article du 22 novembre 2017, Martin Wolf analyse que Trump poursuit la stratégie de « plouto-populisme » qui l'a mené au pouvoir. Selon les simulations du *Tax Policy Center* (*Brookings Institution*), la loi fiscale élèverait le déficit budgétaire cumulé de \$1,5 trillion sur les dix prochaines années³. Cela créerait une pression à réduire les dépenses sociales et les investissements publics. Or Trump prétend rechercher une croissance potentielle de 3 % sur 10 ans, tout en promettant de réduire à la fois le déficit budgétaire et le déficit commercial des États-Unis. La magie de ce tour de force est espérée de la fameuse politique de l'offre qui a toujours échoué à concilier ces objectifs⁴.

Pour atteindre une croissance potentielle de 3 % avec une population en âge de travailler dont la croissance annuelle prévue est de 0,7 %, une augmentation de 2,3 % de la productivité globale des facteurs (PGF) est requise. Une telle cadence sur 10 ans n'a pas été observée depuis 50 ans. Depuis 2007, la croissance annuelle moyenne de la PGF est de 0,7 %. Le CBO (*Congressional Budget Office*)⁵, qui a évalué les conséquences à long terme des propositions budgétaires de Trump, à partir de différents modèles macroéconomiques, s'attend à une amélioration lente de la croissance de la PGF vers un rythme annuel de 1,1 % ; ce qui conduit à une croissance potentielle de 1,8 %. Le danger d'une accumulation insoutenable de déséquilibres vient de la volonté obstinée de réforme fiscale guidée par les présupposés de la politique de l'offre prétendument capable d'atteindre 3 %.

En effet, quelle est la rationalité macroéconomique d'une baisse massive des impôts qui augmenterait le déficit budgétaire de 1 500 milliards de dollars d'ici 2027 (selon l'analyse détaillée des propositions de Trump

par le *Tax Policy Center*), alors que l'économie est au plein emploi et que la croissance est très au-dessus du potentiel ? Il faudrait que le dispositif adopté, baisse de l'impôt sur les sociétés de 35 % à 20 % du profit et baisse de l'impôt sur le revenu à tout niveau de l'échelle des revenus, mais lourdement biaisée en faveur des plus riches, élève la croissance potentielle de plus de 1 % par an.

Or le coût du capital très bas et l'abondance d'autofinancement n'ont pas empêché que les progrès de productivité restent anémiques. En outre, au niveau actuel des inégalités, il est impossible d'entretenir une croissance régulière sur dix ans sans que les progrès de productivité ne soient distribués plus largement. La hausse conjointe des salaires réels et de la productivité est le moteur d'une croissance régulière.

Le diagnostic du *Tax Policy Center* est plutôt une perte de ressources fiscales cumulée de 2,6 % du PIB sur 2017-2027 et une augmentation de 25,4 % du ratio de dette publique sur PIB en 2027, alors que la dette publique atteignait 105,6 % du PIB au quatrième trimestre 2016. Pour l'éviter il faudrait que se déclenche une vague d'investissement massive qui élève la productivité et les salaires. Mais, au plein emploi, comment éviter que l'augmentation des emprunts publics ne provoque une hausse des taux d'intérêt et de quelle ampleur ?

■ Comment la Fed peut-elle réagir à la réforme fiscale ?

Sous la présidence de Janet Yellen, la Fed a agi avec une prudence de serpent pour extirper l'économie des taux nuls à partir de 2015 et annonce une réduction mensuelle lente de la taille de son bilan, qui pourrait durer de 3 à 5 ans. La Fed doit être d'autant plus prudente qu'elle possède 25 % des obligations hypothécaires (33 % si on met de côté celles détenues par les agences publiques Fannie Mae et Freddie Mac). Un retrait trop rapide pourrait entraîner dans une spirale haussière le taux de ces obligations très sensible politiquement et replonger de nombreux ménages dans les difficultés financières.

La Fed a pris connaissance à la mi-décembre de la loi fiscale finalement votée⁶. Dans sa conférence après la réunion du FOMC, Janet Yellen a pronostiqué un effet positif modeste et temporaire sur le PIB, circonstance qui ne serait pas susceptible de modifier la ligne de conduite du FOMC. La composition de la stimulation budgétaire importe aussi. Les dirigeants de la Fed savent fort bien que les ménages à hauts revenus ont une faible propension à consommer. Si, par ailleurs, il y a finalement des investissements d'infrastructure, ceux-ci prennent des années à se réaliser parce qu'il n'existe aucun projet en réserve prêt à être mis en opération. Dans un article pour la *Brookings Institution* dès janvier 2017, Ben Bernanke avait remarqué qu'une hausse des taux longs et une appréciation du dollar pouvaient faire obstacle à l'investissement des entreprises et aux exportations et donc freiner l'impact de la stimulation budgétaire⁷. Dans ces conditions, la Fed ne changerait pas son attitude prudente.

3. J. Nunns, L. Burman, B. Page, J. Rhaly & J. Rosenberg (2016), An analysis of Donald Trump's revised tax plan, Tax Policy Center, Urban Brookings, octobre.

4. Voir M. Aglietta & V. Coudert (2017), Trump and the dollar in the reflection of history, *Cepii Policy Brief*, n° 17, septembre.

