Effets de bilan d'un éclatement de l'euro

par Cédric Durand (Université Paris 13) et Sébastien Villemot

Lorsqu'il a été introduit au tournant du millénaire, l'euro était largement perçu comme une réalisation majeure pour l'Europe. Les succès économiques apparents, conjugués à la convergence de plusieurs indicateurs économiques entre pays, ont nourri ce sentiment de succès. Quelques années plus tard, le tableau semble radicalement différent. La crise financière mondiale a révélé des déséquilibres qui ont conduit à la crise des dettes souveraines et ont amené la zone euro au bord de la dislocation. Les politiques d'austérité, qui sont devenues la norme sur le continent en 2011, ont alimenté une longue stagnation[1], avec des taux de croissance bien pâles en comparaison des États-Unis et du Royaume-Uni.

Cette sous-performance économique a alimenté le ressentiment populaire vis-à-vis de l'euro, ce dernier étant aujourd'hui perçu par un nombre croissant d'Européens comme le problème plutôt que la solution. La communauté financière elle-même semble s'être préparée à la possibilité d'une sortie ou d'une dissolution de la monnaie unique, par la réduction de ses expositions transfrontalières. La Grèce a failli sortir en 2015. Enfin, l'atmosphère intellectuelle a également changé : des penseurs de premier plan, tels que l'économiste américain Joseph Stiglitz, ou le sociologue allemand Wolfgang Streeck sont les représentants les plus visibles d'un changement d'attitude plus général.

La sortie d'un pays de l'euro, voire la dissolution de la monnaie unique, est donc devenue une possibilité concrète. Un tel événement aurait évidemment un impact majeur sur plusieurs plans. Au niveau économique, la conséquence la plus évidente concernerait les marchés de produits, du fait des nouveaux

taux de change ; l'incertitude prévaudrait certes à court terme, mais à plus long terme la possibilité d'ajuster les parités nominales contribuerait à la résorption des déséquilibres des comptes courants.

Il existe toutefois un autre impact, moins discuté, mais potentiellement plus perturbateur : les modifications des bilans des acteurs économiques, résultant du processus de redénomination monétaire. Ce processus pourrait introduire des déséquilibres importants dans les bilans entre actifs et passifs. Il est crucial d'évaluer ces effets de bilan, car ils pourraient affecter les relations financières, l'investissement et le commerce, avoir des effets redistributifs inattendus et, s'ils n'étaient pas gérés adéquatement, conduire à des perturbations dans la sphère productive.

Les questions concrètes que nous posons sont les suivantes. Si un pays sort de l'euro et déprécie sa nouvelle monnaie nationale, quelles seront les conséquences pour les agents économiques nationaux qui ont des passifs libellés en euros : seront-ils en mesure de rembourser dans la nouvelle monnaie nationale ? Sinon, pourront-ils éviter la faillite malgré l'augmentation de leur dette ? Inversement, quelles sont les conséquences pour les pays sortants dont la nouvelle monnaie s'appréciera et qui ont accumulé des actifs étrangers ?

Dans une récente étude, nous proposons une évaluation de ce risque de redénomination dans la zone euro, par pays et par principaux secteurs institutionnels, dans deux scénarios : la sortie d'un seul pays et un éclatement complet.

Notre analyse s'appuie sur le concept de passifs et actifs « pertinents » : ce sont les postes du bilan qui ne seront pas redénominés dans la nouvelle monnaie après la sortie, pour des raisons juridiques ou économiques. Dans la pratique, le facteur le plus important pour déterminer quelles dettes ou actifs sont « pertinents » est le droit qui leur est

applicable : si un contrat financier est régi par le droit interne, il est très probable que le gouvernement du pays sortant puisse le redénominer dans la nouvelle monnaie, en faisant simplement voter une loi au Parlement. À l'inverse, les contrats de droit étranger (généralement de droit anglais ou new-yorkais) resteront en euros, ou seront redénominés dans une autre devise si l'euro disparaît. Dans le premier cas, le prêteur supporte la perte économique ; dans le deuxième cas, le risque est supporté par l'emprunteur, dont la charge de la dette est augmentée, à moins qu'il ne décide de faire défaut et donc d'imposer des pertes au prêteur.

Commençons par regarder les passifs. Le tableau 1 présente nos estimations de la dette pertinente, par pays et par secteur institutionnel. Ce tableau donne donc une estimation de l'exposition des différents secteurs et pays à une sortie de l'euro suivie d'une dépréciation. Dans la mesure où les premiers mois après une sortie de l'euro seront les plus critiques, potentiellement marqués par un surajustement du taux de change, la composante de court terme de la dette pertinente est également indiquée.

Tableau 1. Dette pertinente par secteur (% du PIB, T3 2015)

En %

	Grèce	Italie	Portugal	Espagne	Irlande	France
Administrations publiques	142	8	57	12	35	2
dont court terme	*3*	*1*	*1*	*0*	*2*	*0*
Entreprises financières	42	30	18	43	395	42
dont court terme	*29*	*4*	*2*	*8*	*98*	*8*
Entr. non financières + ménages	13	18	20	15	312	33
dont court terme	*5*	*8*	*8*	*4*	*53*	*17*

	Allemagne	Pays-Bas	Autriche	Luxembourg	Belgique	Finlande
Administrations publiques	6	5	35	7	10	17
dont court terme	*2*	*2*	*4*	*0*	*2*	*6*
Entreprises financières	28	225	35	876	22	59
dont court terme	*9*	*36*	*8*	*135*	*1*	*17*
Entr. non financières + ménages	20	66	23	910	23	20
dont court terme	*5*	*18*	*6*	*385*	*13*	*4*

Sources : BRI, base QEDS de la Banque mondiale, calculs des auteurs.

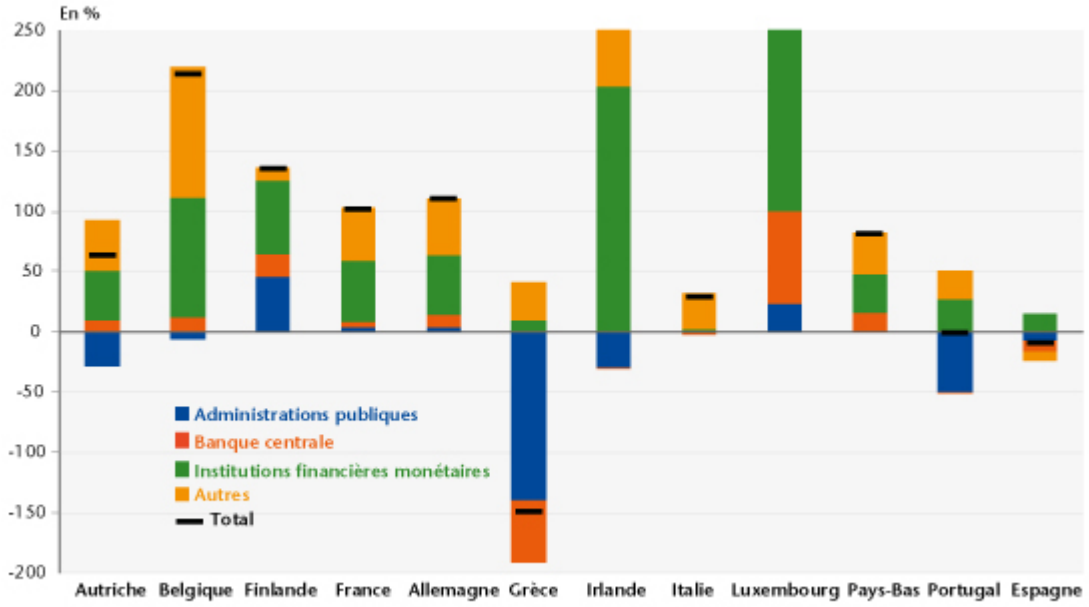
Du côté de la dette publique, les pays les plus menacés sont la Grèce et le Portugal, puisqu'ils disposent d'importants prêts extérieurs qui devront être remboursés en euros. À

l’inverse, la France ou l’Italie ne sont pas exposés sur leur dette publique, car celle-ci est quasi-intégralement régie par le droit interne et peut donc facilement être redénominée en francs ou en lires. Le secteur financier est plus exposé, en particulier dans les pays agissant comme intermédiaires financiers, tels que le Luxembourg, les Pays-Bas ou l’Irlande. L’exposition du secteur privé non financier semble beaucoup plus limitée (et en raison de certaines limites de nos données, les chiffres sont surestimés dans les pays dotés d’un système financier non bancaire très développé).

Néanmoins, les passifs pertinents ne résument pas l’enjeu à eux seuls. Les actifs pertinents sont également importants : pour les pays qui devraient subir une dépréciation (typiquement les pays du Sud, en y incluant la France), ces actifs aideront à atténuer le problème de la dette, puisque les avoirs en devises seront réévalués en termes de monnaie nationale ; inversement, dans le cas d’une appréciation de la monnaie (typiquement pour les pays du Nord), c’est du côté de l’actif que des difficultés peuvent survenir.

Le graphique ci-dessous montre nos estimations pour les « positions pertinentes nettes », à savoir la différence entre les passifs et les actifs pertinents. Un nombre positif signifie qu’une dépréciation va améliorer le bilan, tandis qu’une appréciation va le détériorer.

Graphique. Positions pertinentes nettes (% du PIB, sauf produits dérivés, T3 2015)



Sources : Eurostat, FMI, BRI, Banque Mondiale, Banque d'Italie, Banque de Finlande, calculs des auteurs.

