

2. Un sentier de reprise de faible ampleur

Si les symptômes d'une reprise économique sont visibles dans les grandes zones développées, y compris aujourd'hui en zone euro, la faiblesse des rythmes de croissance associés à cette période de sortie de crise peut surprendre et devenir inquiétante si le rattrapage conjoncturel devait toucher à sa fin.

Cette interruption apparente du sentier de croissance sur un horizon qui n'est plus de court terme a fait surgir des questions de fond sur la disparition possible du potentiel de croissance des économies développées. Le débat peut s'inscrire dans les considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier de l'économie américaine sur laquelle il s'est focalisé. Les tenants de l'entrée dans une phase de « stagnation séculaire », par la voix de Larry Summers, voient dans l'incapacité des économies à renouer avec un niveau d'activité conforme à la trajectoire d'avant la récession l'effet d'un mécanisme de déflation par les bilans, conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour dégager des marges de désendettement et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des déficits publics abyssaux issus de la récession appellent un effort symétrique. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes exercées par l'ajustement freinent le désendettement en s'opposant à la dévalorisation spontanée des dettes en termes réels et à la flexibilité des taux d'intérêt réels.

En plus de ces questionnements sur la trajectoire de la dépense, l'affaissement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008/09 sur l'offre potentielle des économies développées. Certaines études tentent d'éclairer les liens entre crises financières et pertes de potentiel pour conclure à des pertes définitives de production plutôt qu'à une inflexion de la croissance

après la crise²³. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits. Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Gordon (2012) voit dans l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'informatique sur la croissance de la productivité depuis quelques années la fin du sentier de croissance tel que les économies l'ont connu avant 2008. Sans exclure que de telles considérations puissent effectivement en rendre compte, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

Une faiblesse de la croissance potentielle...

L'évaluation de cet impact anime les débats avec deux visions, l'une accréditant l'idée qu'une partie des pertes de production héritées de la récession sont irrécupérables, ce qui se traduirait par une marche d'escalier du potentiel vers le bas, l'autre que seul le taux de croissance du potentiel a été touché, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier d'expansion de moyen terme de l'économie. Ces deux visions ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

Il ne fait guère de doute qu'après des années de quasi-stabilité de l'activité accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif et d'une hausse du taux chômage, certains déterminants de la croissance potentielle, en dehors de la démographie qui n'a pas été impactée par la crise, se soient affaiblis. Le PIB potentiel dépend en effet de la quantité de facteurs de production disponibles, le travail et le capital, ainsi que de leur productivité. Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi très probablement la diffusion du progrès technique qui modèle la trajectoire de la productivité. Et les effets d'hystérèse sur le marché du travail excluraient de l'emploi potentiel un nombre croissant de chômeurs de longue durée, ce qui élèverait le taux de chômage structurel et réduirait le volant de main-d'œuvre disponible sans accélération des salaires. De plus, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un

23. Voir Furcieri & Zdzienicka (2011), Furcieri & Mourougane (2012) et Reinhart & Rogoff (2009).

choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

... lié à un ralentissement généralisé des gains de productivité...

Si la tendance de long terme est au ralentissement des gains de productivité, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays. Sans remonter aussi loin que les analyses de Gordon illustrant la « grande vague²⁴ » correspondant à la seconde révolution industrielle du début du XX^e siècle aux États-Unis (Gordon, 1999) suivie du rattrapage des niveaux de productivité américains par les économies européennes au milieu des années 1950 (Gordon, 2004), de nombreuses études ont analysé l'arrêt de ce rattrapage dans les années 1990²⁵. Comme l'illustre le graphique 14, à partir de cette date, les taux de croissance de la productivité du travail, par tête comme horaire, ont continué à accélérer aux États-Unis²⁶ tandis qu'ils décéléraient régulièrement dans les autres grands pays développés, notamment européens. Notons également qu'aux environs de 1995 il semblerait que ce rattrapage²⁷ était loin d'être achevé dans certains pays comme le Royaume-Uni, notamment, et à un degré moindre l'Espagne, atténuant la rupture négative sur le taux de croissance de leur productivité au cours de cette décennie.

