

L'IMPACT DES CHOCS ÉCONOMIQUES SUR LA CROISSANCE DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS DEPUIS 2011

Éric Heyer et Raul Sampognaro

OFCE, Sciences Po

À la suite du déclenchement de la Grande Récession de 2008, les principales économies avancées avaient retrouvé la voie de la croissance à la mi-2009. Cette relative synchronisation des cycles est le reflet à la fois des sources communes du choc de 2008 comme de la coordination des politiques économiques pour faire face à la crise. En revanche, depuis 2011 la croissance du PIB des principales économies européennes a décroché par rapport à celle des États-Unis. En particulier, les économies de la zone euro sont entrées dans une phase de quasi-stagnation, voire de récession pour les pays du sud de l'Union monétaire, dont certaines peinent toujours à sortir. Quatre chocs économiques – de politique budgétaire, des conditions de financement, l'évolution de la compétitivité-prix et de celle du prix du pétrole – permettent d'expliquer une grande part de cette divergence. En particulier, les choix différents de politique budgétaire constituent quantitativement le principal élément d'explication. Lors du déclenchement de la crise des dettes souveraines, les gouvernements de la zone euro se sont engagés à réduire rapidement leurs déficits afin de limiter la hausse des primes de risque sur les taux souverains et d'asseoir la crédibilité des nouvelles règles de la gouvernance européenne. En outre, les effets des tensions sur les dettes souveraines ont été démultipliés par la fragmentation financière et la dégradation des bilans bancaires, alors même que la BCE, contrairement à la Fed, a tardé à répondre avec des mesures non-conventionnelles. Les hausses du prix du pétrole ont aussi pesé sur la croissance européenne alors que leurs effets ont été plus faibles aux États-Unis, du fait de la hausse de la production de pétrole de schiste. Seules les évolutions des taux de change ont soutenu l'activité en zone euro, notamment en 2012 et en 2013, mais leur contribution a été insuffisante pour contrecarrer les autres chocs.

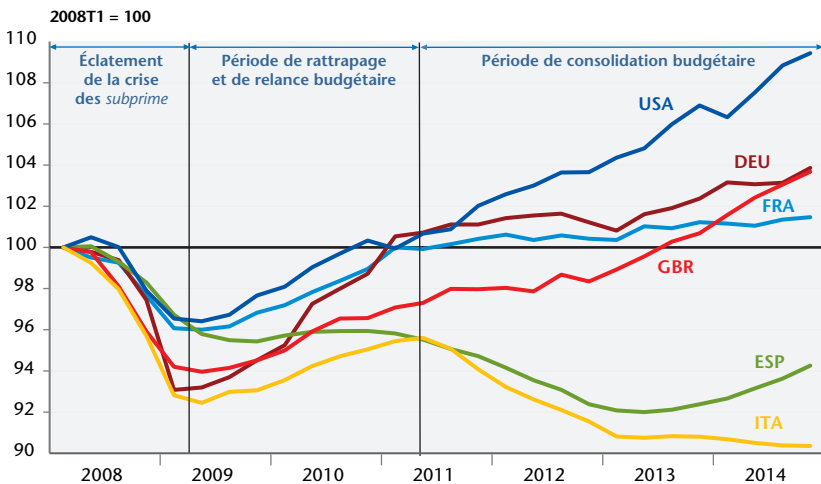
En l'absence de ces quatre chocs, la croissance aurait pu s'établir en Europe au-delà du rythme de la croissance potentielle, comme aux États-Unis. Ceci aurait permis une convergence durable du PIB vers son niveau potentiel, facilitant ainsi la réduction des déséquilibres sur le marché du travail et le redressement des comptes publics.

Mots clés : politique budgétaire, conditions de crédit, pétrole, compétitivité, modélisation.

Après le choc initial de la Grande Récession de 2008, les économies développées avaient retrouvé la voie de la croissance à la mi-2009. Cette relative synchronisation des économies est le reflet des modalités communes du choc initial – concordance des cycles financiers, contraction des échanges commerciaux mondiaux, correction brutale des prix des actifs, notamment des logements dans certains pays –, des réponses mises en place pour y répondre : plans de relance concertés par les gouvernements et des effets positifs de la baisse du prix du pétrole.