Il ressort de façon frappante que, pour la plupart des pays et des secteurs, la position pertinente nette est positive. Cela signifie que les pays du Nord risquent de subir d'importantes pertes sur leurs avoirs à l'étranger s'ils quittent l'Union monétaire. A l'inverse, pour les pays du Sud et la France, il n'existe pas de risque de bilan pour le secteur privé pris dans son ensemble (à l'exception de l'Espagne), et même pas de risque pour le secteur public dans certains cas. Cela ne signifie pas qu'il n'y ait pas de problème parce qu'au niveau microéconomique les détenteurs d'actifs pertinents peuvent ne pas être les mêmes que ceux des passifs pertinents, mais au moins y a-t-il des marges de manœuvre.

Afin de brosser un tableau plus global tenant compte du fait que les actifs peuvent atténuer les problèmes de passif – mais seulement dans une certaine mesure – et que la dette à court terme est la question la plus critique, nous avons construit un indice de risque composite qui synthétise toutes ces dimensions, tel que le montre le tableau 2. En particulier, cet indicateur a été construit en utilisant des estimations pour les variations de change attendues après la sortie de l'euro.

Tableau 2. Indice de risque composite (T3 2015)

	Administrations publiques + banque centrale	Entreprises financières	Entreprises non financières + ménages
Autriche	0	1	1
Belgique	1	0	1
Finlande	0	2	1
France	0	0	1
Allemagne	0	1	1
Grèce	3	3	1
Irlande	1	3	2
Italie	0	0	0
Luxembourg	1	3	3
Pays-Bas	0	0	1
Portugal	2	1	1
Espagne	1	1	1

Légende :

0 = Pas de risque	2 = Risque moyen
1 = Risque faible	3 = Risque élevé

Source : calculs des auteurs.

Bien que cet exercice implique nécessairement le choix de seuils arbitraires, il aide à identifier quelques vulnérabilités spécifiques : les dettes publiques de la Grèce et du Portugal, pour lesquelles une restructuration substantielle ou même un défaut serait le résultat probable ; les secteurs financiers de la Grèce, de l'Irlande, du Luxembourg et éventuellement de la Finlande, qui devraient subir une restructuration profonde ; et potentiellement le secteur non financier de l'Irlande et du Luxembourg, bien que ce dernier résultat puisse être un artefact causé par les limites de nos données.

La conclusion générale qui peut être tirée de notre analyse est que, même si le problème des bilans est réel et doit être pris au sérieux, son ordre de grandeur global n'est pas aussi grand que certains le prétendent. En particulier, dans le secteur privé non financier, cette problématique devrait être gérable à condition que des politiques appropriées soient mises en œuvre, ce qui devrait alors limiter les perturbations.

L'évaluation des coûts d'une sortie de l'euro importe

évidemment pour gérer correctement cet événement *ex post*, si celui-ci devait se concrétiser en raison de certains chocs politiques ou économiques inattendus. Mais cette évaluation est également intéressant *ex ante,* en particulier pour un pays qui envisage de partir ou de rester. À cet égard notre analyse aboutit à une conclusion quelque peu inattendue : les coûts ne sont probablement pas si élevés pour certains pays déficitaires (Italie, Espagne), alors qu'ils sont plus élevés qu'on ne le pense habituellement pour les pays excédentaires, qui pourraient subir des pertes en capital par dépréciation ou défaut. La prise de conscience de ce fait devrait renforcer le pouvoir de négociation des pays du Sud dans leurs négociations avec les pays du Nord concernant l'avenir de la zone euro.

[1] Voir les rapports de l'independent Annual Growth Survey (iAGS).

Exit la croissance ?

Département analyse et prévision (équipe internationale)

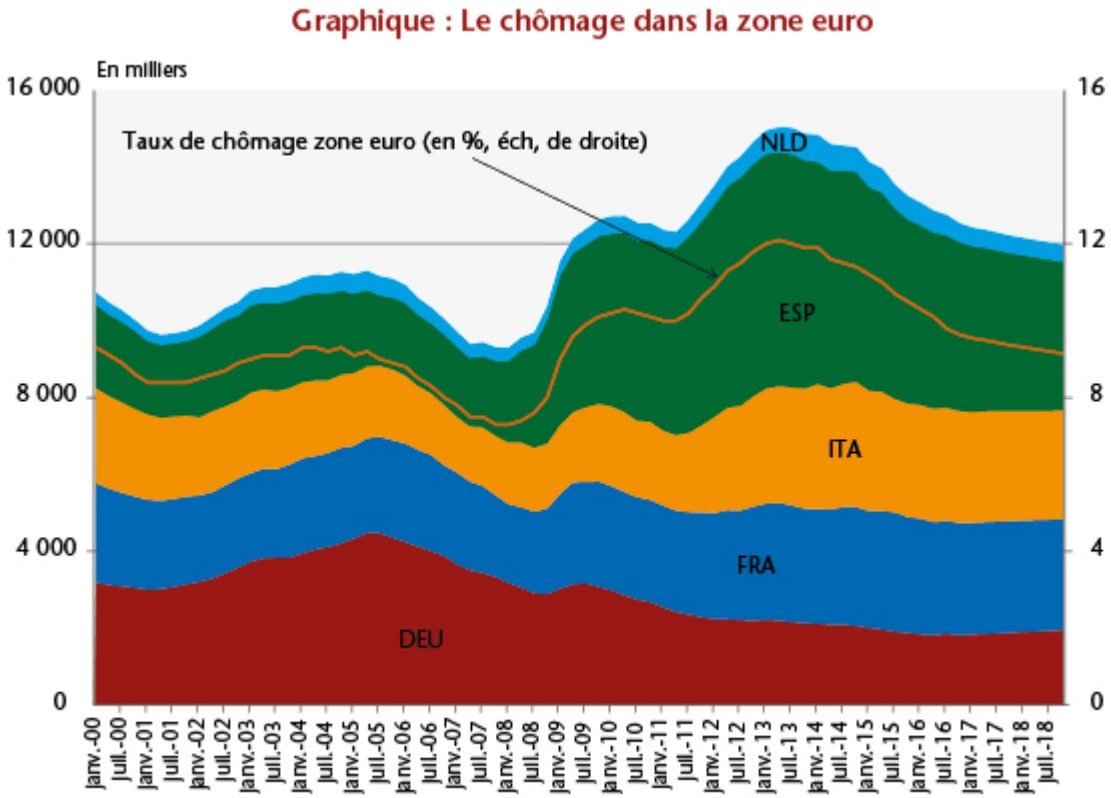
Ce texte s'appuie sur les perspectives 2016-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro dont la version intégrale est disponible ici.

Après avoir évité le Grexit pendant l'été 2015, les Européens devront faire face au Brexit. Au-delà de l'impact qui devrait être significatif sur l'économie du Royaume-Uni se pose la question des effets de ce choc sur les autres pays. Alors que tous les clignotants semblaient s'être mis au vert permettant à la zone euro de sortir d'une double récession liée à la crise financière de 2007-2008 puis à la crise des dettes

souveraines, la perspective du Brexit ne risque-t-elle pas d'interrompre ce mouvement de reprise ? Cette crainte est d'autant plus fondée que la reprise tardive n'a pas permis de résorber l'ensemble des déséquilibres qui ont résulté des années de crise. Le taux de chômage de la zone euro dépassait encore 10 % au deuxième trimestre 2016. Un coup d'arrêt sur la croissance ne ferait qu'accentuer la crise sociale et alimenterait en retour les doutes – et donc la défiance – sur la capacité de l'Europe à satisfaire ses ambitions inscrites en préambule du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et rappelées à Lisbonne en 2000.

Pourtant, alors que l'on pouvait craindre un nouveau choc financier, force est de constater que celui-ci ne s'est pas produit. Certes, le Brexit sera le fruit d'un long processus qui n'a pas encore démarré, mais il semble que le pire a été évité pour l'instant. L'économie britannique verrait sa croissance divisée par deux en 2017. Mais les effets négatifs à court terme sur les autres pays de la zone euro seraient assez limités, sauf peut-être en Irlande où l'interdépendance avec le Royaume-Uni est plus forte. La reprise mondiale poursuivrait donc sa route. Néanmoins, la croissance ralentirait dans la zone euro et passerait de 1,9 % en 2015 à 1,3 % en 2018. En effet, les nombreux facteurs qui avaient permis d'amorcer la reprise[1] vont en partie s'essouffler. Le prix du pétrole a déjà entamé une hausse après un point bas à moins de 30 dollars en janvier 2016. Il dépasse aujourd'hui à nouveau les 50 dollars le baril. Quant à l'euro, il fluctue depuis le début de l'année autour de 1,1 dollar alors qu'en 2014 et 2015, il s'était déprécié de 12,5 et 11,3 % respectivement. Par contre, La politique monétaire de la BCE reste expansionniste et les politiques budgétaires sont beaucoup moins restrictives qu'entre 2011 et 2014. En 2015 et 2016, l'impulsion agrégée a même été légèrement positive. Enfin, le commerce mondial connaît un fort ralentissement, qui va bien au-delà du changement de modèle de croissance de l'économie chinoise qui se traduit par une décélération de ses

importations. On espérait cependant qu'après l'amorçage de la reprise, une dynamique vertueuse de croissance s'enclencherait dans la zone euro. L'accélération de la croissance liée à des facteurs en partie exogène permettrait des créations d'emplois, la hausse des revenus et de meilleures perspectives pour les ménages et les entreprises. Ces éléments devaient être propices au retour de la confiance et stimuler en retour l'investissement et la consommation. Les dynamiques de l'investissement productif en France ou en Espagne au cours des derniers trimestres donnaient du crédit à ce scénario. La reprise ne serait certes pas avortée mais un tel rythme de croissance semble bien insuffisant pour réduire les déséquilibres induits par de longues années de récession ou de faible croissance. A la fin de l'année 2018, le taux de chômage de la zone euro serait encore près de 2 points supérieur à celui de la fin 2007 (graphique). Pour les cinq principaux pays de la zone euro, cela représente près de 2,7 millions de chômeurs en plus. Dans ces conditions, bien plus que le Brexit, c'est sans doute la situation sociale de la zone euro qui met à mal le projet européen. L'Europe ne peut certainement pas être tenue seule responsable du faible dynamisme de la croissance et du niveau de chômage dans chacun de ses pays mais les perspectives actuelles témoignent que nous n'avons sans doute pas atteint les objectifs qui avaient été fixés à Lisbonne en 2000, c'est-à-dire faire de l'Union européenne « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici à 2010, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale ».