Depuis le début de la crise, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé les premières années de la crise sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains pays

24. Pour Gordon, « The one big wave » est associée à l'utilisation croissante par les secteurs manufacturiers et du transport américains des « inventions majeures » de la fin du XIX^e siècle (électricité ; moteur électrique et moteur à combustion interne mais aussi au développement de la chimie et des antibiotiques). Par ailleurs, toujours selon Gordon, au cours de cette période qui est aussi celle du New Deal, les syndicats, dont le pouvoir a été renforcé, ont obtenu une réduction de la durée du travail et une hausse des salaires : la première a engendré une augmentation de la productivité horaire tandis que la seconde, en accroissant le coût du travail, a incité les entreprises à substituer du capital au travail, stimulant la productivité par tête.

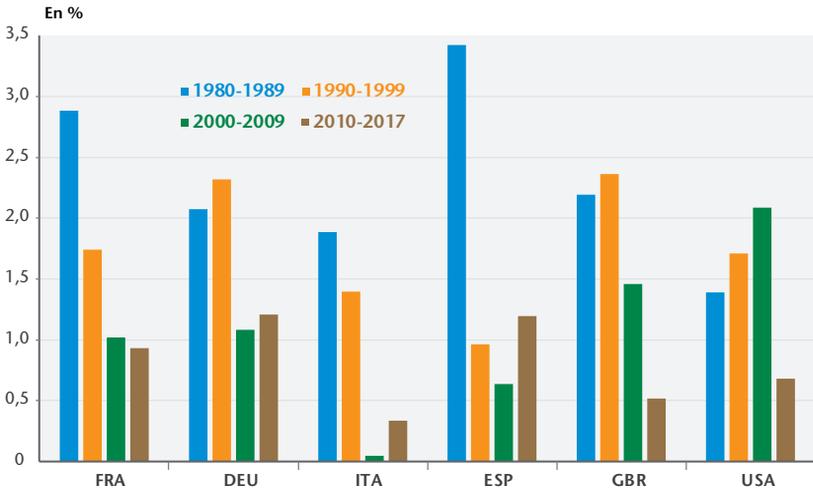
25. Voir par exemple Basu, Fernald & Shapiro (2001), Bergeaud, Cette & Lecat (2016), Crafts & O'Rourke (2013) et Lecat (2004).

26. Le découpage par décennie masque en fait une période exceptionnelle (troisième révolution industrielle) allant de 1996 à 2004, période durant laquelle la productivité s'est fortement accrue aux États-Unis avec la diffusion des nouvelles technologies d'information et de communication.

27. Précisons ici que cette analyse de faits stylisés suppose une grande confiance dans la mesure du PIB et dans sa standardisation qui fait l'objet d'un grand nombre de travaux dont Guvenen *et al.* (2017).

(France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi (Cochard *et al.*, 2010).

Graphique 14. Taux de croissance de la productivité horaire des salariés



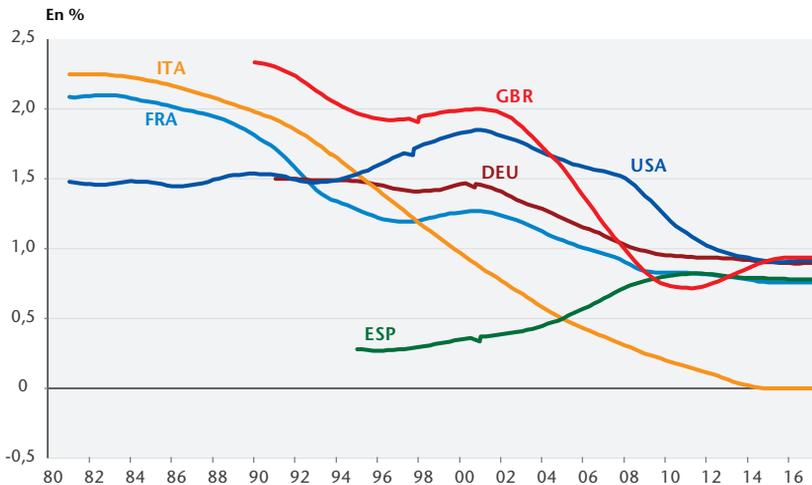
Source : OCDE.