Dans ce cadre, le rebond français a été l'un des plus vigoureux, voisin de celui des États-Unis et nettement supérieur à celui du Royaume-Uni, de l'Italie et de l'Espagne (graphique 1). L'Allemagne faisait figure d'exception parmi les grands pays industrialisés ; son rattrapage est plus rapide qu'ailleurs : du fait de son modèle de développement axé sur la conquête de marchés extérieurs, elle a d'autant plus profité de la reprise du commerce mondial dans le courant de l'année 2009 qu'elle avait été plus lourdement affectée par son effondrement en 2008. C'est aussi le seul pays à avoir poursuivi en 2010 l'effort de relance quand ses partenaires avaient déjà basculé dans l'austérité.

Graphique 1. Évolutions comparées du PIB des grands pays développés depuis 2008



Au cours de la première moitié de 2011, ce processus de reprise s'est brutalement interrompu : la croissance mondiale est retombée à 2,8 % en 2012 et 2,7 % en 2013 alors qu'elle atteignait 5,0 % et 3,6 % les deux années précédentes. Il est toutefois notable que seules les économies de la zone euro sont entrées dans une phase de quasi-stagnation – voire de récession pour les pays du sud de la zone comme l'Italie et l'Espagne – dont certaines peinent toujours à sortir encore à la fin de l'année 2014. Ces performances, plutôt décevantes pour l'ensemble de la zone euro, contrastent avec la situation des États-Unis et avec celle du Royaume-Uni depuis 2012 où la dynamique de croissance est bien mieux orientée (graphique 1).

Le choix de stratégies de politiques économiques distinctes entre ces zones, les différences de sensibilité aux évolutions du prix du pétrole ou du taux de change entre ces pays permettent-ils de rendre compte de ces divergences des performances économiques et de l'étouffement dès 2011 de la reprise post-récession en zone euro ? Afin de comparer les trajectoires de croissance des principales économies avancées depuis 2011, quatre types de chocs vont être analysés : dans l'ordre, la politique budgétaire, les politiques de dévaluations compétitives internes ou de change, les conditions financières et finalement les variations du prix du pétrole. Enfin, il sera montré que ces chocs économiques expliquent une part significative du découplage des performances économiques observé depuis 2011 parmi les grandes économies avancées d'Europe et les États-Unis.

1. Un choc budgétaire synchronisé et surdimensionné

Depuis 2011, l'ensemble des pays industrialisés, exception faite du Japon, se sont engagés dans une stratégie de consolidation budgétaire, qui s'est traduite par des impulsions fortement négatives.

En zone euro, les gouvernements se sont pliés aux exigences de réduction des déficits du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) afin de se protéger de la défiance des marchés et de limiter ainsi la hausse des primes de risque sur les taux souverains. En effet, à une situation budgétaire dégradée s'est ajoutée une crise institutionnelle dans la zone euro qui a provoqué une forte hausse des taux d'intérêt publics à long terme en Grèce, en Irlande, au Portugal, en Espagne et en Italie, rompant avec le mouvement de convergence

observé après l'adoption de l'euro. Une première phase de divergence était apparue pendant la Grande Récession mais les écarts de taux étaient restés modérés. L'annonce de la révision du déficit budgétaire de la Grèce intervenue en fin d'année 2009 a provoqué un changement de régime puisqu'elle a fait éclater au grand jour non seulement les risques de non-soutenabilité de la dette grecque mais a surtout mis en évidence les carences institutionnelles de l'Union monétaire. La hausse des taux d'intérêt des emprunts publics a été brutale et durable reflétant la fragilité des modèles de croissance de certains pays (Irlande et Portugal, puis Espagne et Italie). La hausse des taux d'intérêt a précipité le besoin de consolidation budgétaire, légitimé par ailleurs par les contraintes du PSC. L'objectif des gouvernements était de rassurer les marchés en montrant leur engagement à réduire rapidement les déficits budgétaires. La rigueur a ainsi formaté la politique économique en zone euro et la synchronisation des politiques budgétaires en a amplifié l'impact sur les économies nationales : au frein budgétaire domestique s'est ajouté l'effet négatif des politiques de rigueur conduites pour les mêmes raisons chez les partenaires et qui, par le canal de la réduction de la demande adressée, ont renforcé l'impact de l'austérité sur la croissance.