Source : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2016.

[1] Voir la précédente synthèse d'avril 2016 sur la conjoncture internationale de l'OFCE.

La BCE étend son programme de QE et brouille sa communication

par Paul Hubert

La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé ce jeudi 10 mars, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs, une série de mesures supplémentaires d'assouplissement de sa politique monétaire. L'objectif est d'éviter que la déflation ne s'installe et de tenter de soutenir la croissance en zone

euro. L'innovation majeure réside dans le programme de financement des banques à taux négatifs. Si les mesures ont été favorablement accueillies par les marchés au moment de leur annonce, une erreur de communication de Mario Draghi, pendant la conférence de presse qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs, a largement réduit une partie de l'effet attendu des décisions prises.

Quelles décisions ont été prises ?

– Les trois taux directeurs fixés par la BCE ont été réduits. Le taux principal de refinancement baisse de 0,05 % à 0 %, tandis que le taux des facilités marginales passe de 0,30 % à 0,25 %. Enfin, le taux des facilités de dépôts, qui rémunère les réserves excédentaires que les banques déposent au bilan de la BCE, baisse lui de –0,30% à –0,40%. Le coût pour une banque à avoir des liquidités au bilan de la BCE augmente donc.

– Le programme d'assouplissement quantitatif (QE) est étendu en termes de taille – les achats de titres passent de 60Mds€ à 80 Mds€ par mois – mais surtout en termes de types de titres financiers éligibles à l'achat. Alors que la BCE achetait jusqu'à présent des titres publics (obligations souveraines et/ou de collectivités locales), elle achètera des obligations d'entreprises de bonne qualité, selon les critères des agences de notation. Cette mesure est une réponse directe à l'assèchement de l'offre de titres publics et devrait permettre de peser directement sur les conditions des entreprises qui émettent sur les marchés obligataires.

– L'innovation majeure réside dans le nouveau programme de TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) dont le but est de réamorcer le canal du crédit bancaire et d'octroyer des financements aux banques *conditionnellement* à leur financement de l'économie réelle. Ces prêts aux banques se feront à des taux nuls, voire négatifs, en fonction de différents critères parmi lesquels les montants de prêts que

les banques accordent aux ménages et aux entreprises. En d'autres termes, la BCE va payer les banques remplissant ces critères pour qu'elles prêtent à leur tour.

Quels effets en attendre ?

L'effet à attendre de telles mesures dépend de la situation sur le marché du crédit. En temps normal, de nombreuses études montrent que ces mesures ont un effet positif sur l'économie. Cependant, cela ne se vérifiera que si c'est l'*offre* de crédit qui est aujourd'hui contrainte en zone euro. A l'inverse, si le problème réside dans la *demande* de crédit des ménages et des entreprises dont les perspectives en termes de revenus et profits sont faibles, alors ces mesures n'auront que peu d'effet. En accordant des conditions si favorables aux banques, on peut imaginer que la BCE fait le pari d'augmenter la demande solvable de crédit, c'est-à-dire que la BCE fournit des incitations fortes aux banques à prêter à des ménages et individus qui apparaissaient comme non-solvables aux conditions antérieures. Un autre effet attendu de la baisse du taux sur les facilités de dépôts et de l'augmentation du QE passe par la baisse du taux de change de l'euro, de manière à favoriser les exportations de la zone euro et à augmenter l'inflation importée et donc l'inflation globale de la zone euro. Ce canal est potentiellement d'autant plus important que la Réserve fédérale a enclenché un cycle de resserrement monétaire.

Il n'empêche qu'une politique économique plus pertinente consisterait à utiliser la politique budgétaire – d'autant plus que les conditions de financements des Etats sont à des niveaux historiquement faibles : l'Etat français gagne en 2016 de l'argent à s'endetter à moins de 4 ans – pour soutenir la demande. La politique monétaire n'en aurait alors que plus d'effet.

Pourquoi annoncer que les marges de manœuvre sont épuisées ?

Mario Draghi, lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs, a annoncé que « la BCE ne réduirait plus les taux d'intérêts », ce qui a eu pour effet de modifier intégralement l'interprétation des marchés financiers des décisions communiquées un peu plus tôt. Alors que ces décisions, très expansionnistes, ont pour but de desserrer plus encore les conditions monétaires et financières et de faire baisser le taux de change de l'euro, l'annonce que les évolutions futures de la politique monétaire de la BCE ne pouvaient être que restrictives a transformé les anticipations des investisseurs.

Parce qu'un des principaux canaux de la transmission de la politique monétaire passe par les anticipations, plusieurs études réalisées sur données américaines[1], anglaises[2] ou de la zone euro[3] montrent que la communication de la banque centrale doit être cohérente avec ses décisions au risque de réduire les effets attendus de la politique monétaire. On parle alors d'un effet de signal de la politique monétaire. La simple phrase formulée par Mario Draghi en est l'exemple. Le graphique suivant montre le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar sur la journée du 10 mars. La forte baisse du milieu de journée correspond à la publication des décisions prises lors du Conseil des gouverneurs, tandis que la hausse tout aussi brutale correspond au message contradictoire prononcé quelques minutes plus tard lors de la conférence de presse. On constate alors qu'une série de mesures très expansionnistes – dont l'un des buts est de faire baisser l'euro – vient d'être annoncée, que l'euro aura finalement augmenté vis-à-vis du dollar comme si des mesures restrictives avaient été mises en place.

Cela ne veut pas forcément dire que ces décisions n'auront pas d'effets mais qu'une partie des effets sera amoindrie, voire potentiellement nulle. D'autres canaux de transmission que l'effet de signal restent opérants. Alors que le canal du taux de change se trouve maintenant réduit par l'effet restrictif

généré par le canal des anticipations, nous verrons dans les semaines et mois à venir si les mouvements de capitaux induits par les décisions prises auront l'effet attendu sur le taux de change de l'euro.

Graphique. Taux de change euro-dollar, journée du 10 mars 2016

Source : Boursorama.

[1] Hubert, Paul (2015), "The Influence and Policy Signalling Role of FOMC Forecasts", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 77(5), 655-680.

[2] Hubert, Paul, and Becky Maule (2016), "Policy and Macro Signals as Inputs to Inflation Expectation Formation", Bank of England Staff Working Paper, No. 581.

[3] Hubert, Paul (2015), "ECB Projections as a Tool for Understanding Policy Decisions", Journal of Forecasting, 34(7), 574-587, ou encore Hubert, Paul (2016), "Disentangling Qualitative and Quantitative Central Bank Influence", OFCE Working Paper, No. 2014-23.

L’économie européenne 2016

par Jérôme Creel

Pour la première fois, l’OFCE vient de publier un ouvrage synthétique intitulé *L’économie européenne 2016* dans la collection Repères des éditions La Découverte. Après soixante années, le chemin parcouru par l’Union européenne ne doit pas manquer de nous impressionner. Pourtant, de nombreuses interrogations demeurent quant à l’efficacité, voire à la pérennité, du projet européen d’intégration. Ce petit livre vise à éclairer le débat, en le resituant dans son contexte historique.

Les six nations fondatrices de la Communauté économique européenne ont été rejointes par pas moins de vingt-deux autres nations dont certaines étaient encore, dans les années quatre-vingt, des économies planifiées, intégrées dans la sphère d’influence soviétique. Le marché commun du charbon et de l’acier a été étendu à toutes les marchandises et à tous les services ; la liberté de circulation des capitaux est complète, celle des personnes, dans l’espace Schengen, décrié aujourd’hui, l’est presque autant. L’Europe s’est immiscée dans la vie quotidienne de tous les citoyens européens, non seulement au travers d’une libéralisation forte des économies dans lesquelles ils vivent, consomment et produisent, mais aussi par l’intermédiaire de règlements, de normes et de politiques publiques et économiques qui protègent, contraignent et influencent leurs activités.

L’Europe est aujourd’hui partout et pourtant, elle reste parfois invisible ou méconnue et souvent incomprise. « L’Europe, quel numéro de téléphone ? », aurait demandé Henry Kissinger à propos de cet objet étrange, ce projet d’intégration économique et politique entre des nations aux histoires communes et tourmentées. « L’Europe : quelle politique pour la croissance, la réduction du chômage et des

inégalités? » a-t-on envie de demander aujourd'hui. A nouveau confrontée à une crise économique et sociale qui se prolonge, dans un environnement international très incertain, l'Union européenne peine à retrouver un nouveau souffle, à engager une nouvelle phase de développement, tant institutionnel qu'économique, pour dépasser ses divergences internes. La crise financière internationale et la crise grecque sont passées par là. Celles-ci ont conduit certains Etats membres ou certaines opinions publiques à mettre en avant l'intérêt national plutôt qu'européen, au risque de mettre en péril l'une des réalisations-phares de l'Union européenne : l'euro. La crise a catalysé les défauts originels de cette monnaie unique et commune : fruit d'une intégration inachevée, puisqu'elle ne s'est pas accompagnée d'une politique budgétaire fédérale ou d'une intégration plus grande des marchés du travail, l'intégration monétaire européenne a accru plutôt qu'atténué les divergences économiques, financières et sociales européennes. Pour relancer l'activité des entreprises, améliorer le bien-être des ménages, faut-il donc plus ou moins d'Europe, faut-il plus ou moins d'union ?

