

## 1. Synthèse du scénario : la routine de l'incertitude

---

Malgré l'accumulation de menaces sur l'économie internationale depuis deux ans, la croissance mondiale a résisté en 2016, ralentissant à 2,9 %, après des rythmes un peu supérieurs à 3 % entre 2012 et 2015 (tableau 1). Cet épisode s'apparente davantage à un « trou d'air » qu'à un retournement du cycle mondial. La baisse de la croissance dans les pays industriels (de 2,1 % en 2015 à 1,6 % en 2016) a été contrebalancée par la légère accélération dans les pays en développement (de 3,7 à 3,9 %) grâce à l'atténuation de la récession en Russie et à l'accélération de la croissance en Afrique et au Moyen-Orient. Dans les autres zones, la récession est restée confinée à quelques grandes économies d'Amérique latine, l'Argentine et le Brésil, et si le changement de régime de croissance de l'économie chinoise se confirme, il se traduira par un ralentissement modéré de l'activité. L'Asie hors Chine ainsi que les pays d'Europe de l'Est ont continué à croître à un rythme soutenu.

Dans les pays industrialisés, la croissance aux États-Unis a perdu un point entre 2015 et 2016, tandis qu'elle a mieux résisté en zone euro, passant de 1,9 % en 2015 à 1,7 % en 2016. Quant au Royaume-Uni, les effets négatifs attendus du Brexit restent peu visibles 9 mois après le référendum. Le ralentissement observé entre 2015 et 2016, de 2,2 % à 1,8 %, s'apparente plutôt à une trajectoire heurtée de l'activité au premier trimestre 2016, la croissance ayant retrouvé des rythmes de l'ordre de 0,6 % sur les trois derniers trimestres.

En termes de PIB par tête, les hésitations de la croissance entre le second semestre 2015 et le premier semestre 2016 ont été effacées par le net rebond du second semestre 2016 aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 1). L'économie de la zone euro apparaît par contre toujours en retrait par rapport aux économies anglo-saxonnes, même si un mouvement de timide reprise s'est dessiné depuis le début de 2013 après avoir subi deux récessions en près de dix ans. Il reste que la zone euro n'a pas rattrapé le niveau de PIB

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale annuelle (avec les révisions)

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume				Révision 2017 (écart avec la prévision d'octobre2016)	Révision 2018 (écart avec la prévision d'octobre2016)
		2015	2016	2017	2018		
DEU	3,7	1,5	1,8	1,5	1,3	0,0	0,2
FRA	2,6	1,2	1,1	1,4	1,4	0,0	-0,1
ITA	2,3	0,7	1,0	0,8	0,4	0,1	-0,1
ESP	1,6	3,2	3,2	2,0	1,8	-0,1	-0,1
NLD	0,8	2,0	2,1	2,1	2,0	0,4	0,4
BEL	0,5	1,5	1,2	1,5	1,2	0,1	0,1
FIN	0,4	0,3	1,6	1,2	1,6	0,0	-0,2
AUT	0,3	0,8	1,5	1,7	1,5	0,3	0,0
PRT	0,3	1,6	1,3	1,7	1,4	0,6	0,0
GRC	0,2	-0,3	-0,1	0,2	1,8	-0,5	0,6
IRL	0,2	26,3 <sup>2</sup>	4,3	3,8	3,0	0,9	0,6
EUZ	13,4	1,8	1,7	1,6	1,4	0,1	0,1
GBR	2,4	2,2	1,8	1,7	1,1	0,7	-0,3
SWE	0,4	4,1	3,3	2,5	2,2	-0,1	0,0
DNK	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	0,1	0,0
Nouveaux pays membres <sup>3</sup>	2,1	4,1	3,3	3,2	3,0	0,1	0,0
Union européenne à 28	18,6	1,9	1,9	1,7	1,5	0,1	0,0
CHE	0,4	0,8	1,3	1,5	1,7	0,2	0,2
NOR	0,3	1,0	0,8	1,6	1,9	0,4	0,1
Europe	19,4	2,2	1,9	1,8	1,6	0,1	0,0
USA	17,2	2,6	1,6	1,8	2,3	0,2	0,5
JPN	4,8	1,2	1,0	1,4	1,1	0,7	0,2
CAN	1,6	0,9	1,4	1,8	2,0	0,2	0,3
Pays Avancés	44,5	2,1	1,6	1,7	1,8	0,2	0,2
Pays candidats à l'UE <sup>4</sup>	1,6	3,5	3,2	3,0	3,0	-0,4	-0,4
RUS	3,6	-3,7	-0,6	1,1	1,2	0,0	0,1
Autres CEI <sup>5</sup>	0,8	-0,5	1,1	2,5	3,3	0,2	1,0
CHN	14,9	6,9	6,7	6,6	6,5	0,5	0,4
Autres pays d'Asie	16,6	5,3	5,4	5,1	5,5	-0,3	0,1
Amérique latine	8,8	0,0	-0,6	0,9	2,1	-0,6	-0,4
Afrique subsaharienne	2,3	3,4	1,6	2,8	3,7	-0,1	0,8
M-O et Afrique du nord	6,8	2,3	3,8	3,1	3,5	-0,3	0,1
Pays en développement	55,5	3,7	3,9	4,1	4,5	-0,1	0,1
Monde	100	3,0	2,9	3,0	3,3	0,0	0,2