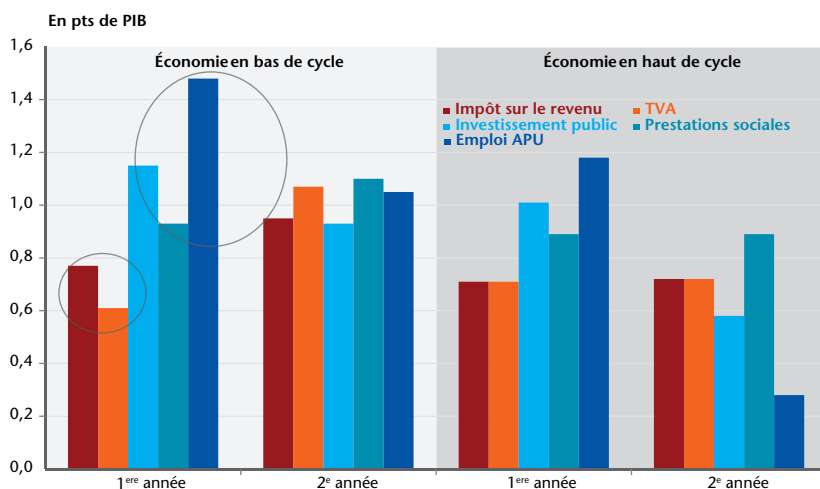
Cette politique a exercé des effets d'autant plus récessifs qu'elle a été appliquée alors que les économies, notamment du sud de l'Europe, portaient encore les stigmates de la récession et que l'écart de production, toujours fortement négatif, témoignait de la persistance d'une situation de bas de cycle. L'impact de la politique budgétaire ne dépend pas uniquement du niveau de l'impulsion budgétaire mais également de la valeur du multiplicateur qui dépend des conditions macroéconomiques¹, financières et monétaires, ainsi que de la composition de l'ajustement, selon qu'il porte sur les dépenses ou les recettes² (graphique 2). Ainsi, le multiplicateur augmente lorsque le chômage est élevé et quand l'écart de production est très fort, lorsque les conditions de crédit sont plus

1. Voir Creel, Heyer et Plane (2011) ou Blot, Cochard, Creel, Ducoudré, Schweisguth et Timbeau (2014) pour une discussion plus approfondie.

2. La valeur des différents multiplicateurs (par instrument et selon la position dans le cycle) affichée dans le graphique 2 est calculée à partir de variantes du modèle *e-mod.fr*. La méthodologie utilisée s'est inspirée de celle développée par Heyer (2011) pour mesurer l'impact macroéconomique de la défiscalisation des heures supplémentaires.

restrictives, ou lorsque la situation financière des agents est dégradée. Les agents deviennent alors plus sensibles à une baisse de leurs revenus qu'ils ne peuvent compenser par le recours au crédit parce qu'ils subissent des contraintes de liquidités et/ou de solvabilité. Par ailleurs, les effets de la politique budgétaire peuvent être atténués par une politique monétaire plus expansionniste, ce qui n'est pas le cas lorsque la banque centrale ne peut plus réduire les taux d'intérêt qui ont atteint leur niveau plancher (*Zero lower bound*). Dans la zone euro, les arguments exposés précédemment nous amènent à penser que la valeur des multiplicateurs est restée élevée entre 2011 et 2014.