C'est à cette question que cherche à répondre l'ouvrage *L'économie européenne 2016*. Pour ce faire, il faut d'abord rappeler les étapes de la construction européenne. Les politiques communes, de concurrence, agricole et relatives à la mondialisation, ont façonné les institutions et le projet d'intégration européenne. La mobilité accrue des capitaux et des personnes, et les échanges commerciaux plus intenses entre les Etats membres de l'Union européenne ont motivé le passage à l'euro. Ils ont aussi obligé les Européens à s'interroger sur les politiques fiscales et sociales : concurrence ou harmonisation, quel est le meilleur moyen pour rendre l'Union européenne attractive et compétitive ? Enfin, la montée des risques écologiques a mené l'Union européenne à s'engager en faveur de l'environnement, de manière précoce par rapport à d'autres régions du monde au même stade de développement.

La deuxième partie de l'ouvrage envisage l'avenir de la zone euro, dont la crise a relancé les spéculations sur la pérennité de la monnaie unique et sur l'avenir du projet d'intégration européenne lui-même. Si un certain nombre d'instruments économiques – la politique monétaire non-conventionnelle, le plan européen d'investissement public, dit « plan Juncker » – et d'objectifs – la stabilité financière – ont été créés ou renforcés durant cette crise, il reste à l'Union européenne à dépasser ses dissensions et divergences internes pour que le projet européen puisse être défini simplement comme un moteur de développement pour tous ses Etats membres, sans exception, sans séparation. Davantage d'Europe, certainement, mais à condition de savoir mieux pour quoi faire ensemble : tel est l'enjeu des prochains mois.

La désinflation manquante est-elle uniquement un phénomène américain ?

Par Paul Hubert, Mathilde Le Moigne

La dynamique de l'inflation après la crise de 2007-2009 est-elle atypique ? Selon Paul Krugman : « si la réaction de l'inflation (ndlr : aux Etats-Unis) avait été la même à la suite de la Grande Récession que lors des précédentes crises économiques, nous aurions dû nous trouver aujourd'hui en pleine déflation… Nous ne le sommes pas. » En effet, après 2009, l'inflation aux Etats-Unis est demeurée étonnamment stable au regard de l'évolution de l'activité réelle. Ce phénomène a été qualifié de « désinflation manquante ». Un tel

phénomène s'observe-t-il dans la zone euro ?

En dépit de la plus grande récession depuis la crise de 1929, le taux d'inflation est resté stable autour de 1.5% en moyenne entre 2008 et 2011 aux Etats-Unis, et de 1% en zone euro. Est-ce à dire que la courbe de Phillips, qui lie l'inflation à l'activité réelle a perdu toute validité empirique ? Dans une note de 2016, Olivier Blanchard rappelle au contraire que la courbe de Phillips, dans sa version originelle la plus simple, reste un instrument valable pour appréhender les liens entre inflation et chômage, et ce en dépit de cette « désinflation manquante ». Il note cependant que le lien entre les deux variables s'est affaibli, parce que l'inflation dépend de plus en plus des anticipations d'inflation, elles-mêmes ancrées à la cible d'inflation de la Fed américaine. Dans leur article de 2015, Coibion et Gorodnichenko expliquent cette désinflation manquante aux Etats-Unis par le fait que les anticipations d'inflation sont plutôt influencées par les variations des prix les plus visibles, comme par exemple les variations du prix du baril de pétrole. On observe d'ailleurs depuis 2015 une baisse des anticipations d'inflation concomitante à la baisse des prix du pétrole.

La difficulté à rendre compte de l'évolution récente de l'inflation, au travers de la courbe de Phillips, nous a conduits à évaluer, dans un récent document de travail, ses déterminants potentiels et à examiner si la zone euro a également connu un phénomène de « désinflation manquante ». Sur la base d'une courbe de Phillips standard, nous ne retrouvons pas les conclusions de Coibion et Gorodnichenko lorsque l'on considère la zone euro dans sa totalité. Dit autrement, l'activité réelle et les anticipations d'inflation décrivent bien l'évolution de l'inflation.

Cependant, ce résultat semble provenir d'un biais d'agrégation entre les comportements d'inflation nationaux au sein de la zone euro. En particulier, nous trouvons une divergence notable entre pays dits du Nord de l'Europe (Allemagne,

France), exhibant une tendance générale à une *inflation manquante*, et les pays davantage à la périphérie (Espagne, Italie, Grèce) exhibant des périodes de *désinflation manquante*. Cette divergence apparaît néanmoins dès le *début* de notre échantillon, c'est-à-dire dans les premières années de la création de la zone euro, et semble se résorber à partir de 2006, sans changement notable au cours de la crise de 2008-2009.

Contrairement à ce qu'il s'est produit aux États-Unis, il apparaît que la zone euro n'a pas connu de désinflation manquante à la suite de la crise économique et financière de 2008-2009. Il semble au contraire que les divergences d'inflation en Europe sont antérieures à la crise, et tendent à se résorber avec la crise.

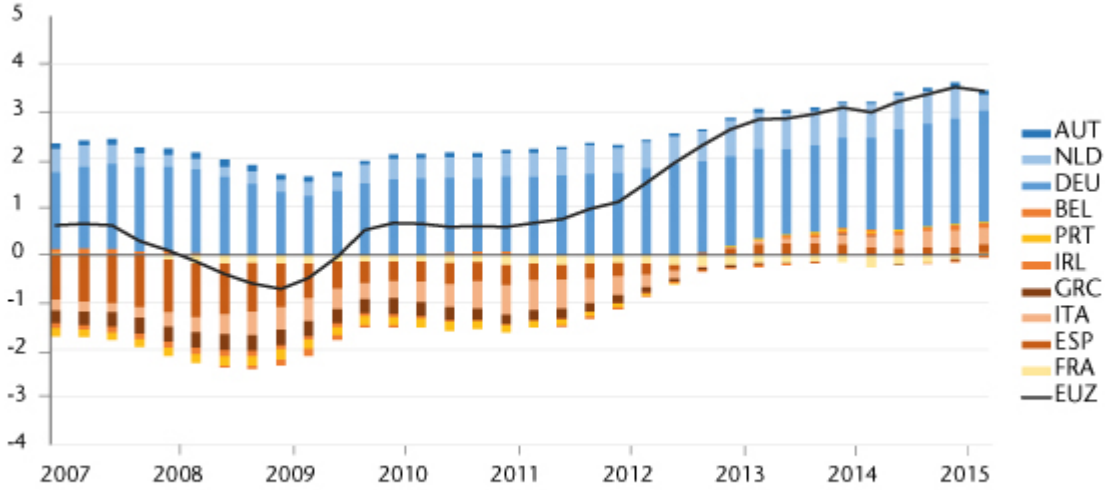
Quelle stratégie pour le rééquilibrage interne de la zone euro ?

par Sébastien Villemot et Bruno Ducoudré

Depuis le déclenchement de la crise financière, la zone euro a fait des efforts importants pour résorber ses déséquilibres commerciaux. En 2009, seuls l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche présentaient un excédent de leur compte courant, tandis que tous les autres, et en particulier la France, l'Italie et l'Espagne enregistraient un déficit courant, de sorte que le solde courant de la zone euro était déficitaire (–0,7 % du PIB). Cinq années plus tard, en 2014, la situation

est radicalement différente. La zone euro présente un important excédent courant de 3,4 % du PIB ; la quasi-totalité des pays sont en excédent courant (graphique).

Graphique. Balances courantes, en % du PIB de la zone euro



Note : La hausse de la balance courante est une conséquence de la baisse des prix des matières premières, d'une faible demande interne et de la politique monétaire non-conventionnelle.
Source : Comptes nationaux, BCE, calculs iAGS 2016. Cumul sur 4 trimestres du compte courant.

Il ne faut pas pour autant en conclure que la zone euro a corrigé ses déséquilibres commerciaux car plusieurs motifs d'inquiétude subsistent. D'une part, une partie des excédents courants sont de nature conjoncturelle, en particulier dans les pays du Sud, du fait d'une demande interne déprimée. D'autre part, de par son ampleur, l'excédent courant de la zone euro est porteur de risques déflationnistes : si la politique monétaire expansionniste de la BCE permet pour le moment de contenir les pressions à l'appréciation de l'euro, ces dernières finiront par se matérialiser une fois que le cycle monétaire entrera dans sa phase de normalisation, engendrant de la déflation importée et des pertes de compétitivité vis-à-vis du reste du monde.

Mais surtout, la résorption du déficit courant de la zone euro vis-à-vis du reste du monde ne signifie pas que les déséquilibres *internes* à la zone aient été corrigés. L'analyse que nous avons menée dans le rapport iAGS 2016 montre que ceux-ci restent importants, même s'ils se sont réduits depuis le début de la crise.

A partir d'une maquette permettant de simuler l'évolution des balances courantes des pays de la zone euro en fonction des différentiels de compétitivité-prix[1], nous avons calculé les ajustements nominaux au sein de la zone euro nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées pour tous les pays. L'équilibre est ici défini comme la stabilisation de la position extérieure nette, à un niveau compatible avec les procédures européennes (c'est-à-dire supérieure à –35 % du PIB), et une fois les écarts de production refermés dans tous les pays.

Le tableau ci-dessous présente le résultat de ces simulations et permet de rendre compte des ajustements opérés depuis le début de la crise, et des ajustements restant à réaliser relativement à l'Allemagne, utilisée comme point de référence.