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

2. À la suite d'une révision en hausse des actifs financiers intégrés dans les comptes nationaux, la croissance du PIB irlandais de 2015 a été révisée, en juillet 2016, de +7,8 à +26,3 %. Pour plus de détails, voir [http://www.cso.ie/en/media/csoie/newsevents/documents/pr\\_GDPexplanatorynote.pdf](http://www.cso.ie/en/media/csoie/newsevents/documents/pr_GDPexplanatorynote.pdf)

3. Pologne, République tchèque, Hongrie, Bulgarie, Roumanie et Croatie.

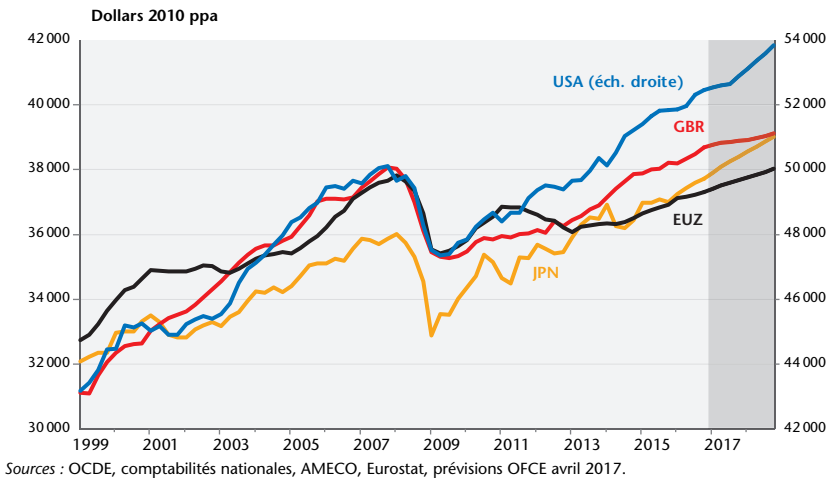
4. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.

5. Communauté des États indépendants.

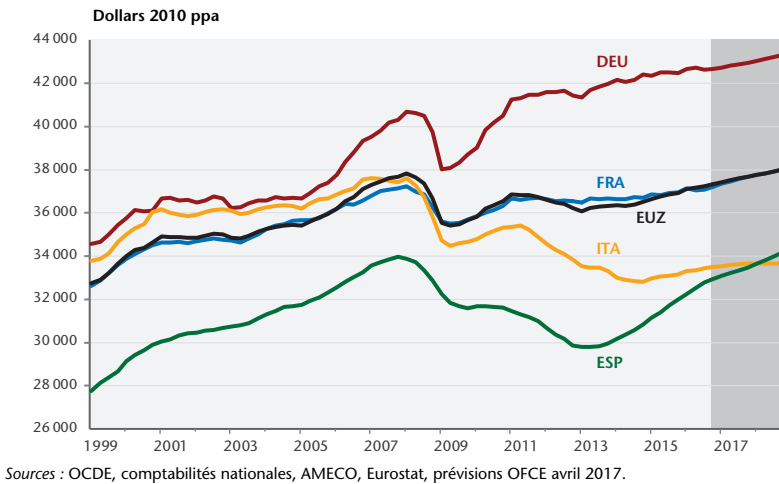
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE avril 2017.

par habitant d'avant-crise, demeurant 1,4 point sous ce seuil, alors que les autres pays développés l'ont rejoint puis dépassé, le Japon début 2013, les États-Unis fin 2013 et le Royaume-Uni début 2015. Au sein de la zone euro, les écarts restent importants entre l'Allemagne qui est sortie plus rapidement de la crise, et l'Espagne et l'Italie où le PIB par habitant a continué de baisser jusqu'en 2013 et 2014 (graphique 2). Bien que plus tardif, le mouvement de reprise qui s'est enclenché en Espagne conduit à un rattrapage rapide, notamment vis-à-vis de l'Italie. Le PIB par habitant espagnol dépasserait celui de l'Italie en fin d'année 2018.