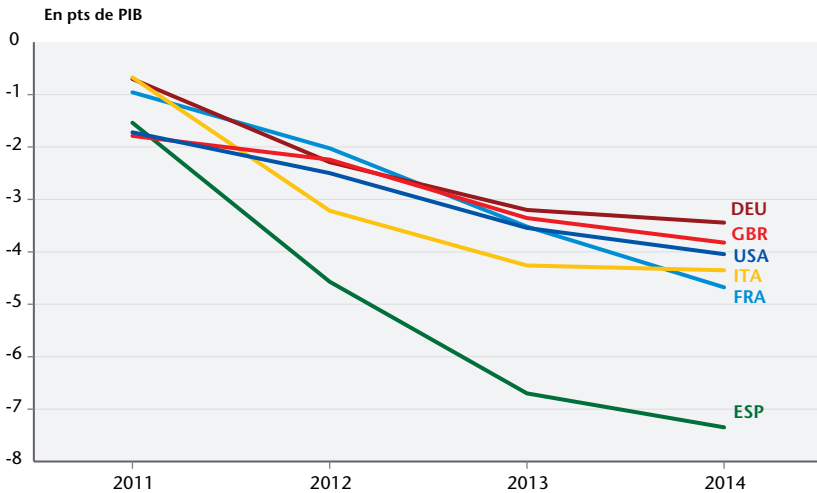
Graphique 2. Multiplicateur budgétaire et fiscal en fonction du cycle et de l'instrument utilisé



Source : emod.fr.

Au total, les politiques d'austérité menées dans un contexte de multiplicateurs budgétaires élevés ont pesé sur les performances économiques des pays développés en amputant, au cours des quatre dernières années, de 3,5 points de PIB l'économie allemande et américaine, d'un peu moins de 4 points l'économie britannique, de 4,5 points les économies française et italienne et de plus de 7 points de PIB l'économie espagnole (graphique 3).

Graphique 3. Impact cumulé sur le PIB des politiques budgétaire et fiscale depuis 2011



2. La crise des dettes souveraines a dégradé les conditions de financement du secteur privé en zone euro

Le frein budgétaire a eu l'impact quantitativement le plus important et il a été renforcé en zone euro par la dégradation des conditions financières. Si l'austérité outre-Atlantique a été tout aussi conséquente que dans un certain nombre de pays européens, les États-Unis ont échappé à cette double crise à la fois parce qu'ils n'ont pas été touchés par la panique sur leur dette publique et parce qu'ils ont bénéficié d'une politique monétaire plus expansionniste qui est parvenue à compenser en partie les mesures de consolidation budgétaire.

Lors du déclenchement de la Grande Récession le choc financier a été plus important dans les pays anglo-saxons, où le financement de marché est plus développé ; la dégradation des conditions de financement a été plus conséquente en zone euro à partir de 2011 avec l'apparition des tensions sur les dettes souveraines qui a généré une hausse très forte des taux d'intérêt payés par les États. Ces tensions se sont transmises au secteur bancaire, qui souffrait déjà des conséquences du choc de 2008-2009, du fait de son exposition au risque souverain. Ainsi, le choc sur le système bancaire a été d'autant plus prononcé que les doutes sur la soutenabilité de la

dette publique étaient forts (Espagne, Italie). Un cercle vicieux s'est déclenché la dégradation des bilans bancaires amplifiait les tensions sur la dette souveraine car les investisseurs anticipaient que chaque État fournirait une garantie implicite de recapitalisation à leur système bancaire domestique.

La dégradation des bilans bancaires obligeait les banques, d'une part, à augmenter les taux d'intérêts demandés à leurs clients et, d'autre part, à restreindre le volume du crédit disponible (*credit crunch*), évolutions qui pénalisaient l'activité. En outre, la récession a contribué par la hausse des créances douteuses, à accentuer la dégradation de l'actif bancaire. Dans le même temps, le mouvement de défiance à l'égard de la dette souveraine des pays en crise a provoqué une réallocation des portefeuilles au sein de la zone euro qui a eu pour contrepartie la baisse des taux d'intérêt dans les pays du cœur de l'Union, en particulier ceux de l'Allemagne et de la France, qui ont bénéficié de l'effet favorable de la fuite vers la qualité. Toutefois, dans ces pays l'investissement n'a pas bénéficié de la faiblesse des taux d'intérêt, du fait de l'atonie de l'activité dans l'ensemble de la zone euro.

