Reprise avortée

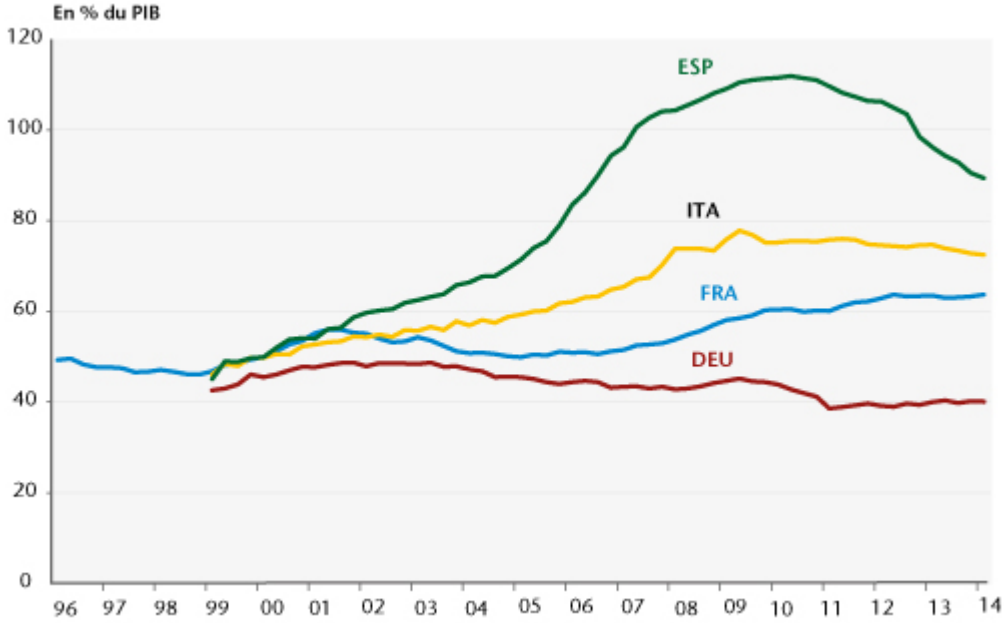
Christophe Blot

Ce texte renvoie à l'article « Le piège de la déflation : perspectives 2014-2015 pour l'économie mondiale » rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart et Xavier Timbeau.

Selon le communiqué d'Eurostat publié le 14 novembre 2014, la croissance du PIB de la zone euro s'élève à 0,2 % au troisième trimestre 2014. Dans le même temps, l'inflation s'est stabilisée en octobre au niveau très faible de 0,4 %. Bien que les perspectives d'une nouvelle récession soient écartées pour l'instant, le FMI évalue en effet la probabilité de récession dans la zone euro entre 35 et 40 %. Ces mauvais chiffres reflètent l'absence de reprise dans la zone euro et ne permettent donc pas une décrue rapide du chômage. Quels enseignements pouvons-nous en tirer ? A court terme, l'atonie de l'activité s'explique par trois facteurs qui ont pesé négativement sur la croissance. Tout d'abord, bien que moindre qu'en 2013, la consolidation budgétaire s'est poursuivie en 2014 dans un contexte où les multiplicateurs restent élevés. Ensuite, malgré la baisse des taux d'intérêt publics à long terme du fait de la fin des tensions sur les dettes souveraines, les conditions de financement appliquées aux ménages et aux entreprises de la zone euro se sont dégradées parce que les banques n'ont pas répercuté systématiquement la baisse des taux longs et parce que la moindre inflation induit un durcissement des conditions monétaires réelles. Enfin, l'euro s'est apprécié de plus de 10 % entre juillet 2012 et le début de l'année 2014. Bien que cette appréciation reflète la fin des tensions sur les marchés obligataires de la zone euro, elle a pénalisé les exportations. Au-delà de ces facteurs de court terme, les chiffres récents pourraient être les prémisses d'une longue phase de croissance modérée et d'inflation basse, voire de déflation dans la zone euro.