**Graphique 1. PIB par habitant dans les grands pays industrialisés**



**Graphique 2. PIB par habitant dans les grands pays de la zone euro**

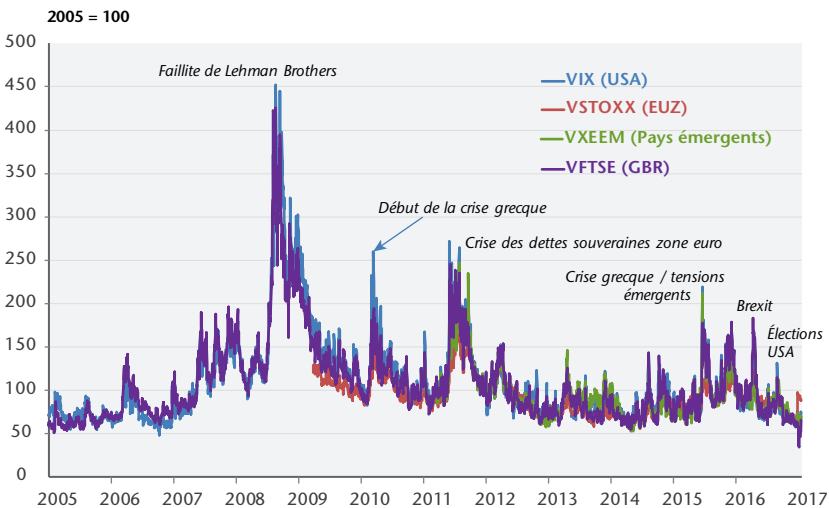


## La croissance résiste

Malgré ce léger ralentissement, la situation conjoncturelle apparaît moins morose qu'on ne pouvait le craindre il y a 18 mois, les facteurs négatifs s'étant avérés moins virulents qu'attendu. La mutation de l'économie chinoise vers un modèle de croissance reposant sur la demande intérieure n'a pas provoqué d'atterrissage brutal de l'économie chinoise mais un ralentissement contrôlé par la mise en œuvre de politiques publiques de soutien à la croissance. Si la question de la soutenabilité de la dette grecque n'est toujours pas définitivement réglée, la crise qui a éclaté au cours de l'été 2015 ne s'est pas traduite par la dislocation de l'union monétaire. Il reste que cet épisode a rappelé les fragilités de la construction européenne, confirmées quelques mois plus tard par le vote des Britanniques en faveur du Brexit et ajoutant une source d'incertitude supplémentaire.

Si les modalités du Brexit devront être établies dans les deux années qui suivent le déclenchement de l'article 50 du Traité effectif à compter du 29 mars 2017, l'incertitude relative à l'événement, mesurée par la volatilité des marchés financiers, est plus faible que celle observée lors de la faillite de Lehman Brothers en 2008-2009 (graphique 3). L'incertitude était également plus forte en fin d'année 2011 lorsque les banques européennes étaient prises

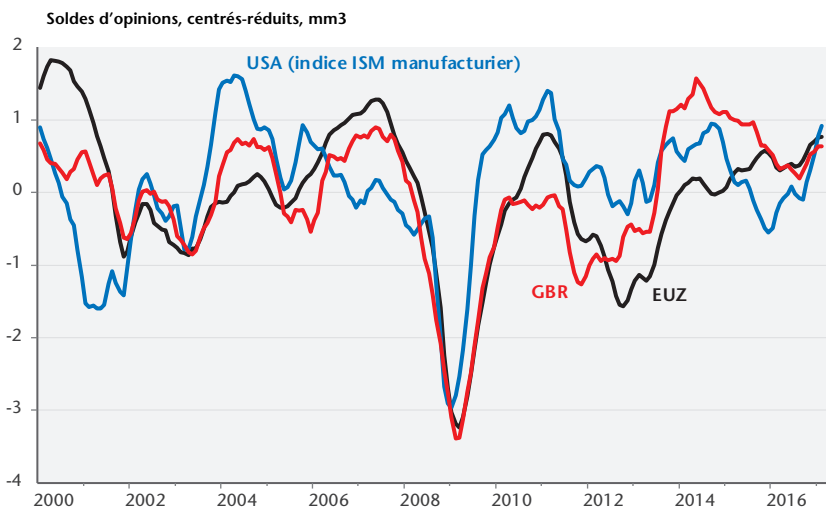
Graphique 3. Incertitude mesurée par la volatilité des marchés financiers



Source : Thomson Reuters.

dans la tourmente de la crise des dettes souveraines. Les risques latents liés à l'environnement international ne doivent donc pas conduire à une vision exagérément négative de la situation des grandes économies au tournant de 2016 et de 2017. D'ailleurs, les indicateurs d'opinion économique, synthétisant les réponses des agents privés aux enquêtes de conjoncture, se situent largement au-dessus de leur moyenne de longue période, dénotant en cela une trajectoire de croissance de court terme plus rapide que la croissance potentielle, et se redressent encore plus depuis quelques mois, laissant penser à une accélération de l'activité au premier semestre 2017 (graphique 4).

