



Thomas Loupare - Divergence

Entreprise de négoce viticole en Languedoc-Roussillon. L'austérité, par son impact négatif sur l'activité, a freiné l'investissement en Europe.

CONJONCTURE Malgré une situation meilleure, 2015 ne devrait pas voir une vraie reprise de la zone euro. En cause, des politiques de rigueur contre-productives.



D. R.

Hervé Péléraux,
économiste au
département analyse
et prévision de l'OFCE

QUAND L'AUSTÉRITÉ NOURRIT L'AUSTÉRITÉ

Où en est l'économie en 2015 ? Quand, à l'été 2007, les prémices de la crise financière se sont manifestées avec les premières faillites de fonds d'investissement impliqués dans les crédits *subprime*, les économies développées sont entrées dans une phase de turbulences inédite, entraînant les économies dans une récession inégalée depuis la Grande Dépression des années 1930. La spirale récessive a été enrayée en 2009 par la mise en place de plans de relance, par l'instauration de soutiens massifs aux banques et par l'action spontanée des stabilisateurs automatiques (*). Mais sept ans après le déclenchement de la crise, la trajectoire de l'économie mondiale reste chaotique.

0,2 %

C'est le taux de croissance moyen par trimestre de la zone euro depuis la sortie de récession en 2013.

La zone euro notamment, dont l'activité, au 3^e trimestre 2014, se situe toujours à 2 % sous son précédent pic du 1^{er} trimestre 2008, est loin d'avoir récupéré du choc. Elle a même traversé une deuxième récession entre 2011 et 2013.

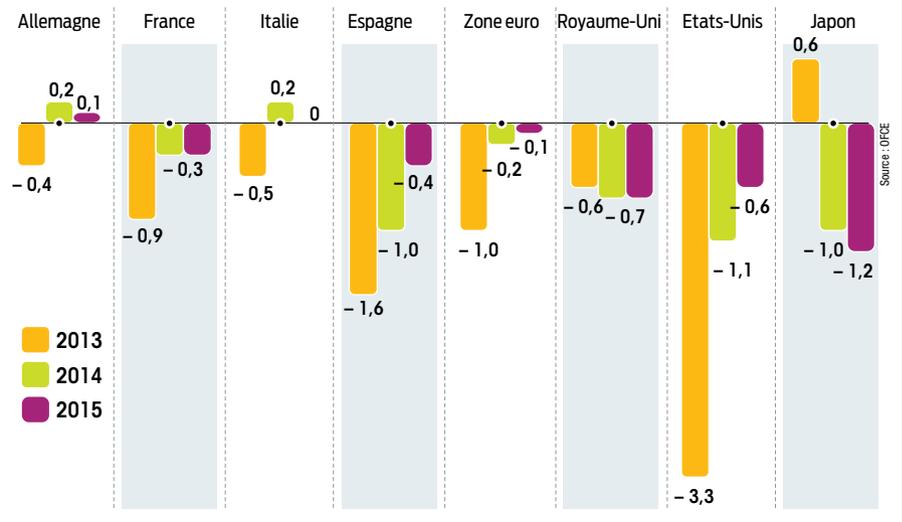
Cette situation qui se prolonge traduit-elle une entrée des économies développées dans une période de « stagnation séculaire », sous l'effet de l'enclenchement d'un processus de déflation ? C'est un débat chez les économistes. Ce mouvement serait la conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession et, depuis 2009, des administrations publiques. Face au gonflement de leurs passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour se désendetter et assainir leur situation patri-

*** Stabilisateurs automatiques :** mécanisme régulateur spontané de l'économie en période de crise. L'effet d'une récession est automatiquement atténué grâce, d'une part, à l'allègement des prélèvements obligatoires lié à la baisse des revenus des ménages et des entreprises et, d'autre part, aux dispositifs de protection sociale qui freinent la baisse des revenus, en particulier les allocations chômage. Il s'ensuit alors un creusement du déficit public, de nature conjoncturelle, qui préserve l'économie d'une récession plus prononcée.

*** Multiplicateur budgétaire :** effet de la variation des dépenses publiques sur l'ensemble de l'économie. Lorsque l'Etat augmente les impôts, les ménages peuvent réduire leur épargne pour maintenir leur niveau de consommation, ce qui contribue à préserver l'activité économique. Mais si la proportion de ménages capables de dégager une épargne se réduit, comme c'est le cas en Europe avec le niveau élevé du chômage depuis 2009, l'alourdissement des prélèvements obligatoires pèse davantage sur la consommation, et donc sur l'activité. Dans cette situation, on dit que les multiplicateurs budgétaires sont élevés.