Tableau. Ajustements nominaux nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées relativement à l'Allemagne

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Allemagne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autriche	20,2	15,9	13,3	1,0	2,8	6,5	1,4
Belgique	-32,9	-29,9	-15,7	-30,7	-23,8	-22,2	-23,2
Espagne	-46,8	-32,8	-30,6	-29,9	-21,9	-15,3	-18,5
Finlande	4,8	-1,2	-7,9	-29,0	-30,7	28,4	-24,7
France	-18,9	-16,1	-16,6	-19,1	-19,8	-15,2	-19,1
Grèce	-89,1	-87,9	-80,8	-73,0	-48,5	-39,7	-39,8
Irlande	-26,8	-28,7	-25,6	-26,9	-28,7	-19,8	-14,9
Italie	-29,2	-25,2	-32,7	-31,9	-19,9	-12,0	-9,9
Pays-Bas	-4,5	6,1	6,2	4,4	5,1	6,8	0,8
Portugal	-68,5	-65,3	-59,2	-43,1	-30,9	-17,1	-21,4

Source : Calculs des auteurs.

En 2014 les désajustements nominaux en zone euro restent importants. Plusieurs groupes de pays émergent. L'Autriche et les Pays-Bas sont sur un pied d'égalité avec l'Allemagne. À l'opposé, la Grèce doit effectuer une dépréciation de près de 40 % par rapport à l'Allemagne, en dépit des sacrifices déjà consentis ; car, même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, cela est dû à l'écart de production qui est très creusé (–12,6 % en 2014 selon l'OCDE) et qui a artificiellement amélioré le solde extérieur par compression de la demande interne. Entre ces deux extrêmes se

trouve un groupe de pays qui doit procéder à une dépréciation d'environ 20 % par rapport à l'Allemagne, et qui inclut la France, l'Espagne, le Portugal, la Belgique et la Finlande. L'Italie quant à elle est dans une position un peu meilleure, avec 10 % de dépréciation relative requise, grâce à son compte courant en surplus (1,9 % du PIB en 2014) et sa position extérieure nette relativement favorable (–27,9 % du PIB).

Ces déséquilibres nominaux ne peuvent pas être résolus par des mouvements de taux de change, puisque tous ces pays partagent la même monnaie. L'ajustement doit donc être réalisé par le biais de mouvements de prix relatifs, autrement dit par des différentiels de taux d'inflation entre pays. Ainsi, l'inflation en Allemagne (ainsi qu'aux Pays-Bas et en Autriche) doit être durablement plus élevée que celle du groupe intermédiaire, qui doit elle-même être plus élevée que celle de la Grèce. Et, compte tenu de l'importance des salaires dans la détermination des prix de valeur ajoutée, ce résultat sera essentiellement obtenu par des différentiels dans l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux.

Plusieurs stratégies sont possibles pour parvenir à cet objectif. Celle qui a été suivie jusqu'à présent a consisté à faire de la réduction des coûts salariaux la norme, dans une logique non coopérative de course à la compétitivité. L'Allemagne ayant choisi de contenir fortement ses prix et ses salaires, les autres pays n'ont pu s'ajuster qu'en diminuant encore plus leurs coûts, que ce soit par des baisses de salaires (comme en Grèce ou en Espagne) ou par la baisse des prélèvements sur les entreprises (comme en France). Ces stratégies ont certes permis de réduire les déséquilibres au sein de la zone depuis 2008, comme le montre notre tableau, mais l'ajustement est encore loin d'être achevé, et surtout le coût économique en fut important. La baisse des salaires dans les pays du Sud a pesé sur la demande, et donc sur l'activité, tandis que les pressions déflationnistes ont été renforcées et restent menaçantes malgré l'action énergique de la BCE.

Une autre politique consisterait à coordonner les évolutions salariales au sein des pays de la zone euro, afin de permettre à la BCE d'atteindre son objectif d'inflation de 2 %, tout en résorbant les désajustements nominaux. Chaque pays se fixerait une cible d'évolution de ses coûts salariaux unitaires. Les pays actuellement sous-évalués (Allemagne, Pays-Bas, Autriche) auraient une cible supérieure à 2 %, tandis que les pays surévalués auraient une cible positive mais inférieure à 2 %. Une fois les déséquilibres résorbés, ce qui prendra nécessairement de nombreuses années, les cibles pourraient être harmonisées à 2 %.

L'ajustement relatif des coûts salariaux unitaires peut aussi passer par les différentiels de gains de productivité. Ce point renforce l'importance des politiques de relance de l'investissement dans la zone euro, à même d'améliorer la productivité et la compétitivité des pays devant réaliser un ajustement nominal important. L'ajustement des coûts salariaux unitaires par ce biais permettrait ainsi de relâcher un peu plus la pression à la baisse sur les salaires et la demande interne en zone euro.

Une telle politique représenterait un changement profond dans la gouvernance économique de la zone euro, et demanderait une stratégie de coopération renforcée. Le maintien de la cohésion de l'Union monétaire est pourtant à ce prix.

[1] même si la compétitivité-hors prix joue également un rôle dans les mécanismes commerciaux, nous avons fait abstraction de celle-ci faute de mesure quantitative adéquate.

Semestre européen : évaluer l'orientation agrégée de la politique budgétaire c'est bien, débattre de son impact économique c'est encore mieux

par Raul Sampognaro

Le 26 novembre, la Commission européenne a lancé le Semestre Européen avec la publication du Rapport Annuel sur la Croissance (2016 AGS selon son acronyme en anglais) et de la recommandation de politique économique pour l'ensemble de la zone euro. La Commission juge, en raison des externalités générées par la politique budgétaire entre les Etats membres et des contraintes pesant actuellement sur la politique monétaire, qu'il est nécessaire de renforcer l'attention portée sur l'orientation agrégée de la politique budgétaire dans la zone euro. Le jugement porté sur cette orientation doit tenir compte notamment des facteurs cycliques, mettant ainsi en avant le rôle de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire. Les services de la Commission considèrent qu'une politique globalement neutre est appropriée au contexte actuel, en raison des risques qui pèsent sur la reprise et du niveau toujours élevé du taux de chômage.

L'ouverture du débat sur la politique budgétaire d'ensemble de la zone euro constitue indéniablement un pas dans la bonne direction pour améliorer le cadre d'élaboration de la politique macroéconomique dans la zone euro. La crise de la zone euro, déclenchée en 2012, s'explique en grande partie par les fragilités dans la construction de l'Union monétaire. L'inadaptation du cadre de coordination des politiques macroéconomiques a été l'une des principales failles dévoilées

par la crise. Avant-crise, la BCE devait gérer seule les chocs communs à l'ensemble de l'Union alors que les politiques budgétaires nationales étaient censées contrecarrer les chocs asymétriques. En outre, la politique budgétaire devait aussi assurer la soutenabilité de la dette publique afin d'éviter la montée des taux d'intérêt et le risque de contagion. Le respect de ce double objectif pour la politique budgétaire était supposé garanti par le respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Ce cadre a échoué pendant la crise. D'une part, les règles du PSC se concentrent quasi-exclusivement sur un seul des objectifs assignés à la politique budgétaire : la réduction de la dette publique. D'autre part, la décentralisation du processus de décision concernant la politique budgétaire a eu pour conséquence un résultat d'ensemble inadéquat. Ainsi, les règles du PSC ont généré un ajustement structurel très fort et mal calibré dans les pays ayant subi plus fortement la crise de la zone euro alors que les pays disposant de marges fiscales ne les ont pas mobilisées pour soutenir la croissance.

Dans la gouvernance européenne, l'indicateur préféré pour mesurer l'orientation de la politique budgétaire est la variation du solde structurel. Ainsi, l'orientation d'ensemble de la politique budgétaire est calculée en faisant la somme pondérée (par le poids du PIB en valeur) des variations du solde structurel de chacun des Etats membres. Cet indicateur permet d'évaluer les évolutions du déficit à long terme, une fois les effets du cycle conjoncturel purgés. Si cet indicateur est attrayant théoriquement, il est largement tributaire des hypothèses faites sur la croissance potentielle et le PIB potentiel : même en partant d'hypothèses de finances publiques identiques, l'évolution du solde structurel sera différente (voir les lignes 2 et 3 du tableau 1). Sur la base de cet indicateur et en utilisant les hypothèses de finances publiques réalisées par la Commission européenne, la politique budgétaire serait globalement neutre, voire légèrement expansionniste, dans la zone euro en 2015 et en 2016, jugement

qui est partagé par le rapport iAGS 2016. Suivant les annonces des gouvernements dans les Programmes de stabilité du mois de mai, l'équipe iAGS prévoit le retour de la consolidation budgétaire en 2017. Ce résultat diffère de celui de la Commission européenne, qui tient compte exclusivement des mesures pour lesquelles les mesures législatives sont déjà mises en œuvre.

Tableau 1. Orientation globale de la politique budgétaire de la zone euro

En point de PIB

Variation du solde structurel	2015	2016	2017
2016 iAGS	-0,1	-0,1	0,2
Commission, Prévision d'automne	-0,1	-0,1	-0,1
Commission, sur la base de l'*output gap* calculé par l'OCDE	0,0	-0,1	-0,1

Note : En 2017, la variation du solde structurel est calculée sur la base des mesures déjà votées dans le scenario de la Commission. La prévision de l'équipe iAGS tient compte des annonces faites dans les Programmes de Stabilité envoyés par les gouvernements à la Commission.

Sources: Ameco, OCDE, Draft Budgetary Plans et Programmes de Stabilité.