Graphique 4. Indicateurs de sentiment économique



L'économie mondiale se trouve finalement dans une situation habituelle dans laquelle les sources de chocs et d'incertitude sont multiples, tantôt favorables, tantôt défavorables. Ces différents chocs affectent obligatoirement la trajectoire de reprise et de croissance des économies mais sans remettre en cause le schéma de croissance mondiale. Nous faisons l'hypothèse qu'à l'horizon de la prévision, cette routine de l'incertitude persistera. Habités à un long terme flou, les agents économiques ne peuvent pas constamment se replier sur eux-mêmes et réduire drastiquement leur consommation ou leurs investissements.

## Les vents favorables faiblissent

Dans ces conditions, la trajectoire de la croissance pour l'année s'explique par un ensemble de facteurs qui ont été globalement favorables. Ainsi, la politique monétaire a continué à soutenir l'activité et le frein lié à des politiques budgétaires restrictives s'est globalement desserré. Les ménages des pays consommateurs de pétrole ont bénéficié de gains de pouvoir d'achat par l'intermédiaire de la baisse du prix du pétrole. Du côté des taux de change, l'appréciation du dollar (en termes effectifs) à partir de 2014 a contribué au ralentissement de la croissance outre-Atlantique en 2016, mais elle a aussi permis d'apporter un soutien supplémentaire dans la zone euro, où la reprise avait tardé à se matérialiser. Quant au ralentissement de la croissance chinoise, il s'est traduit par une baisse de la demande adressée réduisant en premier la croissance des pays asiatiques plus exposés à la Chine, notamment Taïwan, Singapour et la Corée. Du côté des pays industrialisés, l'impact fut plus modéré, de l'ordre de 0,1 -0,2 point de croissance en 2015 et 2016.

Certains facteurs favorables se sont toutefois récemment inversés avec la remontée du prix du pétrole ou neutralisés avec l'arrêt de la dépréciation de l'euro. Quant au commerce mondial, le ralentissement observé depuis 2012 devrait se poursuivre. Le vote pour le Brexit, même si ses effets sur l'économie réelle ne sont pas encore visibles, ajoute une hypothèque institutionnelle pour le Royaume-Uni et ses partenaires européens.

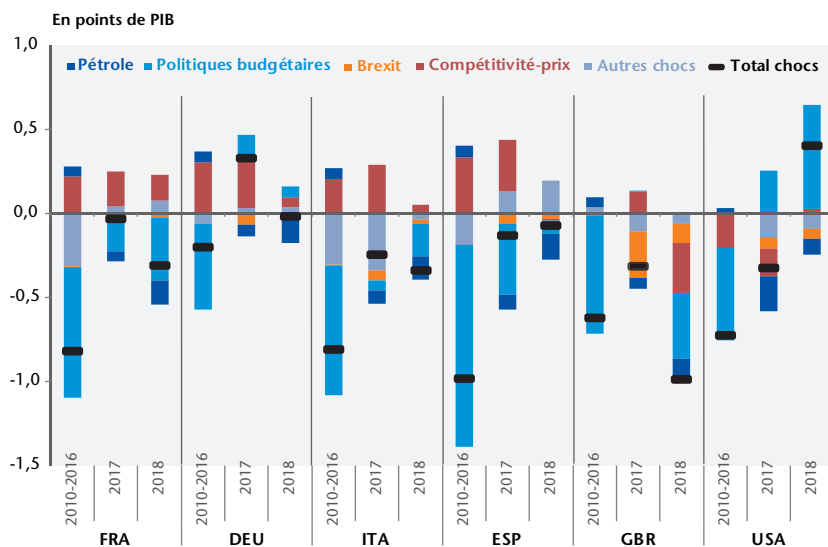
La remontée du prix du pétrole depuis l'été 2016 devrait inverser le rôle d'un des facteurs de la croissance de 2015/2016. En effet, l'évolution du prix du pétrole devrait être marquée par l'accord de baisse de production décidé par les pays de l'OPEP (et dans une moindre mesure par l'accord entre pays non-OPEP), qui semble fixer un plancher à 50 dollars pour le baril au premier semestre 2017. Cela étant, on s'attend à ce que l'OPEP augmente sa cible de production au deuxième semestre. De plus, les États-Unis devraient également produire davantage en 2017. L'offre progresserait moins rapidement que la demande, ce qui se traduirait par une baisse des stocks et un prix en hausse. Ainsi, pour l'année 2017, nous anticipons une hausse modérée et progressive du cours du baril de Brent qui se stabiliserait à 60 dollars à partir du troi-

sième trimestre 2017. En 2018, l'offre devrait progresser à un rythme sensiblement comparable à celui de la demande, ce qui maintiendrait le cours du baril autour des 60 dollars.