*** Impulsion budgétaire :** variation du solde budgétaire (appelé aussi solde structurel) par rapport à l'année précédente décidée dans le cadre de la politique économique (et non imputable aux fluctuations conjoncturelles de l'activité).

Une rigueur généralisée Impulsion budgétaire, en points de PIB



moniale. Or, ce phénomène pourrait bien s'installer dans la durée. D'abord, parce que l'apurement des dettes privées contractées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des dettes publiques issues de la récession appellent un effort prolongé de restriction des dépenses. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes activées par l'impact négatif sur l'activité de cet assainissement patrimonial freinent le désendettement en réévaluant la valeur réelle des dettes passées. Ces pressions tendent également à faire remonter le coût réel du crédit, les taux d'intérêt nominaux atteignant rapidement un plancher, alors que l'inflation poursuit sa décrue.

Face à l'apparente absence de résultat des efforts de désendettement, comme on l'observe aujourd'hui, les ménages, les entreprises et les Etats pourraient décider de renforcer l'ajustement de leurs dépenses. Il s'ensuivrait alors un nouveau choc négatif sur l'activité et une accélération de la spirale déflationniste, qui dès lors s'auto-entretient. Les faits paraissent donner raison aux tenants de cette thèse, du moins au regard de l'évolution actuelle de la zone euro.

LE REMÈDE A TUÉ LE MALADE

Depuis 2010, la plupart des pays industrialisés se sont lancés dans une stratégie de réduction des déficits budgétaires, laissés béants après la récession de 2008-2009. En zone euro, elle a conduit à la mise en place de vastes plans d'austérité (voir graphique), avec l'intention de remédier à la défiance des investisseurs vis-à-vis des dettes publiques, de moins en moins convaincus de leur soutenabilité. Dans ce contexte de panique, le niveau prohibitif des taux d'intérêt sur la dette publique atteint dans les pays les plus en difficulté ouvrait en effet la possibilité de défauts de paiement, aux conséquences incommensurables pour la pérennité même de la zone euro. Faire refluer les déficits pour restaurer la confiance, obtenir une baisse des taux auxquels les Etats empruntent et, par-là, mettre en place les conditions d'un retour à la croissance sont ainsi devenus des enjeux cruciaux pour les Etats membres de l'Union.

Malheureusement, une erreur majeure de diagnostic a fait capoter cette stratégie. Elle ne pouvait en effet fonctionner que dans une situation de multiplicateurs budgétaires (*) faibles, autrement dit dans une situation où l'austérité ■■■

La réorientation de la politique budgétaire en France

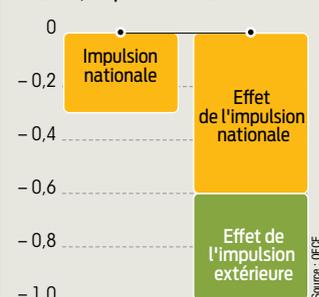
La rigueur, qui a modelé l'activité depuis 2010, restera le principal frein à la croissance française en 2015 comme elle l'a été en 2014, malgré des restrictions budgétaires plus faibles ces deux dernières années (-0,3 point de PIB en 2014 et en 2015). Soucieux d'améliorer la compétitivité de l'économie française, le gouvernement a mis en place des mesures visant

à alléger les prélèvements obligatoires sur les entreprises, par le Cice et le pacte de responsabilité (voir page 46). Des effets positifs sont attendus de ces dispositifs, mais ils seront lents à se développer.