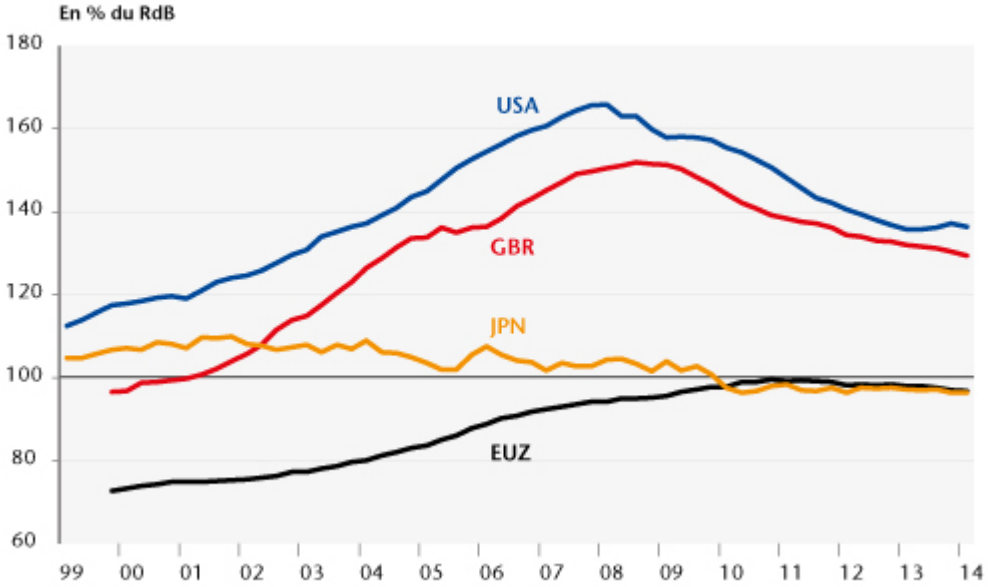
En effet, après une période de fort accroissement de la dette (graphiques), la situation financière des ménages et des entreprises en zone euro s'est dégradée depuis 2008 du fait des crises successives – crise financière, crise budgétaire, crise bancaire et crise économique. La dégradation de la santé financière des agents non-financiers a réduit leur capacité à demander des crédits. Par ailleurs, les ménages peuvent être contraints de réduire leurs dépenses de consommation, et les entreprises leurs décisions d'investissement et d'emplois afin de réduire leur endettement. S'ajoute à cela la fragilité de certaines banques qui doivent absorber un montant élevé de créances douteuses, ce qui les conduit à restreindre l'offre de crédit, comme en témoigne la dernière enquête SAFE réalisée par la BCE auprès des PME. Dans ce contexte où les agents privés privilégient le désendettement, le rôle de la politique budgétaire devrait être crucial. Il n'en est rien dans la zone euro en raison du souhait de consolider la trajectoire de finances publiques, au détriment de l'objectif de croissance[1]. En outre, alors que de nombreux pays pourraient sortir de la procédure de déficit excessif en 2015[2], la consolidation devrait se poursuivre en raison des règles du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) qui imposent aux pays membres un ajustement budgétaire afin de ramener la dette publique jusqu'au seuil de 60 % en 20 ans[3]. Dans ces conditions, la reprise serait de nouveau retardée et la zone euro pourrait se retrouver enfermée dans le piège de la déflation. L'absence de croissance et le niveau élevé du chômage créent des pressions à la baisse sur les prix et salaires, pressions exacerbées par des dévaluations internes qui sont les seules solutions adoptées pour améliorer la compétitivité et regagner quelques parts de marché. Cette réduction de l'inflation rend encore plus long et plus difficile le processus de désendettement ; elle réduit la demande et renforce le processus déflationniste. L'expérience japonaise des années 1990 montre malheureusement que l'on sort difficilement d'une telle situation.

Graphique 1. Dette des Sociétés non financières



Source : Banque de France.

Graphique 2. Endettement des ménages



Source : Banque de France.

---

[1] Les coûts de cette stratégie ont été évalués dans les deux précédents rapports iAGS (voir ici).

[2] La France et l'Espagne seraient cependant deux exceptions

importantes avec un déficit budgétaire qui s'élèverait respectivement à 4 et 4,2 % en 2015.

[3] Voir le post de Raul Sampognaro pour un éclairage concernant le cas précis de l'Italie.

Pas de surprise du côté de la Fed*

par Christine Rifflart

Sans grande surprise, lors de sa réunion des 29 et 30 octobre, le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale des Etats-Unis a décidé de maintenir ses mesures non conventionnelles et de laisser inchangé son taux des fonds fédéraux. Depuis la fin de l'année 2012, la Réserve fédérale procède en effet à des achats massifs de titres (obligations publiques et titres de dette hypothécaire) au rythme de 85 milliards de dollars par mois. L'objectif est de faire pression sur les taux longs et soutenir l'activité, y compris sur le marché immobilier.