Avec une hausse en moyenne annuelle entre 2016 et 2017 de 32,5 % en dollars et de près de 40 % en euros, les évolutions du prix du brut imprimeront un effet négatif sur la croissance du PIB dans tous les pays développés compris entre -0,1 et -0,2 point (graphique 5). Dans le même temps, cette remontée du pétrole entraîne un rebond de l'inflation qui rognera certes le pouvoir d'achat des ménages mais réduira au moins temporairement le risque déflationniste (voir partie 2 « [Le petit retour de l'inflation](#) »).

Par ailleurs, ce retour de l'inflation justifierait le processus de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis mais placerait la BCE et surtout la Banque d'Angleterre face à un dilemme sur l'orientation future de la politique monétaire (voir partie 3 « [Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ?](#) »). L'accélération de l'inflation, qui dépasserait la cible de 2 %, et de la croissance américaine conduira la Réserve fédérale à poursuivre son cycle de hausses de taux en 2017 et 2018. Il n'en demeure pas moins qu'avec un taux directeur qui atteindrait 2,5 % en fin d'année 2018, l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis serait toujours expansionniste. Du côté de la BCE, la hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation serait temporaire et, dès 2018, l'inflation reculerait à 1,4 % – après 1,9 % en 2016 – ce qui justifie une politique monétaire expansionniste en zone euro, d'autant que du côté de l'inflation sous-jacente, aucune tension n'apparaît aujourd'hui. Le dilemme serait plus important du côté de la Banque d'Angleterre puisque la hausse de l'inflation serait bien plus franche et durable, stimulée par l'effet pétrole et la dépréciation de la livre. Pour autant, dans un contexte de ralentissement anticipé de l'activité et d'incertitudes sur l'issue des négociations concernant le Brexit, la banque centrale privilégiera la prudence en maintenant des taux très bas jusqu'en fin d'année 2018. Le taux de change de l'euro contre le dollar se stabiliserait à 1,05 dollar, soit son niveau le plus bas depuis la fin de l'année 2002. Les évolutions des taux de change en moyenne annuelle pour 2017 resteraient donc favorables à la compétitivité-prix en zone euro mais aussi au Royaume-Uni qui se déprécierait à la fois vis-à-vis du dollar (10 % entre 2016 et 2018) et de l'euro (5 % entre 2016 et 2018).

Graphique 5. Freins et leviers de la croissance dans les principaux pays



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE avril 2017.

À l'exception de l'Allemagne, qui utilisera ses marges de manœuvre budgétaires, les politiques fiscales exerceront encore un effet négatif sur la croissance en France, en Italie et en Espagne, mais bien moins intensément que sur la période 2010-2016 (voir partie 4 « Divergence des politiques budgétaires dans les grandes économies avancées à la suite de l'élection de Trump »). Au Royaume-Uni, la politique budgétaire aura un effet neutre sur la croissance en 2017 mais sera à nouveau restrictive en 2018. Au contraire, la politique budgétaire, déjà expansionniste aux États-Unis en 2017, le sera davantage en 2018 sous l'effet de la grande réforme fiscale qui pourrait être votée au cours de l'été 2017 et appliquée dès le début de l'année fiscale 2018, c'est-à-dire au 1<sup>er</sup> octobre 2017 et des incitations fiscales nécessaires à la mise en place du plan de relances en infrastructures.

Enfin, après une mauvaise année 2016, où les importations mondiales se sont contractées de 0,5 %, la croissance du commerce mondial devrait se redresser en 2017 et en 2018, respectivement 2,8 % et 2,2 %. Mais ces performances seront loin d'égaliser celles enregistrées entre 1991 et 2007, lorsque les importations mondiales augmentaient de 7 % l'an. Étant donné le rôle croissant joué par la Chine dans l'économie mondiale, le ralentissement de



la croissance chinoise continuera d'affecter le commerce mondial. Après avoir progressé de 6,7 % en 2016, soit la croissance la plus basse enregistrée depuis 1992, la croissance rejoindrait un étiage de 6,5 % en 2018. Les autres économies asiatiques maintiendraient leur régime de croissance, l'Inde afficherait notamment toujours de très bonnes performances avec une croissance supérieure à 7 %. De même que les pays d'Europe de l'Est bénéficieraient toujours de la reprise de la zone euro et d'une demande interne dynamique portée par la consommation des ménages. Enfin, la situation s'améliorerait en Amérique latine avec la fin de la récession en Argentine en 2017 et au Brésil en 2018.