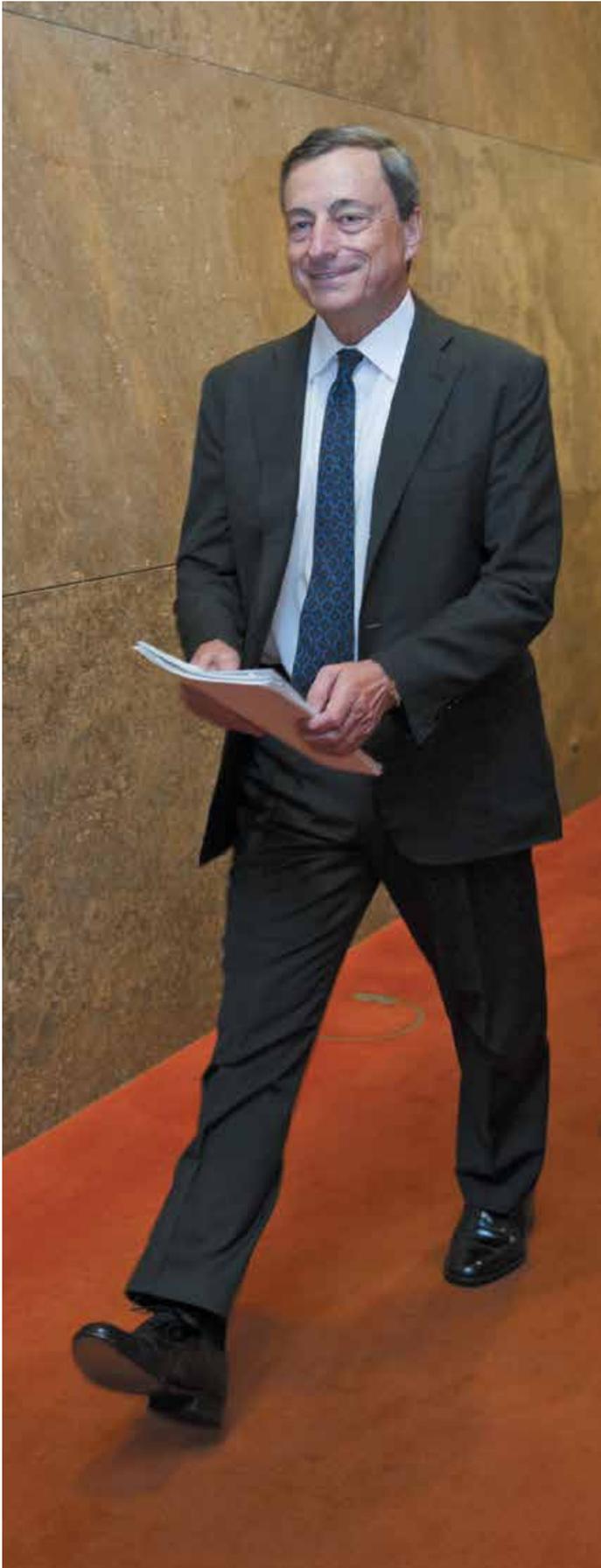
Pour que les moindres rentrées fiscales ne grèvent pas le déficit, le gouvernement finance ces mesures par la hausse de la TVA et une sévère cure d'amaigrissement des dépenses publiques. Mais l'effet négatif de ces mesures est quant à lui immédiat. Au final, l'effet négatif emportera largement sur l'effet positif, et la politique budgétaire pourrait avoir amputé la croissance de 0,8 point de PIB en 2014 et la faire de 0,6 point en 2015.

Et ce n'est pas tout. En plus de cet effet direct de la politique budgétaire, il faut également tenir compte de l'effet indirect des politiques d'austérité conduites chez les partenaires européens, qui freineront les exportations françaises. La perte est estimée à 0,4 point de PIB pour chacune des deux années. Au total, l'austérité aura donc fait perdre à la France plus d'un point de croissance en 2014 et autant en 2015. ■

Impulsion nationale et effet des impulsions nationale et extérieure en 2015, en point de PIB



N. B. : l'impulsion 2015 est de -0,3. Avec un multiplicateur de 2, l'effet direct est de $2 \times (-0,3) = -0,6$. S'ajoute à cela l'effet indirect (-0,4).



Tschann - Réa

L'action de Mario Draghi à la tête de la BCE a plus fait pour la timide embellie conjoncturelle constatée en 2014 que la stratégie de consolidation budgétaire.

■■■ aurait eu un faible impact sur l'activité. Or, ce n'était pas le cas des pays européens au sortir de la première phase de la récession. Dès lors, l'austérité n'a pas produit les bénéfices attendus. Le violent choc négatif imprimé à l'activité par la stratégie de consolidation budgétaire a précipité la zone euro dans une deuxième récession. Et, surtout, elle a freiné l'amélioration escomptée des finances publiques, dans la mesure où les stabilisateurs automatiques ont de nouveau joué. Cette stratégie n'en a pas moins été poursuivie, et même accentuée en raison de la révision à la baisse du produit intérieur brut (PIB) potentiel (*), le niveau de production qu'atteindrait une économie si ses capacités n'étaient pas sous-employées.