Enfin, depuis 2010, le taux de croissance de la productivité du travail semble quelque peu s'homogénéiser entre les différents grands pays (à l'exception de l'Italie toutefois). Le taux de croissance de la productivité du travail se situerait aujourd'hui aux alentours de 1%, rythme bien inférieur à celui observé lors des décennies passées. Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément de l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi²⁸ suggèrent également une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle. Selon nos estimations, le taux de croissance de la productivité tendancielle présente pour quatre pays (France, Allemagne, Italie, États-Unis et Royaume-Uni) une lente baisse depuis les années 1990 (graphique 15). La tendance de productivité, estimée à 1,5% aux États-Unis dans les années 1980, augmente au

28. Pour plus de détails, voir Ducoudré et Heyer (2017).

cours des années 1990 avec la vague de nouvelles technologies, puis diminue progressivement pour atteindre 0,9% en fin de période. Pour la France, l'Italie et l'Allemagne le rattrapage s'interrompt au cours des années 1990 (au cours des années 2000 pour l'Espagne) bien que le ralentissement des gains de productivité tendanciels s'interrompt brièvement entre le milieu des années 1990 et le début des années 2000. Excepté l'Italie, dont les gains tendanciels de productivité estimés sont nuls en fin de période, les taux de croissance tendanciels convergent vers un intervalle compris entre 0,8% et 1% de gains annuels de productivité tendancielle.

Graphique 15. Gains tendanciels de productivité horaire



Note : gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel.

Source : calculs OFCE.

... et de celui de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également de son côté un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés (graphique 16) et tout particulièrement en Espagne²⁹. Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la

29. La forte progression de la population active espagnole dans la première partie des années 2000 s'explique par une évolution positive du solde migratoire.

population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

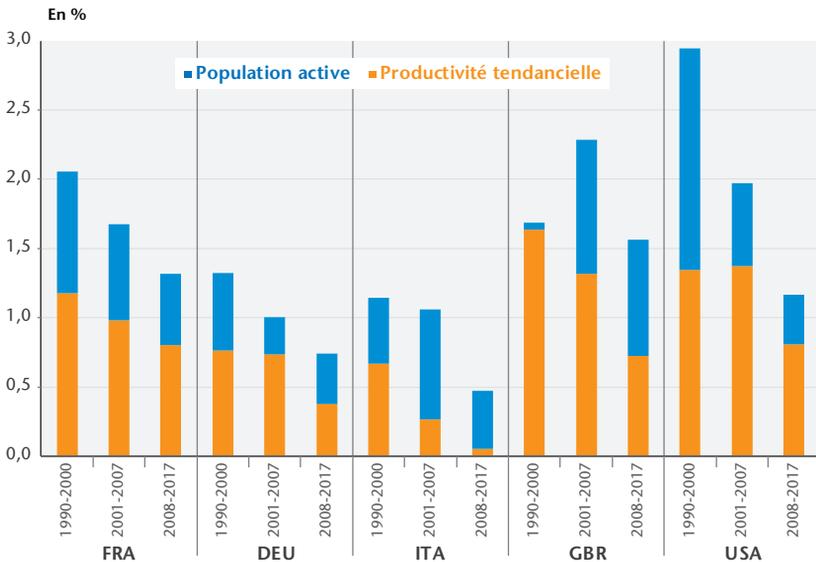
En contrepoint, les réformes des systèmes de retraite allongeant la durée des carrières et le report de l'âge minimum de départ en retraite ont contribué à soutenir le taux d'activité et à contrebalancer le ralentissement de la croissance de la population active. Pour la France, la croissance de la population active a d'ailleurs été plus dynamique que les projections de population active pour 2011-2015, de l'ordre de 0,2 à 0,3 point en moyenne chaque année. En Allemagne, la population active augmente de 0,4 % entre 2007 et 2017, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2017 (+0,6 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2016, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2017), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est³⁰.

Sommes-nous en fin de cycle ?

Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990, 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. 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'un écart de production (*l'output gap*) négatif.