Au total, le cumul des freins et leviers de la croissance restera négatif dans la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne en 2017 et des États-Unis en 2018. Il en résultera un ralentissement de la croissance en zone euro en 2017 et 2018 (1,6 % puis 1,4 %), qui restera principalement tirée par la demande intérieure, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait effectivement nulle en 2017 et 2018. Au Royaume-Uni, l'effet du Brexit se ferait progressivement sentir. Bien que modérée en fin d'année 2016, traduisant avec un certain retard la répercussion sur le marché intérieur de la hausse des prix importés, l'accélération de l'inflation serait plus significative en 2017. Elle s'élèverait à 3,3 % en fin d'année amputant le pouvoir d'achat des ménages et entraînant un fort ralentissement de la consommation. L'investissement productif continuerait de se contracter. La croissance résisterait bien en 2017 (1,7 %) mais ralentirait franchement en 2018 (1,1 %). Le choc serait toutefois atténué par un *policy mix* relativement favorable. La politique monétaire resterait très expansionniste et, bien que neutre en 2017 et négative (-0,4 point de PIB) en 2018, l'impulsion budgétaire serait moins restrictive que dans un scénario sans Brexit. Enfin, la croissance aux États-Unis devrait accélérer à l'horizon de la prévision (1, % en 2017 et 2,3 % en 2018), les États-Unis se distinguant des autres grands pays par la poursuite d'une politique budgétaire expansionniste en 2017 et surtout en 2018. Le commerce extérieur amputera la croissance, en lien avec le niveau élevé du dollar. La consommation pâtira en 2017 de la remontée de l'inflation, avant de ré-accélerer fin 2017 sous l'effet de la baisse de l'impôt sur le revenu qui devrait être votée cet été et entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> octobre 2017. De même, la baisse de l'impôt sur les sociétés à partir

de la fin 2017 et le plan de relance en infrastructures devraient stimuler l'investissement des entreprises. En conséquence, une reprise marquée du taux d'investissement est anticipée en 2018. On suppose néanmoins que les investissements en infrastructures, financés par le secteur privé, mettront du temps à se mettre en place et dépendront des incitations offertes par le gouvernement.

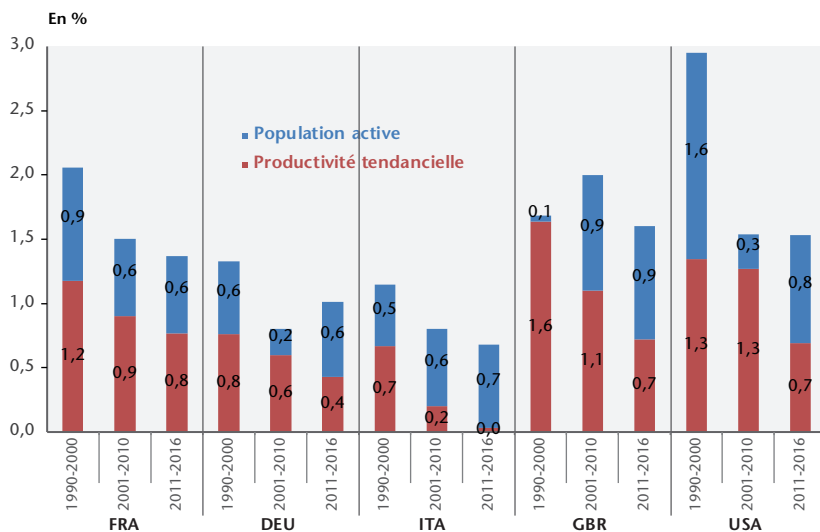
## La reprise manque de vigueur

Même si le processus de reprise se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise au quatrième trimestre 2016. Cette situation, qui tranche singulièrement avec les comportements cycliques passés des économies consistant à ramener le PIB vers son potentiel, conduit à s'interroger sur les causes de la cassure du sentier de croissance survenue depuis presque dix ans et à relancer le débat autour de la « stagnation séculaire ». Un premier élément d'explication invoque l'affaiblissement du PIB potentiel. Il résulterait de l'ampleur de la crise, cette dernière ayant pu affecter le niveau et/ou la croissance de la capacité d'offre des économies sous l'effet des destructions de capacité de production, du ralentissement de la diffusion du progrès technique et de la déqualification des chômeurs. Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990 (voir partie 5 « Quel potentiel de croissance ? »), principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni (graphique 6). Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'*output gap* négatifs.