Par ailleurs, la Réserve fédérale, engagée dans une stratégie de transparence et de communication qui vise à ancrer les anticipations des investisseurs, n'a fait que confirmer le maintien du taux entre 0 et 0,25 % aussi longtemps que le taux de chômage sera supérieur à 6,5 %, que l'inflation anticipée à l'horizon d' 1 à 2 ans ne sera pas supérieure d'un demi-point à l'objectif d'inflation de long terme, fixé à 2 %, et que les anticipations d'inflation de long terme resteront stables. Selon nos prévisions d'octobre (voir Etats-Unis : la croissance plafonnée), le taux de chômage, de 7,2 % en septembre pourrait atteindre 6,9 % fin 2014. Enfin,

l’inflation, à 1,5 % au troisième trimestre 2013, ne dépasserait pas 1,8 % en 2014. Dans ces conditions, aucune hausse n’est attendue avant le deuxième semestre 2015. La politique restera donc particulièrement accommodante.

Les incertitudes portaient davantage sur le retrait effectif des mesures non conventionnelles qui maintiennent les taux longs à des niveaux artificiellement bas. Annoncé en mai dernier, l’arrêt ou la réduction de ces mesures est attendu par les marchés, ces mesures n’ayant pas vocation à durer. Entre mai et septembre 2013, les investisseurs privés ou publics étrangers avaient anticipé le début du retrait et s’étaient défaussés d’une partie de leurs titres. Cet afflux de titres avait fait chuter les prix et entraîné une hausse d’un point des taux longs publics en quelques semaines. Mais la fragilité de la croissance, l’insuffisance des créations d’emploi et surtout l’exercice de communication dans lequel se sont lancées les Banques centrales pour rassurer les marchés financiers ont éloigné au fil des mois, la date d’application de ce retrait des achats. Les taux longs ont à nouveau baissé, et encore plus ces dernières semaines après la crise budgétaire d’octobre.

Si, rétrospectivement, il apparaît que l’anticipation d’un retrait des mesures non conventionnelles était prématurée, il n’en demeure pas moins que la question du *timing* se pose. Dans son communiqué, le Comité précise que la décision dépendra des perspectives économiques tout autant que de l’évaluation coût / bénéfice du programme. Or, le paysage économique ne devrait pas s’améliorer dans les prochains mois. Si le Congrès parvient à un accord budgétaire avant le 13 décembre, celui-ci se fera assurément sur la base de coupes dans les dépenses publiques. Ce nouveau choc budgétaire viendra freiner encore la croissance et pénaliser davantage le marché du travail. L’émission de nouveaux titres de dette, contrainte en 2013 par le plafond légal de la dette, progresserait alors très lentement en 2014 du fait des ajustements budgétaires. Face à

cette modération de l'offre de titres, la Réserve fédérale pourrait réduire ses achats au profit des autres investisseurs. L'équilibre sur le marché des titres pourrait alors être maintenu sans baisse brutale du prix des actifs.

Cette normalisation des instruments de politique monétaire ne devrait pas tarder. Mais elle n'est pas sans risque car une brusque hausse des taux longs n'est pas exclue. Les marchés sont volatiles et l'épisode des mois de mai et juin l'a rappelé. Mais une grande partie du mouvement est déjà intégré par les marchés. La Réserve fédérale devra donc amplifier sa stratégie de communication (en annonçant à l'avance par exemple la date et l'ampleur du retrait) si elle veut réussir le difficile exercice d'équilibriste de maintien d'une politique monétaire très accommodante tout en levant progressivement ses mesures exceptionnelles de bas taux d'intérêt. On fait l'hypothèse que l'exercice sera réussi. Les taux longs publics de 2,7 % au troisième trimestre 2013, ne devraient pas dépasser 3,5 % à la fin de 2014.

---

*Ce texte s'appuie sur l'étude « Politique monétaire : est ce le début de la fin ? » à paraitre prochainement dans les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale.

Le commencement de la déflation

par Xavier Timbeau

Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013

La crise économique et financière mondiale, amorcée à la fin de l'année 2008, entre maintenant dans sa cinquième année. Et 2012 aura été pour l'Union Européenne une nouvelle année de récession, ce qui montre à quel point la perspective d'une sortie de crise, maintes fois annoncée, aura été démentie par les enchaînements économiques. Nos prévisions pour les années 2013 et 2014 peuvent se résumer assez sinistrement : les pays développés vont rester englués dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

De 2010 à 2012, les efforts budgétaires réalisés et annoncés ont été sans précédent pour les pays de la zone euro (-4,6% du PIB), le Royaume-Uni (-6% du PIB) ou les Etats-Unis (-4,7% du PIB). L'ajustement budgétaire longtemps reporté aux Etats-Unis, mais précipité par l'absence de consensus politique entre les démocrates et les républicains va se reproduire en 2013 et 2014. En 2014, l'austérité en zone euro s'atténuerait, quoiqu'elle se poursuivrait très intensément dans les pays encore en déficit, qui sont également ceux dans lesquels les multiplicateurs budgétaires sont les plus élevés.

Dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité. Cette expression, reprise de Marco Buti, économiste en chef de la Commission européenne, sonne à la fois comme un aveu et comme un euphémisme. Un aveu parce que la prise de conscience de la valeur élevée des multiplicateurs budgétaires a été tardive et a été trop longtemps négligée ; Olivier Blanchard et David Leigh rappellent que cette méprise se traduit dans les erreurs systématiques de prévision et que ces erreurs ont été d'autant plus grandes que la situation des pays était dégradée et que les efforts de réduction des déficits étaient importants.

Mais cette méprise a également conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics soient déçus. L'impact plus fort que « prévu » des plans d'austérité sur l'activité

implique des recettes fiscales moins importantes, donc une réduction moins grande du déficit public. Mais, en voulant coûte que coûte respecter des objectifs nominaux de déficits, les Etats n'ont fait qu'accentuer l'effort budgétaire.

L'aveu pourrait laisser penser que l'erreur était inévitable et que la leçon en a été tirée. Il n'en est rien. D'une part, depuis 2009, de nombreuses voix se sont élevées pour prévenir que les multiplicateurs pouvaient être plus élevés qu'en « temps normal », que la possibilité d'une consolidation expansive telle que décrite et documentée par Alberto Alesina était un leurre fondé sur une mauvaise interprétation des données, et que le risque de négliger l'impact de la consolidation sur l'activité était réel.

En octobre 2010, le FMI, sous l'impulsion déjà d'Olivier Blanchard, décrivait les risques à poursuivre une consolidation trop brutale. Ainsi, la prise de conscience générale du début de l'année 2013 semble céder à l'accumulation d'éléments empiriques tellement importants que la thèse opposée est indéfendable. Mais le dommage a été fait.

La leçon n'en a pas été tirée non plus. Selon la Commission européenne, les multiplicateurs *étaient* élevés[1]. L'utilisation du temps passé révèle la nouvelle position de la Commission européenne : si les multiplicateurs *étaient* élevés, ils sont désormais revenus à leur valeur d'avant la crise. Cela signifie que selon la Commission européenne, la zone euro est à nouveau dans une situation de « conjoncture normale ». L'argument est ici théorique et non empirique. En temps normal, les agents économiques seraient « ricardiens », au sens que Robert Barro a donné à ce terme. Ils pourraient donc lisser leurs choix de consommation ou d'investissement et ne seraient pas contraints par leur revenu à court terme. Les multiplicateurs seraient donc bas, voire nuls. La consolidation budgétaire (qui est le nom donné à ces efforts budgétaires sans précédent conduits depuis 2010 en zone euro) pourrait donc continuer, cette fois-ci sans les désagréments

observés précédemment. Cet argument est sans aucun doute pertinent en théorie mais son utilisation en pratique, aujourd'hui, laisse songeur. C'est en effet bien vite oublier que nous sommes dans une situation de chômage élevé, que le chômage de longue durée s'accroît, que les bilans d'entreprises sont encore dévastés par la chute d'activité amorcée en 2008, jamais récupérée, sauf en Allemagne, que les banques elles-mêmes peinent à afficher une situation conforme aux règles comptables et que la directrice générale du FMI, Madame Christine Lagarde, exhorte à la fermeture de quelques-unes d'entre elles. C'est donc oublier que ce fameux crédit supposé lisser la consommation ou l'investissement s'effondre, *credit crunch* rampant mais puissant. C'est oublier que dans cette époque où l'injonction de préférer le secteur privé au secteur public se fait plus forte que jamais, la panique sur les marchés financiers conduit les détenteurs d'épargne et les décideurs des placements à choisir la dette souveraine d'Etats et à accepter une rémunération inférieure à 2 % à 10 ans. Et ce malgré les dégradations par les agences de notation, parce que ces Etats sont perçus (et « *pricés* » pour suivre le dialecte des salles de marché) comme présentant le risque le plus faible. Paradoxe d'une époque où l'on se soumet volontairement à la taxation en acceptant un taux réel négatif sur ses placements et en payant chèrement une assurance contre le défaut.