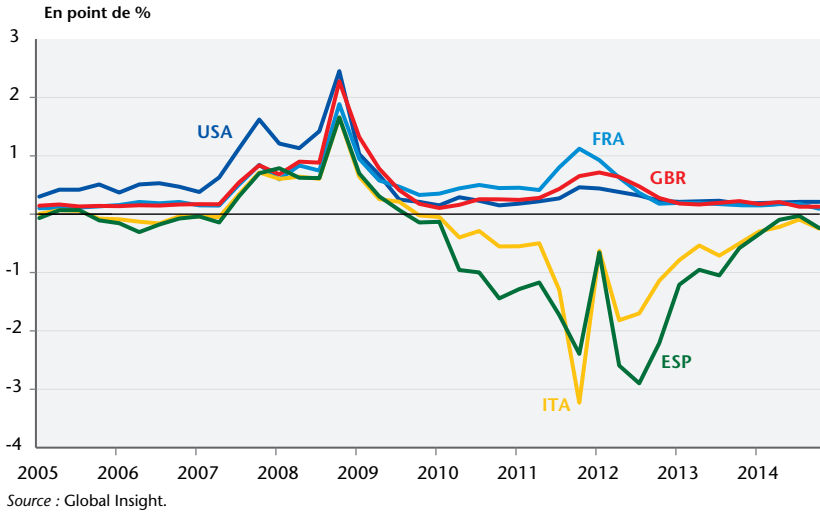
L'évolution divergente du *spread* TED³ reflète relativement bien l'ensemble de ces évolutions. Contrairement à ce qui a été observé en 2008-2009, la hausse du *spread* TED a été plus marquée en 2011 dans les pays « cœur » de la zone euro que dans les pays anglo-saxons. Toutefois, l'évolution du TED est complètement différente dans les pays qui subissent les doutes sur la soutenabilité de leur dette publique comme l'Italie et l'Espagne. La hausse du taux d'intérêt souverain est très marquée dans ces pays, y compris pour les emprunts de court terme. Ainsi, le TED est négatif en Espagne et en Italie⁴, contrairement à ce qu'on a pu observer en France (graphique 4), reflet de la fragmentation financière parmi les pays membres de l'union monétaire. Une analyse empirique montre

3. Le *spread* TED mesure l'écart entre le taux interbancaire à 3 mois et le taux payé par les Bons du Trésor à 3 mois (le nom TED provient de l'acronyme de l'expression américaine *Treasury – EurDollar*).

4. Le *spread* TED calculé pour les pays de la zone euro prend comme taux interbancaire l'EURIBOR à 3 mois. Dans un contexte de fragmentation bancaire, il est probable que les taux interbancaires aient pu diverger en fonction de la localisation des banques. En absence de données au niveau national nous devons utiliser les données au niveau agrégé de la zone euro, ce qui génère ce comportement si particulier du *spread* TED dans les économies soumises aux tensions sur leur dette publique, où le *spread* devient fortement négatif.

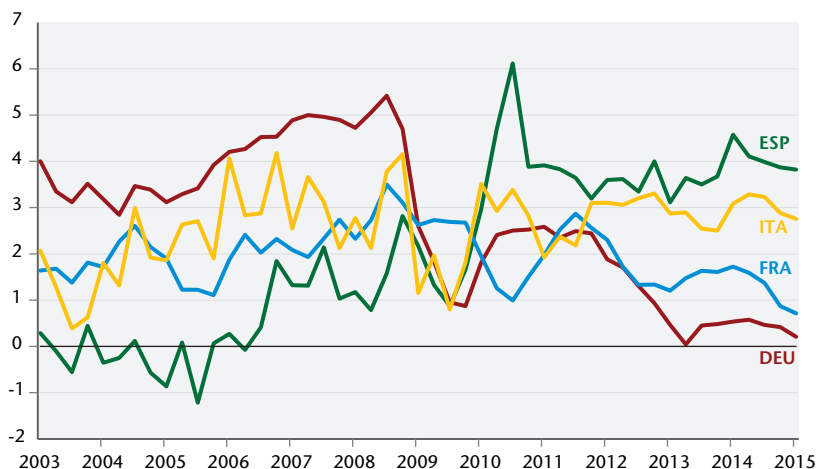
que cet indicateur s'avère particulièrement utile pour quantifier l'impact du choc financier sur l'activité (encadré 1).