Un deuxième élément d'explication met l'accent sur l'insuffisance chronique de la demande qui maintiendrait l'écart de production en territoire négatif dans la plupart des pays (graphique 7). Ces difficultés à retrouver une trajectoire de la demande à même de résorber le sous-emploi renvoient aux excès d'endettement des agents privés avant la récession et des agents

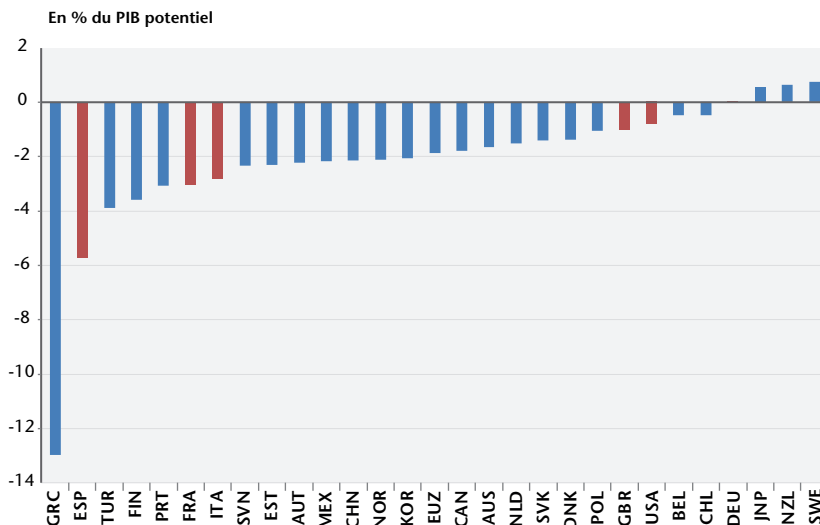
publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour se désendetter et assainir leur situation patrimoniale.

Graphique 6. Taux de croissance des PIB potentiels



Sources : comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 7. Écarts de production en 2016

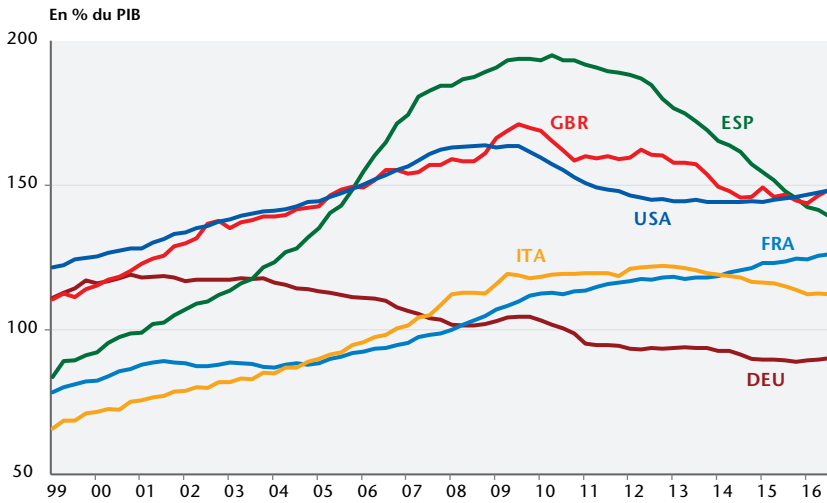


Note : les barres en rouge représentent nos propres évaluations de l'output gap pour les pays considérés.

Sources : OCDE, Perspectives Économiques, novembre 2016, calculs OFCE.

L'évolution de la dette des ménages et des sociétés non financières confirme bien ce processus de désendettement pour la plupart des pays (graphique 8), ce qui a pu contraindre l'évolution des dépenses des agents. C'est en Espagne où la baisse de l'endettement des agents non financiers – ménages et sociétés non financières – a été la plus forte avec une réduction du taux d'endettement de près de 55 points. La réduction des taux d'endettement a été moins forte au Royaume-Uni et aux États-Unis. Pour ce dernier, le désendettement a surtout concerné les ménages ; le taux d'endettement des entreprises s'est en effet stabilisé autour de 45 % du PIB depuis la fin de l'année 2008. Le désendettement a débuté plus tardivement en Italie, à partir de la mi-2011 et ne s'est pas vraiment amorcé en France. Enfin, s'il y a bien eu un processus de désendettement en Allemagne, il n'est pas lié à la crise de 2008 et semble au contraire ininterrompu depuis le début des années 2000.