30. Pour plus de détails, voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie dans OFCE (2017).

Graphique 16. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



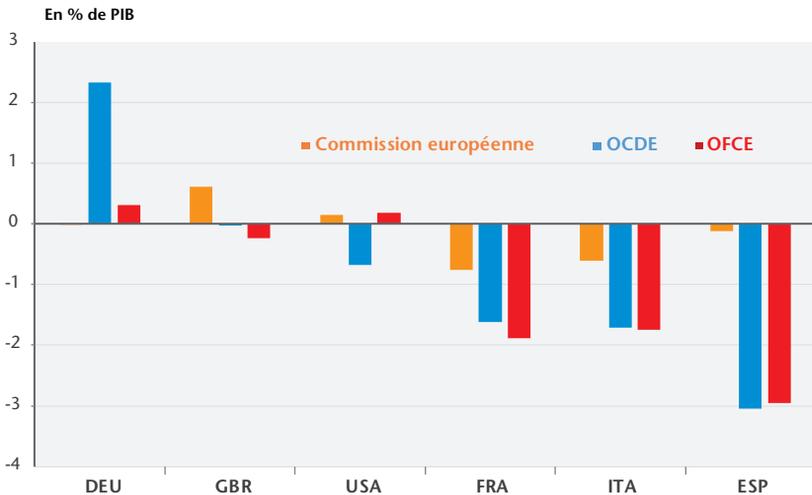
Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.
Source : calculs OFCE.

L'estimation des *output gap* est plus problématique encore dans la mesure où à l'incertitude sur la croissance potentielle mentionnée précédemment se rajoute celle associée à l'incidence de la grande récession sur le niveau de production potentielle et sur une éventuelle baisse définitive de celle-ci. Dans les faits, les économistes semblent s'accorder sur le fait que la crise économique traversée par les pays développés depuis 2007 a pu impacter à la fois le niveau et le taux de croissance de la production potentielle. Le chômage de masse et la dégradation durable de certaines capacités industrielles auraient en partie détruit l'appareil productif qui garderait ainsi à moyen terme les stigmates de la crise au travers des capacités de croissance réduites.

Si un consensus existe autour du fait que la crise économique ait pu avoir un impact à la fois sur le niveau et sur le taux de croissance de la production potentielle, le consensus autour de l'existence d'un potentiel de rebond des économies développées en 2017 est plus flou. En 2017, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise. Seuls certains semblent avoir déjà comblé ce retard de croissance. Ainsi, deux catégories de pays

semblent émerger : la première – constituée notamment de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle ; la seconde – dans laquelle figure la France, l'Italie et l'Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjonctures économiques, entre 1 et 2 points de PIB pour la France et l'Italie et 0 (OCDE) et 3 points de PIB (Eurostat et OFCE) pour l'Espagne (graphique 17).

Graphique 17. Output gap en 2017 selon différents instituts



Sources : Commission européenne, OCDE, OFCE.

La présence de pays développés dans les deux catégories devrait en toute logique se traduire par l'apparition de tensions inflationnistes dans les pays figurant dans la première, et par un écart d'inflation avec ceux de la seconde. Or, ces deux phénomènes ne sont pas apparents en 2017 : comme l'illustre le graphique 18, le lien entre le niveau de l'*output gap* et le taux d'inflation sous-jacent est loin d'être clair, jetant un doute sur l'interprétation que l'on doit avoir du niveau de l'*output gap* : aux incertitudes mentionnées précédemment se rajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2007 par exemple.

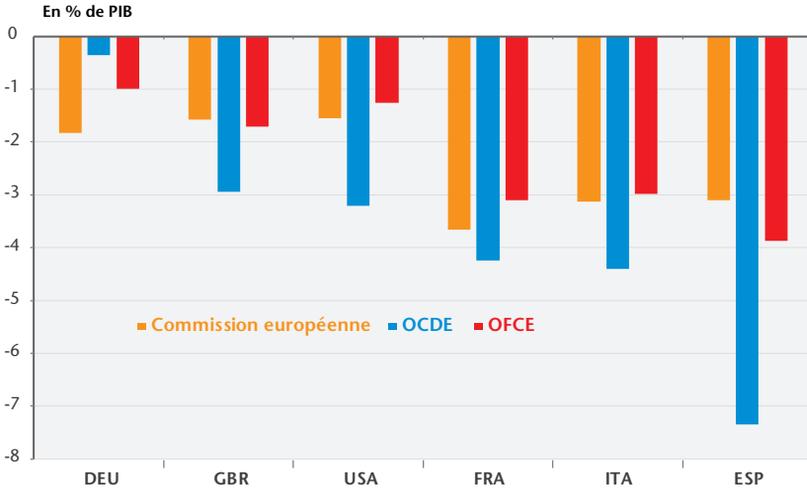
Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de la variation de cet *output gap* depuis 2007. Une telle analyse aboutit à un consensus plus net entre les différents instituts et à la disparition de la première catégorie de pays, ceux n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur

Graphique 18. Niveau de l'*output gap* et taux d'inflation sous-jacent en 2017

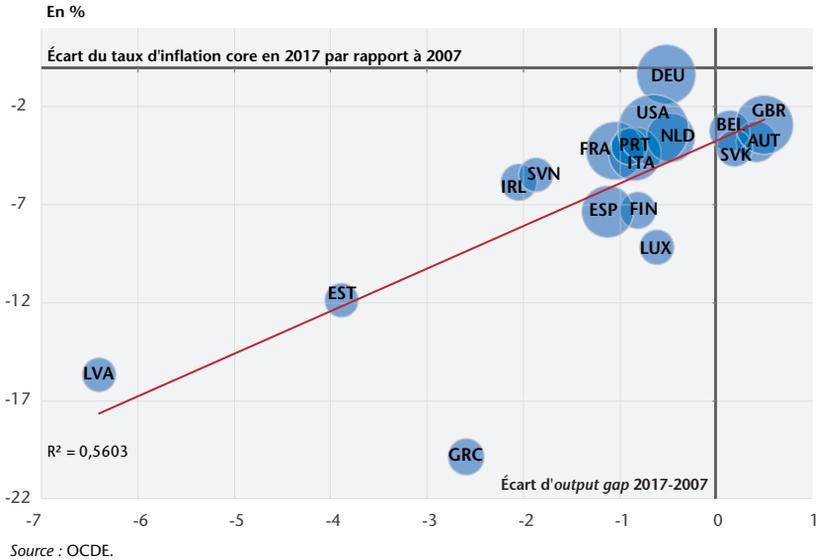
seule croissance potentielle. En effet, selon eux, aucun des grands pays développés n'aurait retrouvé en 2017 son niveau d'*output gap* de 2007, y compris l'Allemagne. Cet écart se situerait autour de 1 point de PIB pour l'Allemagne, de 2 points de PIB pour le Royaume-Uni et les États-Unis, au-delà de 3 points de PIB pour la France et l'Italie et autour de 5 points de PIB pour l'Espagne (graphique 19).

Cette analyse est davantage en ligne avec le diagnostic de reprise d'inflation basée sur le concept du sous-jacent : les économies des pays développés n'ayant pas retrouvé en 2017 leur niveau cyclique de 2007 expliquent des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (graphique 20). Ce constat est corroboré par une analyse basée sur d'autres critères que l'*output gap*, notamment la variation du taux de chômage et du taux d'emploi depuis le début de la crise ou taux de croissance de la durée du travail durant cette même période. Le graphique 21 illustre ces différents critères. Sur la base de ces derniers, le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique des différentes économies est celui de l'existence de marges de rebond relativement élevées en Espagne, en Italie et en France. Ce potentiel de rebond est faible en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni : seule l'augmentation du temps de travail pour le premier et du taux d'emploi pour les deux suivants pourrait le permettre.

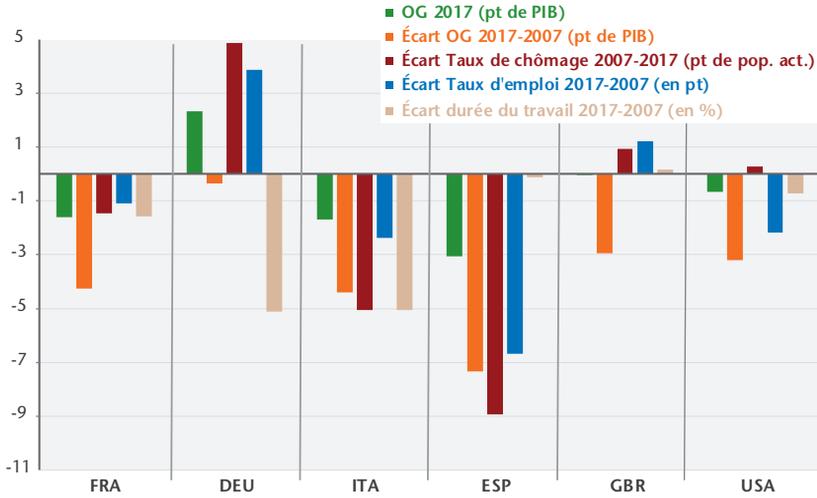
Graphique 19. Écart de l'output gap en 2017 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Graphique 20. Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2017 et 2007



Graphique 21. Quelques mesures de l'écart de production en 2017



Sources : OCDE, *Perspectives Économiques*, n° 101, septembre 2017, calculs OFCE.