Si donc l'aveu paraît tardif et sans grande conséquence sur le dogme pour sortir de la crise, il procède également par euphémisme. Car que sont ces coûts auxquels Marco Buti fait référence ? Le prix à payer pour une situation budgétaire inextricable ? Un mauvais moment à passer avant d'en revenir à un futur assaini ? C'est bien en ne voulant pas se lancer dans l'analyse détaillée de ce que l'on risque à poursuivre cette stratégie économique, dont on a finalement reconnu qu'elle avait été mal calibrée, que l'on passe à côté du plus important. En poursuivant un objectif à court terme de consolidation, alors que les multiplicateurs budgétaires sont

élevés, on maintient ou renforce les conditions qui font que les multiplicateurs budgétaires sont élevés. On prolonge ainsi la période de chômage et de sous-emploi des capacités. On empêche le désendettement privé, point de départ de la crise et on induit la continuation de la crise.

L'effort budgétaire est donc décevant à court terme, puisque la conséquence d'un multiplicateur élevé est que le déficit public se réduit moins qu'espéré, voire ne se réduit pas. La dette publique quant à elle augmente, l'effet du dénominateur l'emportant sur le ralentissement de la hausse du numérateur (voir le rapport iAGS pour une discussion et une formalisation simple). Les exemples sont nombreux, le plus récent en date étant la France, le plus spectaculaire l'Espagne. Mais, la déception n'est pas qu'à court terme. La persistance d'une croissance nulle, de la récession, modifie les anticipations de croissance future : ce qui était analysé il y a quelques trimestres comme un déficit public conjoncturel est considéré aujourd'hui comme structurel. Mais la déception modifie aussi le potentiel futur. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail, de moindre R&D, de retard pris dans les infrastructures, voire, comme on l'observe maintenant dans les pays d'Europe du Sud, les coupes dans l'éducation, dans la lutte contre la pauvreté ou dans l'insertion des populations immigrées obscurcissent les perspectives de long terme.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera l'effort de consolidation budgétaire. Pour certains pays, ce sera la répétition et donc l'accumulation d'un effort sans précédent pendant 5 années consécutives. L'Espagne s'engagerait ainsi dans un effort budgétaire cumulé de plus de 8 points de PIB ! À quelques exceptions près le chômage continuera d'augmenter dans les pays développés, jusqu'à produire une situation de chômage involontaire dépassant la capacité des systèmes nationaux d'assurance chômage à remplacer les revenus salariaux perdus, d'autant qu'ils sont sous la pression des coupes budgétaires. Dans ce contexte, la

déflation salariale commence par les pays les plus touchés. Mais, puisque la zone euro est un espace de changes fixes, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Il y aura là un nouveau levier par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

Il existe, face à cette situation, un argument particulièrement spécieux pour en justifier le déroulement. Il est qu'il n'y avait pas d'alternative. Que l'histoire avait été écrite avant 2008 et que les erreurs de politique économique commises avant la crise rendaient celle-ci inévitable. Que surtout, tout autre choix, comme reporter la consolidation des finances publiques à une conjoncture où les multiplicateurs budgétaires sont plus bas n'était tout simplement pas possible. La pression des marchés, la nécessité de restaurer la crédibilité perdue avant 2008, obligeait à une action prompte. Que si cette action n'avait pas été menée telle qu'elle a été menée, alors, le pire se serait produit. Eclatement de l'euro, défaut sur les dettes publiques ou privées auraient plongé la zone euro dans une dépression comparable à celle des années 1930, voire pire. Ainsi, l'effort considérable qui a été accompli a permis d'éviter un désastre et le résultat de cet effort est, somme toute, très encourageant.

Mais cet argument oublie les risques qui sont pris aujourd'hui. La déflation, la prolongation du chômage de masse, la désagrégation des Etats sociaux, le discrédit de leurs politiques, la diminution du consentement à l'impôt portent en eux des menaces sourdes dont nous ne faisons qu'entrevoir les conséquences. Et surtout, il écarte l'alternative qui aurait été pour la zone euro d'exercer sa

souveraineté et d’afficher sa solidarité. Il repose sur l’idée que la discipline budgétaire des Etats doit se régler par l’accès au marché. Il occulte que la dette publique et la monnaie sont indissociables. Cette alternative existe ; elle passe par une mutualisation des dettes publiques en zone euro ; elle demande un saut vers un transfert de souveraineté ; elle demande de compléter le projet européen.

---

[1] « With fiscal multipliers higher than in normal times, the consolidation efforts have been costly in terms of output and employment. » Marco Buti et Karl Pichelmann, ECFIN *Economic Brief Issue* 19, février 2013, *European prosperity reloaded: an optimistic glance at EMU@20*.