PIB POTENTIEL ET DÉFICIT RÉEL

L'estimation du PIB potentiel conditionne le niveau du déficit public conjoncturel, c'est-à-dire celui à même de pouvoir se résorber spontanément, sans intervention du gouvernement. La convergence du PIB effectif vers le PIB potentiel en cas de reprise de l'activité réduit en effet mécaniquement le déficit : les revenus et la consommation s'accroissent, ce qui augmente les rentrées fiscales, tandis que les dépenses sociales diminuent. Pour calibrer au plus juste l'effort budgétaire à réaliser si l'on veut éliminer la part non conjoncturelle du déficit public (on parle de déficit structurel), l'estimation de la capacité de rebond des économies vers le potentiel est déterminante. C'est ici que la mesure de

La croissance réelle est de nouveau très inférieure à la croissance potentielle, en France et en zone euro

l'écart de production, la différence entre production potentielle et effective, prend tout son sens. Lorsque la production effective est très inférieure au potentiel, le déficit conjoncturel est très élevé : la mise en place d'une politique de rigueur est alors contre-productive car, en bloquant la reprise de la croissance, elle est de nature à

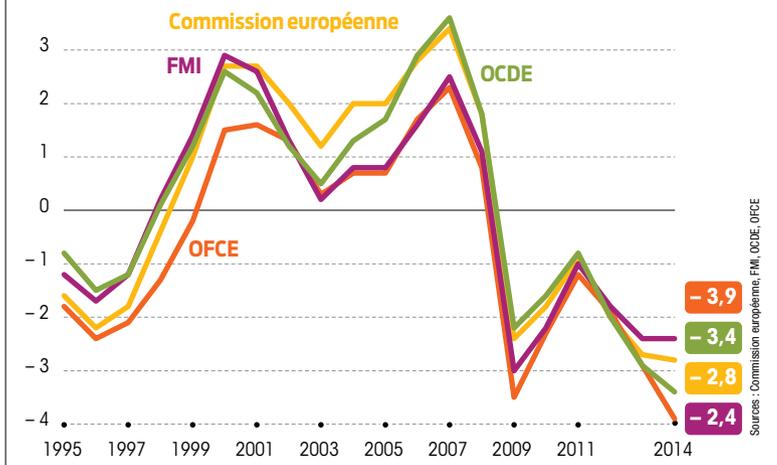
empêcher la résorption du déficit. Au contraire, si l'écart est très faible, voire nul, le déficit est intégralement d'origine structurelle et le gouvernement ne peut plus y remédier qu'en prenant des mesures d'austérité.

Le problème est que le PIB potentiel – et donc l'écart avec le PIB réel – n'est pas mesurable, mais relève d'estimations susceptibles d'être révisées selon la conjoncture. Il est, par exemple, impossible de déterminer précisément l'impact de la crise sur les ressources productives, qu'il s'agisse du non-renouvellement du capital physique ou de la déqualification des travailleurs au chômage. En dépit de ces incertitudes, tous les instituts économiques ont révisé à la baisse le niveau du PIB potentiel de la France et de la zone euro, compte tenu de la faiblesse de la croissance depuis 2008. Ce qui a réduit l'écart avec le PIB réel et donc l'estimation de l'ampleur des déficits conjoncturels, justifiant alors le renforcement des politiques d'austérité. Or, c'est bien l'austérité, par son impact négatif sur l'activité, qui a conduit à la baisse du potentiel pour cause de faiblesse de l'investissement. En quelque sorte, l'austérité a nourri l'austérité.

Si la quantification de la croissance potentielle varie d'une institution à l'autre, un consensus émerge toutefois parmi les grandes institutions pour conclure de nouveau à l'existence, aujourd'hui, d'une croissance réelle très inférieure à la croissance potentielle, en France et dans la zone euro (voir graphique). La

Loi du potentiel

Ecart entre le PIB français et son niveau potentiel selon différentes sources, en %



cause de la langueur des économies européenne et française depuis la mi-2011 réside donc moins dans l'absence de marges de rebond que dans l'application de politiques d'austérité surdimensionnées qui les ont empêchées de s'exprimer.