5. Congressional Budget Office (2017), An Analysis of the President's 2018 Budget, juillet.

6. US White House (2017), Tax Reform. Unified Framework for fixing our Broken Tax Code.

7. B. Bernanke (2017), The Fed and fiscal policy, Brookings Institution, janvier.

Cependant, la politisation de la Fed est une incertitude supplémentaire. En effet, il est rarissime que la présidence de la Fed ne soit pas renouvelée. Depuis que l'indépendance des banques centrales fait partie de la doctrine monétaire, il est reconnu que le mandat d'un gouverneur de banque centrale soit au moins de huit ans pour le détacher du cycle électoral et donc des considérations partisans. Le non-renouvellement de Janet Yellen, qui au demeurant a exercé un leadership remarquablement efficace dans une conjoncture difficile à interpréter, est un signal de politisation.

Le choix de Jay Powell a été salué par les lobbies financiers. Il est interprété comme celui du *statu quo*. Le nouveau président du FOMC aura la tâche délicate de dégager une appréciation collective du comité quant à l'impact de la réforme fiscale dans une conjoncture qui a atteint 3 % de croissance annualisée pendant trois trimestres consécutifs dans un cycle des affaires dont la phase expansive dure depuis huit ans. Est-il temps de durcir la politique monétaire ? L'ampleur des pertes financières, aux États-Unis et dans le monde, que provoquerait une forte hausse des taux, après tant d'années d'accumulation d'actifs postulés liquides, serait colossale, d'où la persistance vraisemblable de la ligne de conduite adoptée, tant que la balance des risques ne change pas. Quel scénario pourrait la modifier ?

■ L'impact possible sur l'Europe d'un retour de l'instabilité financière provoqué par la politique américaine

Le krach obligataire de 1994 fournit un scénario possible des conséquences d'une hausse non anticipée des taux américains. En février 1994, le FOMC avait procédé à une hausse modeste, mais non anticipée, de son taux directeur de 25 points de base (pbs, soit 0,25 %). Les investisseurs financiers qui avaient pris des positions à la baisse sur les taux longs ont été pris à contrepied et ont précipitamment cherché à dénouer leurs positions par des ventes massives qui ont fait bondir les taux longs, se propageant sur tous les marchés étroitement corrélés. Entre janvier et novembre 1994, le taux à 10 ans des obligations fédérales américaines avait bondi de 220 pbs, le taux français des obligations du Trésor de 240 pbs et le taux des Bunds allemands de 190 pbs.

Un scénario de ce type est-il vraisemblable ? La politique monétaire est bien plus consciente de son influence sur les anticipations des marchés qu'elle ne l'était à l'époque. Mais les montants des placements obligataires des investisseurs institutionnels et du *shadow banking* étaient alors beaucoup plus faibles. La répercussion sur les marchés boursiers avait été significative en France, mais presque nulle aux États-Unis. Aujourd'hui les marchés obligataires et boursiers sont surévalués partout. Une hausse des taux obligataires de 200 pbs peut provoquer une perte de 15 % à 20 % sur l'encours du portefeuille obligataire des investisseurs institutionnels. Enfin, la politique budgétaire américaine était dans une longue phase de consolidation sous Clinton. Aujourd'hui, elle est menacée d'une expansion incongrue par rapport à la position de l'économie dans le cycle conjoncturel.

Un choc plus sévère peut-il menacer la zone euro ? L'incomplétude des politiques de stabilisation en zone euro vis-à-vis des chocs asymétriques et l'absence d'un processus unifié de résolution des défaillances bancaires laissent subsister les vulnérabilités constatées lors de la crise de 2010-2013. La répercussion d'une hausse des taux américains sur les taux européens aurait probablement pour conséquence un retour de l'écartement des taux entre pays européens et la détérioration induite des bilans des banques dans les pays où elles sont les plus fragiles. La BCE devrait alors procéder à une politique plus « non conventionnelle » que celle menée jusqu'ici. Quant aux tergiversations sur le rôle du MES (Mécanisme Européen de Stabilité) dans la résolution des défaillances bancaires, elles devraient cesser pour s'accorder sur un mécanisme de résolution intégré.

Le style de politique poursuivie par Trump a sensiblement accru l'incertitude dans les relations internationales. À l'intérieur des États-Unis, les divergences dans la majorité républicaine ont été surmontées pour parvenir à l'approbation de la loi fiscale. La Fed se retrouve ainsi dans une position délicate sur la conduite à tenir. Ce sont des facteurs d'incertitude qui pourraient balayer le calme insolite qui règne sur les marchés financiers.

Michel Aglietta & Virginie Coudert*
michel.aglietta@cepil.fr

* Michel Aglietta est conseiller au CEPIL et à France Stratégie, professeur émérite de sciences économiques à l'Université de Paris-X Nanterre et ancien membre du Haut Conseil des Finances Publiques. Virginie Coudert est conseiller scientifique à la Banque de France, chercheur associé au CEPIL et professeur associé à l'Université de Paris-X Nanterre.

La Lettre du

CEPIL

© CEPIL, PARIS, 2018

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07
Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Jézabel Couppey-Soubeyran
& Sophie Piton

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPIL
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPIL>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Janvier 2018
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPIL.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