Graphique 4. Spread TED



L'assouplissement de la politique monétaire pratiqué par la BCE, essentiellement par la baisse des taux d'intérêt directeurs, a été insuffisant pour relancer l'activité dans un contexte où les acteurs, privés comme publics, cherchaient avant tout à se désendetter. La BCE fournissait des liquidités à bas coût mais les banques, notamment dans les pays périphériques, ont préféré augmenter le taux d'intérêt sur leurs nouveaux crédits afin de rétablir leur rentabilité, mise à mal par la crise, et compenser le risque accru d'impayés. En particulier, les taux d'intérêt réels payés par les SNF sur leurs nouveaux crédits ont fortement augmenté en Espagne et en Italie. En revanche, dans un contexte de fragmentation financière, le taux réel est resté à un niveau bas en France et en Allemagne, évolution sans effet majeur sur l'investissement du fait de la faiblesse de la demande. Sur la période plus récente, la baisse des taux nominaux étant plus lente que celle de l'inflation, les taux réels sont restés élevés. Le maintien des taux d'intérêt réels aux entreprises à un niveau élevé est resté un facteur de blocage des dépenses dans les pays périphériques depuis 2011 (graphique 5).

Graphique 5. Taux d'intérêt réel payé par les SNF sur leurs emprunts bancaires



Note : le taux d'intérêt correspond au taux d'intérêt moyen pondéré des nouveaux crédits et il est corrigé de l'évolution du prix de la valeur ajoutée.

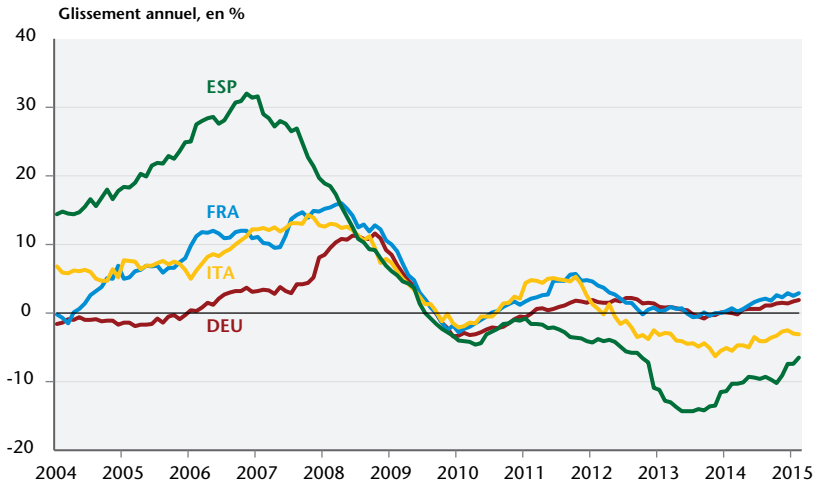
Sources : Eurostat, BCE, calculs OFCE.

De plus, au-delà de l'absence de transmission de la baisse du taux d'intérêt directeur vers les taux d'intérêts des nouveaux prêts, la politique monétaire de la BCE a été contrebalancée par le durcissement des conditions d'octroi du crédit bancaire. Dans un contexte où le bilan bancaire est dégradé et où la récession limite le lancement de nouveaux projets, les nouveaux crédits aux entreprises n'ont pas infirmé leur orientation baissière, qui a conduit à une division des flux par deux en comparaison de leur niveau d'avant-crise (graphique 6).

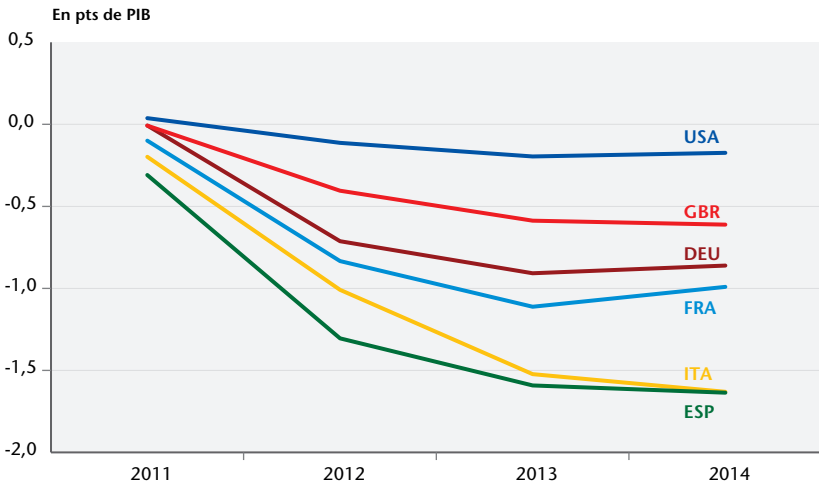
Selon nos évaluations⁵, la dégradation des conditions financières a imprimé des pertes de croissance cumulées entre 2011 et 2014 comprises entre -0,2 point pour les États-Unis et -1,6 point pour l'Italie et l'Espagne (graphique 7).