Dans le rapport iAGS 2016, nous proposons une nouvelle façon de calculer l'orientation agrégée de la politique budgétaire, d'une façon qui tienne compte des avancées de la théorie économique. Selon la littérature, le multiplicateur des dépenses publiques – qui pèsent dans la plupart des principales économies de la zone euro – est supérieur, au moins à court terme, à celui associé aux mesures fiscales qui sont orientées à la baisse et devraient soutenir l'activité. Ceci est particulièrement vrai en période où l'activité est sensiblement inférieure à son niveau potentiel. L'indicateur proposé pondère l'impact macroéconomique des politiques budgétaires nationales[1].

Une fois que la composition et la localisation des impulsions budgétaires sont prises en compte, l'évaluation de la politique budgétaire mise en place dans la zone euro est modifiée. Selon nos calculs, la politique budgétaire pèsera légèrement sur la croissance du PIB en 2016 (-0,1 point de PIB, tableau 2) malgré la dégradation anticipée du solde structurel. Ce paradoxe peut s'expliquer à la fois par la localisation de l'impulsion – elle aura peu d'impact sur le PIB car elle sera largement concentrée en Allemagne (où les

multiplicateurs sont bas car l'*output gap* est quasiment fermé), et par sa composition en Italie et en Espagne (où l'impulsion est faite à partir des baisses d'impôts avec un faible impact expansionniste à court terme, et partiellement compensée par des économies en dépenses à fort multiplicateur).

Tableau 2. Impact de la politique budgétaire sur le PIB de la zone euro

En point de PIB

Impact de la politique budgétaire sur le PIB de la ZE	2015	2016	2017
2016 iAGS	0,1	-0,1	-0,2
Commission, Prévision d'automne	0,2	0,0	0,1
Commission, sur la base de l'*output gap* calculé par l'OCDE	0,0	-0,1	0,1

Sources: Ameco (Prévision d'automne 2015) et OCDE (EO 97).

Ce paradoxe entre une politique budgétaire légèrement expansionniste avec des effets récessifs montre que le débat ne doit pas se focaliser exclusivement sur l'orientation de la politique budgétaire mais doit inclure les modalités de sa déclinaison. Ainsi, deux nouveaux sujets semblent importants dans les débats européens : celui de l'utilisation des marges budgétaires – l'expansion budgétaire pourrait être plus importante dans les pays non contraints – et celui du besoin de flexibilité dans l'application du PSC – les règles budgétaires doivent tenir compte de la taille des multiplicateurs et concentrer la relance dans les pays où celle-ci sera plus efficace. L'analyse précise de la position de chaque pays vis-à-vis du PSC montre que très peu de pays auraient de l'espace fiscal dans le cadre actuel de la gouvernance européenne. Selon l'analyse des Projets de Lois de Finances (DBP, selon son acronyme en anglais) réalisé par la Commission européenne, seule l'Allemagne disposerait des marges de manœuvre pouvant influencer la croissance dans l'ensemble de l'Union monétaire. Toutefois, on peut questionner l'efficacité d'une relance budgétaire en Allemagne, surtout au regard d'un objectif de fermeture de l'*output gap* et de baisse du chômage dans la zone euro. Ceci soulève une nouvelle question si on veut réaliser une politique budgétaire contra-cyclique sans dégrader la

soutenabilité des dettes publiques des Etats membres plus affectés par la crise. Ainsi, il faut se questionner sur la nécessité d'un budget fédéral consacré à la stabilisation macroéconomique surtout quand la politique monétaire est contrainte – comme dans une situation de déflation et de trappe à liquidité. Cette réflexion aurait motivé la mise en place du Plan Juncker, cherchant à augmenter le niveau de l'investissement dans la zone euro. Toutefois, l'efficacité de ce plan peut être remise en question. Ce plan repose sur des hypothèses irréalistes sur les effets de levier du financement public ; et la modalité de sélection des projets, suivant leur rentabilité économique, peut engendrer un biais pro-cyclique, le contraire de ce qui devrait être recherché. Ainsi, le Plan Juncker, qui d'ailleurs n'a pas vocation à être pérennisé, peut s'avérer insuffisant pour générer le choc de demande dont a besoin la zone euro pour sortir de la trappe à liquidité dans laquelle elle est embourbée.

Tout compte fait, l'impulsion fiscale prévue pour 2016 (+0,1 point de PIB selon la mesure plus optimiste) ne sera pas à la hauteur de la situation. Une hausse coordonnée de l'investissement public dans les pays de la zone euro, concentrée sur les objectifs fixés par la stratégie Europe 2020, constituerait indéniablement une meilleure politique à celle qui est actuellement proposée. Elle serait plus équilibrée et permettrait de satisfaire à la fois les objectifs de court terme (baisse du chômage) et de long terme (hausse de l'investissement en R&D, lutte contre le réchauffement climatique, amélioration des infrastructures). L'introduction d'une règle d'or dans la gouvernance budgétaire européenne, permettant d'exclure du calcul du déficit les projets d'investissement public jugés utiles pour l'ensemble de la zone euro, permettrait de réaliser ce stimulus dans le respect des règles de la bonne gestion budgétaire et en préservant la soutenabilité des dettes publiques.

[1] Un indicateur construit sur le même principe est publié trimestriellement aux Etats-Unis par la Brookings Institution http://www.brookings.edu/research/interactives/2014/fiscal-barometer

Le casse-tête potentiel de la mesure des économies en dépenses publiques

par Raul Sampognaro

Depuis 2009, le déficit budgétaire français s'est réduit de 3,3 points de PIB, passant de 7,2 points de PIB en 2009 à 3,9 points en 2014, alors même que les conditions conjoncturelles ont pesé sur les finances publiques. Cette amélioration s'explique par la politique de restriction budgétaire mise en œuvre. Entre 2010 et 2013, l'essentiel de l'effort de consolidation s'expliquait par la hausse de la fiscalité, mais depuis 2014, l'effort passe essentiellement par les économies en dépenses publiques. En 2014 la dépense publique hors crédits d'impôts[1] a connu sa progression la plus faible depuis 1959 – année du début des comptes nationaux publiés par l'Insee : en valeur, la dépense hors crédits d'impôts a augmenté de 0,9 % et de seulement 0,3 % en volume (déflatée par les prix du PIB). A première vue, il peut apparaître contre-intuitif de parler d'économies en dépenses, alors que celles-ci sont en hausse croissante. Toutefois, leur progression est bien inférieure à la croissance potentielle, ce qui marque un vrai effort de réduction à long terme du

ratio des dépenses sur le PIB. En effet, la formule usuellement utilisée pour calculer l'effort en dépenses dépend de l'hypothèse retenue sur la croissance potentielle :

$$\begin{matrix}\textit{Effort}\\ \textit{en dépenses}\end{matrix} = \begin{matrix}\textit{Poids des dépenses}\\ \textit{publiques dans le PIB}\end{matrix} \times \left(\begin{matrix}\textit{Évolution en volume}\\ \textit{de la dépense publique}\end{matrix} - \begin{matrix}\textit{Croissance}\\ \textit{potentielle}\end{matrix}\right)$$

Pour comprendre pourquoi la mesure de l'effort en dépenses publiques est dépendante de la croissance potentielle, il faut comprendre la notion de soutenabilité de la dette qui lui est sous-jacente. La définition théorique de la soutenabilité de la dette est consensuelle : la dette publique serait soutenable si le stock de dette actuel pouvait être remboursé par le flux futur anticipé des revenus nets de l'Etat[2]. Si ce concept est clair, son application concrète est plus difficile. Dans la pratique, la politique budgétaire est jugée soutenable si elle permet de stabiliser le ratio de la dette publique par rapport au PIB, à un niveau jugé conforme au maintien du refinancement de marché. Ainsi, l'évolution de la dépense publique conforme à cet objectif devrait permettre de stabiliser la part de la dépense publique dans le PIB à long terme. Toutefois, comme la dépense publique répond essentiellement à des besoins sociaux indépendants de la conjoncture (en dehors de certaines prestations sociales comme l'assurance chômage), il ne peut pas être assuré, ni souhaitable, de stabiliser sa part dans le PIB à tout moment (ce qui impliquerait une évolution égale à celle de PIB). Pour éviter cet écueil, l'évolution en valeur des dépenses publiques est comparée au taux de croissance nominal du PIB potentiel[3] (dépendant du taux de croissance potentiel et de l'évolution annuelle du déflateur du PIB). Une croissance de la dépense publique supérieure (respectivement inférieure) au potentiel implique une impulsion positive (négative) car cela induit à long terme une hausse (baisse) du ratio des dépenses publiques sur le PIB. Si l'application de ce concept semble aisée, la croissance potentielle est par essence non observable et incertaine car très dépendante des hypothèses réalisées sur les variables démographiques et

l’évolution future de la productivité. Dans le PLF 2016, le gouvernement a revu à la hausse ses hypothèses de croissance potentielle pour les années 2016 et 2017 (qui serait de +1,5 % au lieu de +1,3 % comme retenu lors du vote de la Loi de programmation des finances publiques en décembre 2014). Cette révision est justifiée par la prise en compte des réformes structurelles mises en place, notamment lors du vote de la Loi Macron. Celle-ci serait la deuxième révision du potentiel depuis avril 2014 quand il l’estimait à +1,6 % (Programme de stabilité 2014-2017). Le gouvernement n’est pas le seul à revoir de façon répétée son évaluation du potentiel de croissance. Lors de la publication de ses dernières prévisions[4], la Commission a revu son évaluation de la croissance potentielle alors que sa dernière évaluation datait du mois de mai[5]. Il semble difficile de voir quelle nouvelle information a pu modifier son évaluation. Ces révisions récurrentes rendent difficile le débat économique en général[6] et brouillent le débat budgétaire. Ainsi à partir d’un jeu d’hypothèses de finances publiques identique, la mesure des économies en dépenses, et *a fortiori* de l’ajustement structurel, dépendra de la croissance potentielle retenue (tableau). Sous une hypothèse de croissance de la dépense publique (hors crédits d’impôts) en valeur de +1,3 % en 2016 et en 2017, l’ampleur de l’effort en dépenses aurait été évalué à 0,7 point en octobre 2015 (avec les hypothèses de potentiel du PLF 2016) ou à 0,6 point en décembre 2014 (LPFP