**Graphique 8. Taux d'endettement des agents non financiers privés**



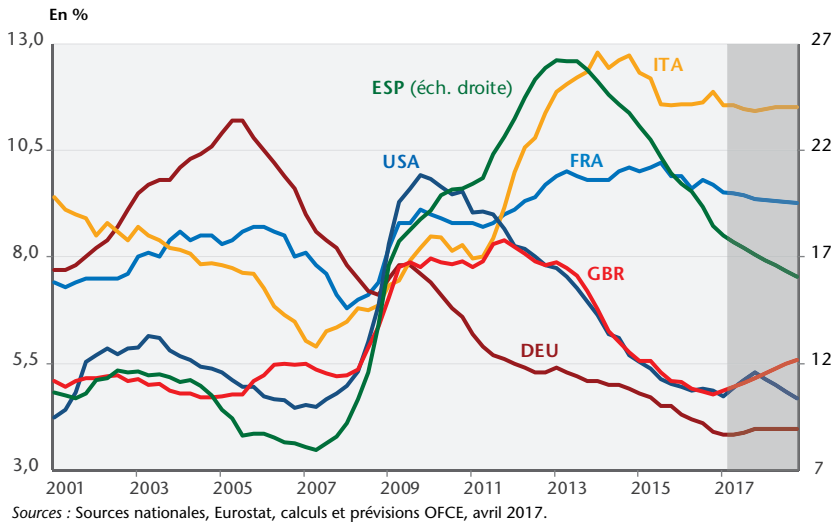
L'impact du désendettement des agents privés a été atténué au moment de la Grande récession de 2008-2009 par des politiques budgétaires expansionnistes. Mais la crainte de l'insoutenabilité des dettes publiques ou l'existence de règles contraignant la politique budgétaire ont conduit les gouvernements à mettre en œuvre des mesures de consolidation budgétaire qui ont amplifié l'insuffi-

sance de la demande. Ces politiques budgétaires restrictives ont largement contribué à la deuxième récession de la zone euro et le regain de la croissance à partir de 2014 coïncide également avec un relâchement de ces contraintes budgétaires.

Pour autant, le processus de désendettement public et privé n'est pas totalement achevé et pourrait s'installer dans la durée, d'où l'idée de « stagnation séculaire », d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des dettes publiques issues de la récession appellent un effort très important de moindres dépenses. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes entraînées par l'ajustement freinent le désendettement en renchérisant le coût des dettes passées et en contrecarrant la baisse des taux d'intérêt réels qui atteignent rapidement leur limite inférieure. Le risque est alors celui d'un renforcement des politiques comptables visant à une réduction encore plus brutale des passifs financiers des agents privés et publics qui aurait pour conséquence une accélération de la spirale déflationniste.

Probablement, la situation des économies développées depuis le début de la crise relève-t-elle d'une combinaison des deux phénomènes, avec d'un côté l'affaïssement du potentiel et de l'autre un redressement insuffisant de la demande qui reste contrainte par l'accumulation de l'épargne nécessaire au désendettement et à la réduction des déficits publics. Il en résulte que la dynamique de croissance reste lente au regard des trajectoires de reprises passées et que les processus de résorption des output gap sont donc lents et ne seront pas achevés dans de nombreux pays à l'horizon 2018. Cette situation se traduit par des taux de chômage qui demeurent élevés (France, Italie et Espagne) et qui baissent lentement (graphique 9). Si la situation en termes de chômage est plus favorable en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le sous-emploi reste néanmoins significatif ([voir partie 6 « Emploi : retour sur les ajustements depuis la crise »](#)).

Graphique 9. Taux de chômage dans les principaux pays industrialisés



## Risques

Le processus de désendettement a été facilité par le niveau des taux d'intérêt qui se maintiennent à des plus bas historiques. Dans ces conditions, une évolution moins favorable des taux d'intérêt de long terme comme celle qui s'est enclenchée à la fin de l'été 2016 pourrait durcir ce processus de désendettement et alimenter de nouvelles craintes sur la soutenabilité des finances publiques. Ce risque ne doit cependant pas être exagéré dans la mesure où, en tenant compte de la maturité actuelle des dettes publiques et des besoins de financement de l'Allemagne, la France, l'Italie ou l'Espagne, une hausse d'un point de l'ensemble des taux d'intérêt se traduirait par une charge supplémentaire allant de 0,1 à 0,3 point de PIB à l'horizon de 2018 (voir partie 7 « Quel impact d'une hausse des taux sur la dette ? »). Le risque serait donc principalement de revoir à la hausse les efforts de consolidation pour satisfaire les exigences des règles budgétaires en vigueur dans la zone euro et de peser encore davantage sur la croissance.

Par ailleurs, les déclarations de Donald Trump lors du dernier sommet du G20 les 17 et 18 mars 2017 pourraient marquer le retour d'une forme de mercantilisme. Le nouveau président américain a en effet dénoncé les excédents courants de la Chine et de

l'Allemagne. De fait, les États-Unis enregistrent des déficits commerciaux bilatéraux importants vis-à-vis de ces deux pays (voir [partie 8 « Déséquilibres courants : vers de nouvelles pressions américaines ? »](#)), ce qui pourrait pousser la nouvelle administration américaine à faire baisser le dollar. Ce risque d'appréciation supplémentaire de l'euro est écarté dans notre scénario principal, notamment parce que la politique monétaire de la BCE sera bien plus expansionniste que celle des États-Unis jusqu'en fin d'année 2018. Mais dès lors que le soutien monétaire prendra fin dans la zone euro, un ajustement des taux de change permettant un rééquilibrage des déséquilibres courants pourrait être un frein à la croissance déjà poussive de la zone euro.