5. Évaluations réalisées à partir de la première version des indicateurs de conditions financières construits à partir de la méthodologie décrite dans l'encadré 1.

Graphique 6. Encours de crédit bancaire aux SNF



Graphique 7. Impact cumulé sur le PIB des conditions financières depuis 2011



Encadré 1. Comment mesurer l'impact des conditions financières sur l'activité ?

Les conditions de financement ont joué un rôle très important dans le déclenchement de la Grande Récession de 2008-2009 et dans la faiblesse de l'activité qui l'a suivie. Le développement des marchés financiers rend nécessaire la prise en compte de multiples canaux à travers lesquels les conditions financières peuvent avoir un impact sur l'activité. Ainsi, la dégradation des conditions de financement s'est traduite de façons variées selon les pays : baisse du prix des actifs, hausse des primes de risque, renchérissement du crédit ou des contraintes sur le volume de crédit. L'évaluation des conditions de financement à partir d'un nombre restreint de variables peut donc s'avérer insuffisante⁶, ce qui a amené certains économistes à créer des indicateurs de conditions financières synthétisant un ensemble plus vaste d'informations.

La construction d'un indicateur de conditions financières

Les indicateurs de conditions financières (ICF) disponibles dans la littérature sont construits comme la somme pondérée de variables financières. Ainsi, afin de construire un ICF, le modélisateur doit réaliser deux choix principaux : quelles variables financières (x_{it}) doit-il retenir et comment les pondérer (w_i).

$$ICF_t = \sum_{i=1}^I w_i \times x_{it}$$

Pour faire ces choix, deux stratégies polaires sont utilisées dans la littérature. La première approche privilégie l'exhaustivité des variables mais elle est contrainte par la méthode de pondération du fait de la multiplication des paramètres. En général, un nombre limité de facteurs sont extraits, à partir d'une analyse en composantes principales, expliquant un maximum de la variance des variables financières⁷. Le deuxième type d'approche consiste à retenir un ensemble d'informations frustes mais avec une forte corrélation avec la variable d'intérêt, par exemple la croissance du PIB. Dans ce type d'approche, chaque variable est pondérée en fonction de sa contribution à l'explication de la variance de la variable d'intérêt, par exemple dans un modèle VAR. Dans notre évaluation, en suivant Swiston (2008), la deuxième approche a été choisie. Elle comporte selon nous un certain nombre d'avantages : elle écarte, d'une

6. Traditionnellement, les indicateurs de conditions monétaires incorporent un nombre limité de variables dont un taux d'intérêt à court terme, le taux de change effectif – la Commission européenne publie tous les mois un indicateur avec ces deux variables – et une mesure de la pente de la courbe des taux.

7. Pour la zone euro voir les contributions de Angelopoulou, Balfoussia et Gibson Paries (2013) ou celle de Darracq Paries Maurin et Moccerro (2014) et pour les États-Unis, Hatzius, Hooper, Mishkin, Schoenholtz et Watson (2010).

part, des variables souvent très volatiles et peu corrélées avec la croissance, ce qui permet d'éliminer le bruit généré par le suivi de ces variables. L'estimation d'un VAR permet, d'autre part, de tenir compte du délai de transmission des chocs financiers. Enfin, la structure du VAR permet aussi de contrôler l'endogénéité des conditions financières qui dépendent elles-mêmes de la situation macroéconomique⁸.