Tableau 1. Évaluation des efforts en dépenses publiques à partir de différentes hypothèses de croissance potentielle

En %

	Croissance potentielle			Effort en dépenses		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PLF 2016, octobre 2015	1,1	1,5	1,5	-0,6	-0,7	-0,5
LPFP 2014-2019, décembre 2014	1,1	1,3	1,3	-0,6	-0,6	-0,4
PLF 2015, octobre 2014	1,1	1,3	1,3	-0,6	-0,6	-0,4
Programme de stabilité 2014-2017, avril 2014	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
PLF 2014, septembre 2013	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
LPFP 2012-2017, janvier 2013	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
Prévision de novembre 2015	1,0	1,1	1,2	-0,5	-0,4	-0,3
Prévision de mai 2015	1,0	1,1	—	-0,5	-0,4	—
Ageing Working group*, mai 2015	1,1	1,1	—	-0,6	-0,4	—
Ageing Working group**, mai 2015	1,6	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5

* moyenne simple de la croissance potentielle de 2013 et de 2020 publiée dans *The 2015 Ageing Report*.
** moyenne de la croissance potentielle 2013-2060 publiée dans *The 2015 Ageing Report*.
Sources : PLF, LPFP, Prévisions de la Commission, *The 2015 Ageing Report*.

2014-2019).

Si les écarts identifiés ci-dessus semblent faibles, ils peuvent avoir des conséquences non négligeables sur l'application des règles budgétaires, ce qui peut amener les différents acteurs à agir sur leurs hypothèses dans le but de modifier l'effort affiché[7]. Alors que cette notion devrait orienter la vision de la trajectoire future des économies européennes, le débat est détourné. Les révisions récurrentes de la croissance potentielle focalisent les débats sur les aspects les plus techniques alors même que la méthode d'estimation de la croissance potentielle est incertaine par définition et n'est même pas consensuelle parmi les économistes. Ainsi, le semestre européen, qui devrait être le cadre de discussion et de coordination entre les Etats membres pour déterminer la politique économique qui s'adapte le mieux au contexte macroéconomique, pour la France ou pour l'ensemble de la zone euro, s'est perdu dans des débats techniques sans intérêt particulier.

---

[1] Les crédits d'impôts restituables – essentiellement le CICE et le CIR – sont comptabilisés en dépenses publiques sur

la base 2010 des comptes nationaux. Afin de rester plus proches des concepts économiques, les dépenses publiques seront analysées hors crédits d'impôts ; ils seront pris en compte comme une composante de la fiscalité.

[2] Cette définition est acceptée tant par la littérature académique (voir par exemple D'Erasmo P., Mendoza E. et Zhang J., 2015, "What is a Sustainable Public Debt?", *NBER WP*, n° 21574, septembre 2015, ou par les organisations internationales (voir FMI, 2012, « Assessing Sustainability »).

[3] Il peut aussi être comparé à une évolution tendancielle de la dépense publique qui, elle, peut tenir compte des évolutions des besoins auxquels la dépense répond.

[4] La Commission européenne table sur une croissance de 1,1 % en 2015, de 1,4 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 en France.

[5] L'évaluation a changé à la deuxième décimale.

[6] Pour ce débat voir H. Sterdyniak, 2015, « Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? », *Revue de l'OFCE*, n° 142, octobre 2015.

[7] Les révisions de la croissance potentielle peuvent avoir un impact sur la montée en charge des procédures. Ces révisions ne peuvent pas entraîner des sanctions. Au stade des sanctions seulement, l'hypothèse de croissance potentielle de la Commission, réalisée au moment de la recommandation du Conseil, est utilisée dans les débats. Toutefois, il est probable qu'une divergence d'appréciation sur une variable non observable puisse générer du frottement dans la procédure, réduire la probabilité de sanctions et rendre les règles moins crédibles.

Marché du travail : le taux de chômage est-il un bon

indicateur ?

par Bruno Ducoudré et Pierre Madec

Entre la zone euro d'une part et les Etats-Unis et le Royaume-Uni d'autre part, les évolutions des taux de chômage sont à l'image des divergences de croissance mises en évidence au sein de notre dernier exercice de prévision. Alors qu'entre 2008 et la fin 2010, les dynamiques des taux de chômage étaient proches en zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis et reflétaient la forte dégradation de la croissance, des différences apparaissent à partir de 2011. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, le chômage diminue depuis 2011 tandis qu'il amorce une seconde phase de hausse dans la plupart des pays de la zone euro (tableau 1), après un très bref repli. Ce n'est que plus récemment que la décrue s'est réellement engagée en Europe (fin 2013 en Espagne et début 2015 en France et en Italie). Au final, sur la période 2011-2015, le taux de chômage a continué de croître (+2,7 points) en Espagne. En Italie, cette dégradation du marché du travail s'est même accentuée (+4,5 points, contre 2,2 points entre début 2007 et fin 2010). Dans une moindre mesure, la France n'est pas épargnée.

Malgré tout, l'analyse des taux de chômage ne dit pas tout des dynamiques à l'œuvre sur les marchés de l'emploi (tableaux 2 et 3), et notamment sur le sous-emploi. Ainsi la plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail[1], *via* des politiques de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment le temps partiel subi. A contrario, l'évolution favorable du marché du travail américain s'explique en partie par une baisse importante du taux d'activité. Ce dernier s'établissait au premier trimestre 2015 à 62,8 %, soit 3,3 points de moins que 8 ans auparavant.

Tableau 1. Variation du taux de chômage au sens du BIT

En points de %

	T1 2007 - T4 2010	T1 2011 - T1 2015	T1 2007 - T1 2015
Allemagne	-2,4	-1,4	-4,2
Espagne	12,1	2,7	+15,0
France	0,7	1,3	+1,9
Italie	2,2	4,5	+6,4
Royaume-Uni	2,4	-2,2	0,0
États-Unis	5,0	-3,5	+1,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Tableau 2. Variation du taux d'activité

En points de %

	T1 2007 - T4 2010	T1 2011 - T1 2015	T1 2007 - T1 2015
Allemagne	+1,5	+0,7	+2,2
Espagne	+1,3	-0,7	+0,7
France	+0,5	+1,3	+1,8
Italie	+0,1	+1,8	+1,9
Royaume-Uni	-0,2	+1,3	+1,1
États-Unis	-1,9	-1,4	-3,3

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Tableau 3. Variation de la durée du travail

En %

	T1 2007 - T4 2010	T1 2011 - T1 2015	T1 2007 - T1 2015
Allemagne	-2,0	-2,1	-4,1
Espagne	+0,5	-3,5	-3,0
France	-0,9	-0,8	-1,7
Italie	-2,9	-2,4	-5,3
Royaume-Uni	-0,9	+1,4	+0,5
États-Unis	-0,7	+0,8	+0,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE, champ : Emploi total.

Afin de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, il est possible, sous un certain nombre d'hypothèses[2], de calculer le taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux Etats-Unis, où le taux d'activité s'est fortement réduit depuis 2007, l'ensemble des pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale, du fait des réformes des retraites dans plusieurs pays. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés. Ainsi, si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage

serait inférieur de 1,6 point en France et de 1,1 point en Italie (tableau 4). A contrario, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3 points à celui observé en 2015. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage (-4,2 points) alors même que son taux d'activité croissait de 2,2 points. A taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de 3,1% (graphique 1).

Concernant la durée du travail, les enseignements semblent bien différents. Il apparaît ainsi que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3 points en Allemagne et en Italie et d'environ 1 point en France et en Espagne, pays dans lequel la durée du travail ne s'est réduite fortement qu'à partir de 2011. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le constat est tout autre : le temps de travail n'a que très peu évolué depuis la crise. En contrôlant le temps de travail, le taux de chômage évolue donc comme celui observé dans ces deux pays.

Il faut rappeler que les dynamiques de baisse de la durée du travail sont anciennes. En effet, depuis la fin des années 1990, l'ensemble des pays étudiés ont fortement réduit leur temps de travail. En Allemagne, entre 1998 et 2008, cette baisse a été en moyenne de 0,6 % par trimestre. En France, le passage aux 35 heures a entraîné une baisse similaire sur la période. En Italie, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, ces ajustements à la baisse de la durée moyenne du travail ont été respectivement de -0,3 %, -0,4 % et -0,3 % par trimestre. Au total, entre 1998 et 2008, la durée du travail a été réduite de 6 % en Allemagne et en France, de 4 % en Italie, de 3 % au Royaume-Uni et aux Etats-Unis et de 2 % en Espagne, *de facto* seul pays à avoir intensifié, durant la crise, la baisse du temps de travail entamée à la fin des années 1990.