L'atténuation des risques d'éclatement de la zone euro, la baisse des taux d'intérêt et la timide embellie conjoncturelle constatée en 2014 doivent finalement plus à l'action de la Banque centrale européenne (BCE) qu'à l'efficacité de la stratégie de consolidation budgétaire. La crise des dettes souveraines a été désamorcée à l'été 2012 avec l'engagement de son président, Mario Draghi, à faire « *tout le nécessaire* » pour préserver l'euro. Puis avec la mise en place en septembre de la même année d'une garantie de rachat par la BCE de titres sur le marché secondaire (*) de la dette publique, ce qui offre une sécurité pour leurs détenteurs en cas de défaut du pays les ayant émis.

La zone euro est sortie d'une deuxième récession au deuxième trimestre 2013, mais la croissance (+ 0,2 % en moyenne par trimestre) est

* **PIB potentiel** : niveau de production réalisable par l'économie, sans tensions excessives sur l'appareil productif qui provoqueraient une accélération de l'inflation et sans augmentation des facteurs de production. L'écart de production est la différence entre la production effective et la production potentielle, qui mesure la sous-utilisation des facteurs de production.

* **Marché secondaire** : marché sur lequel sont échangés des titres financiers déjà créés. Celui sur lequel ces titres sont émis est le marché primaire.

restée trois fois inférieure à celle enregistrée lors des reprises précédentes (+ 0,6 % par trimestre en 2004 et en 2010, par exemple). Les conditions de mise en place d'une « vraie » reprise, c'est-à-dire d'une croissance durable au-delà du potentiel, restent obérées par l'austérité, même si elle a été conduite en 2014 et en 2015 avec plus de modération qu'auparavant (1).

En outre, si les taux d'intérêt nominaux ont baissé, les taux réels ont augmenté avec la chute des taux d'inflation. Enfin, l'appréciation de l'euro en 2013 s'est également opposée aux efforts faits pour améliorer la compétitivité dans la zone euro.

Face à une faible croissance et à des niveaux de chômage toujours élevés, les pays membres de la zone euro mettent en place des stratégies de compétitivité non coopératives qui alimentent les processus déflationnistes. Consciente du risque de plus en plus évident d'entrée en déflation de la zone euro, la BCE a renforcé sa politique d'assouplissement monétaire avec l'annonce, le 22 janvier 2015, d'un programme de rachat massif de titres publics étalé sur dix-huit mois. Mais beaucoup d'observateurs craignent que la politique monétaire ne soit pas capable à elle seule d'interrompre la dangereuse inclination de la zone euro vers la déflation et la dépression. Si certains freins extérieurs à la croissance en zone euro se desserrent en 2015, comme la dépréciation de l'euro et la baisse du prix du pétrole dans la seconde moitié de 2014 le laissent présager, il ne faut donc pas s'attendre à un vrai redémarrage de l'économie européenne en 2015. ■

1. C'est par exemple le cas en France de la réorientation de la politique budgétaire en faveur des entreprises, avec le Cice et le pacte de responsabilité. Voir page 46.

Le pétrole et l'euro à la rescousse

La baisse de l'euro et du prix du pétrole est a priori une bonne nouvelle pour les pays européens. L'amélioration de la compétitivité des pays de la zone euro vis-à-vis des partenaires extérieurs devrait favoriser leurs exportations. Selon les estimations de l'OFCE, la dépréciation de 10 % du taux de change de l'euro en 2014-2015 entraînera une majoration de la croissance du PIB de 0,3 point cette année.

Le recul du prix du pétrole, passé de 110 dollars en juin 2014 sous les 50 dollars en janvier 2015, aura également un effet favo-

nable sur l'activité si le choc est durable. Certes, le pouvoir d'achat des pays exportateurs de pétrole se réduira, pénalisant les commandes de biens et services qu'ils nous passent, mais l'allègement de la facture énergétique des pays consommateurs (baisse du prix de l'énergie pour les ménages et du coût des approvisionnements pour les entreprises) aura également un effet positif sur la croissance. Selon les estimations de l'OFCE, la baisse de 30 euros du prix du pétrole en 2014-2015 générera un supplément de croissance de 0,2 point cette année. Au total, c'est 0,5 point de croissance qui pourrait être regagné cette année si ces chocs positifs s'avéraient durables. ■

0,5

point de croissance pourrait être gagné en zone euro cette année grâce à la baisse de l'euro et du prix du pétrole.

Une baisse de 10 % du taux de change de l'euro pourrait majorer la croissance du PIB de 0,3 point cette année.