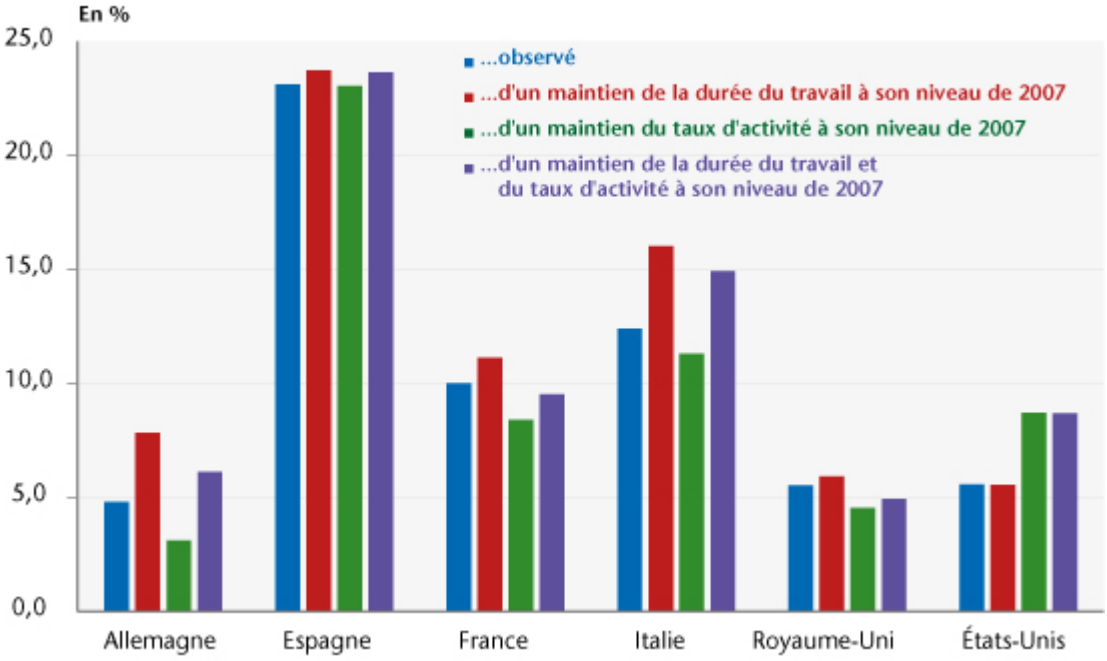
Tableau 4. Écart entre le taux de chômage observé au premier trimestre 2015 et le taux de chômage observé en cas ...

En %

	... d'un maintien de la durée du travail à son niveau de 2007	... d'un maintien du taux d'activité à son niveau de 2007	... d'un maintien de la durée du travail et du taux d'activité de 2007
Allemagne	+3,1	-1,7	+1,4
Espagne	+1,0	-0,1	+0,9
France	+1,2	-1,6	-0,4
Italie	+3,6	-1,1	+1,5
Royaume-Uni	0,0	-1,0	-1,0
États-Unis	0,0	+3,1	+3,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 1. Taux de chômage au premier trimestre 2015 dans le cas ...



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE, champ : Emploi total.

---

[1] La durée du travail est ici entendue comme le nombre d'heures travaillées totales par les salariés et les non-salariés (*i.e.* l'emploi total).

[2] Il est supposé qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage. L'emploi et la durée du travail ne sont ici pas considérés en équivalent temps plein. Enfin, ne sont pas pris en compte ni les possibles « effets de flexion » ni le « halo du chômage »

Toujours plus négatif ?

par Christophe Blot, Paul Hubert et Fabien Labondance

A la suite du dernier Conseil des gouverneurs qui s'est tenu le jeudi 22 octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a laissé ses taux directeurs inchangés, mais Mario Draghi a laissé entendre lors de la conférence de presse qui a suivi que de nouveaux développements dans la politique monétaire de la zone euro pourraient être apportés lors de la prochaine réunion du 3 décembre.

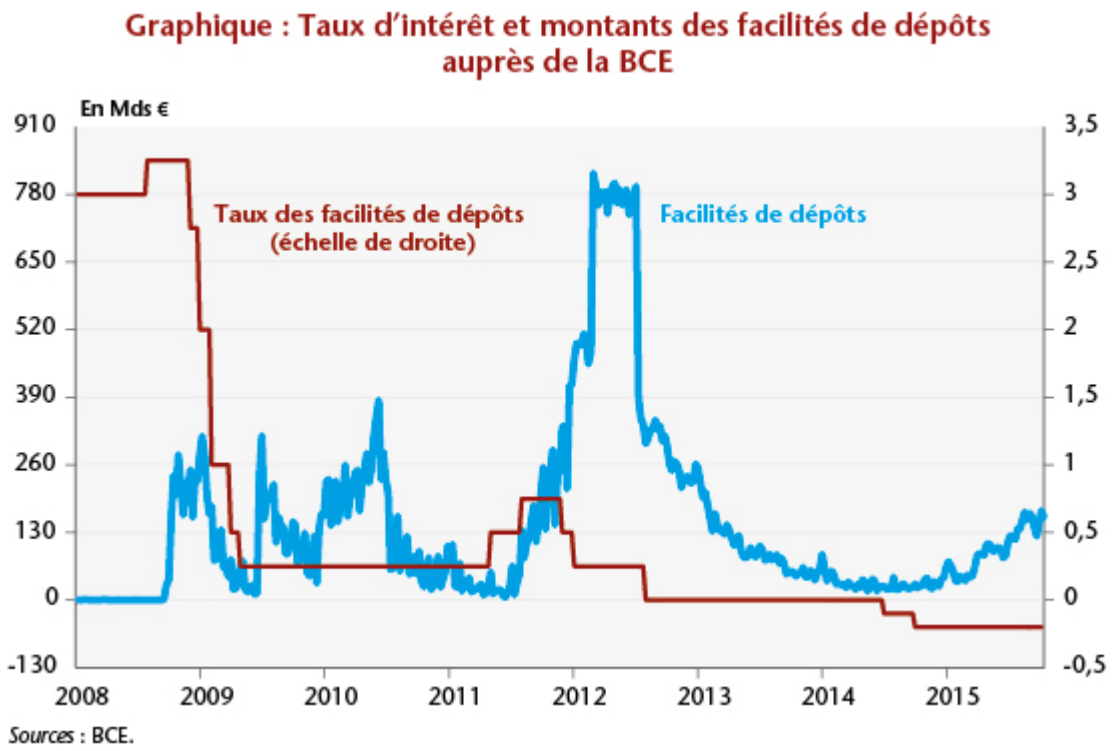
L'évaluation de la conjoncture faite par la BCE est claire, autant du côté de la croissance : « *Les risques pour les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, traduisant notamment les incertitudes accrues entourant les évolutions dans les économies de marché émergentes* » que de l'inflation: « *Des risques découlant des perspectives économiques ainsi que des évolutions sur les marchés financiers et des matières premières pourraient toutefois ralentir davantage encore la hausse progressive des taux d'inflation vers des niveaux plus proches de 2 %* ». Ce diagnostic montre donc qu'étant donné l'orientation actuelle de la politique monétaire, la BCE ne semble pas en mesure d'atteindre son objectif principal, à savoir une inflation proche de 2 % à moyen terme.

Sur cette base, Mario Draghi a annoncé qu' « *il y avait eu une*

discussion très riche sur tous les instruments monétaires qui pourraient être utilisés (…) et la conclusion était : nous sommes prêts à agir si nécessaire », et que la BCE n'était pas dans une situation de « *wait and see* » (attendre et voir), mais de « *work and assess* » (travailler et évaluer). De telles déclarations laissent penser que la BCE annoncera de nouvelles mesures pour atteindre son objectif. Se pose alors la question des instruments qui pourraient être utilisés. Si le programme de *Quantitative Easing (QE)* pourrait être étendu dans le temps, à différents actifs ou en montant, un autre outil semble aussi émerger.

Pour tenter de relancer le crédit et l'activité dans la zone euro, la BCE a essayé depuis le début de la crise d'inciter les banques commerciales à placer le moins de liquidités possibles à son propre bilan *via* les facilités de dépôts[1], ce qui constitue le placement le plus sûr pour les banques commerciales. Cette raison a poussé la BCE, en juin 2014, à fixer un taux d'intérêt négatif pour les facilités de dépôts.

Si cette stratégie a semble-t-il fonctionné dans un premier temps, on observe depuis mars 2015 une nouvelle augmentation des montants placés par les banques commerciales au titre des facilités de dépôts (graphique 1). Ainsi, la semaine du 27 février 2015, 37 milliards d'euros étaient placés en facilité de dépôts, ce montant grimpe à environ 160 milliards d'euros la semaine du 16 octobre 2015.



Sans atteindre les records passés (800 milliards d'euros en 2012), cela indique très certainement qu'une partie des injections massives de liquidité dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de la BCE (60 milliards par mois depuis mars 2015) demeure inemployée et retourne même au bilan de la BCE. Les banques commerciales continuent de rechercher des placements sans risque, même à des rendements négatifs. Ainsi, les facilités de dépôts de la BCE représentent un placement sûr au même titre par exemple que les bons du Trésor français qui s'échangent à des taux d'intérêts négatifs jusqu'à l'échéance de 2 ans.

Dès lors, parmi les nouvelles mesures qui seront très certainement annoncées le 3 décembre prochain existe la possibilité de diminuer encore les taux négatifs sur les facilités de dépôts. Ainsi, une nouvelle baisse des taux sur les facilités de dépôts devrait augmenter l'incitation des banques à trouver des formes alternatives et plus rémunératrices de placement de leurs liquidités excédentaires. De là à stimuler le crédit, le chemin restera cependant encore assez long. Mais cette incitation ne sera efficace qu'à condition que les opportunités de prêts apparaissent moins

risquées pour les banques commerciales, ce qui passe par un retour de la croissance européenne. A défaut, les limites de l'efficacité de la politique monétaire apparaîtront de plus en plus flagrantes.

---

[1] Dispositif par lequel les banques commerciales peuvent laisser des liquidités en dépôt auprès de la BCE pour une durée de 24 heures.