L'ICF a été construit à partir des résultats d'un modèle VAR monétaire traditionnel⁹ qui a été élargi afin d'inclure des variables financières. En l'absence de méthode optimale pour choisir les variables, une procédure itérative a été utilisée. Dans un premier temps chaque variable financière a été classée à partir du R^2 d'une régression simple de la croissance du PIB par rapport à un retard de la croissance du PIB et de quatre retards de la variable financière. Ensuite, les variables financières sont intégrées dans le VAR monétaire traditionnel dans l'ordre du classement et elles sont gardées si : leur inclusion améliore la part de la variance de la croissance expliquée par le VAR et si la fonction de réaction d'un choc financier sur le PIB est du signe attendu. Une fois que l'ensemble des variables financières est fixé, le nouveau VAR est estimé et les fonctions d'impulsion orthogonalisées (IRF) sont extraites. L'ICF obtenu résultera du produit des chocs financiers identifiés – c'est-à-dire de l'écart entre la prévision du VAR et la réalisation de la variable – et de la fonction d'impulsion. Seul l'impact des 8 derniers retards des chocs est retenu car au-delà les IRF s'annulent. La procédure décrite ci-dessus a été mise en œuvre pour la France, l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni et les États-Unis.

La contribution des conditions de crédit à la croissance du PIB en France depuis 2008

À la suite de la mise en œuvre de l'algorithme décrit ci-dessus, les variables financières retenues pour évaluer la situation française sont¹⁰ : le taux d'intérêt du crédit bancaire aux sociétés non-financières (SNF) (source BCE), le CAC 40, le *spread* entre le taux des Bons du Trésor à 3 mois et le taux interbancaire EURIBOR à 3 mois (nommé TED) et l'écart entre le taux d'intérêt payé par les SNF françaises et celui payé par les SNF allemandes. Une fois extraites les fonctions d'impulsion (graphique 8) et les chocs financiers identifiés par le modèle VAR, il est

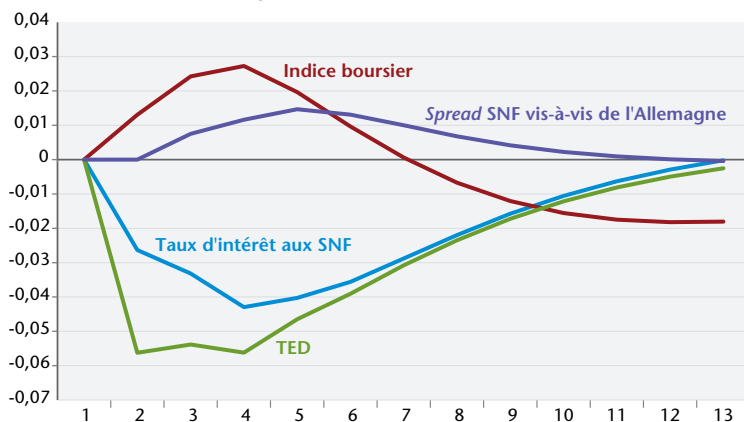
8. Dans le contexte des ICF à partir d'une ACP, ce point a été soulevé par Hatzius, Hooper, Mishkin, Schoenholtz et Watson (2010).

9. Retenant comme variables explicatives : la croissance du PIB, l'évolution du déflateur du PIB, l'évolution du prix du pétrole, un taux d'intérêt à court terme et le taux de change effectif réel.

10. La base de données de départ inclue des taux d'intérêt des prêts bancaires octroyés aux SNF et aux ménages, des mesures du volume de crédit bancaire octroyé aux SNF et aux ménages, l'évolution boursière des valeurs bancaires, une mesure de la volatilité boursière, différents taux d'intérêt souverains, différentes mesures de la pente de la courbe des taux souverains, une mesure de la volatilité du prix des Bons du Trésor à 10 ans.

possible de calculer la contribution des variables financières à la croissance du PIB.

Graphique 8. Fonction de réponse de la croissance trimestrielle à une impulsion des variables financières



Sources : Calculs OFCE.

Qualitativement, l'ICF ainsi construit évolue en phase avec les principaux chocs financiers observés depuis le déclenchement de la crise en 2008-2009 (graphique 9). En 2008, l'impact des chocs financiers devient négatif, amputant la croissance de 0,13 point en moyenne par trimestre. Cet impact s'accroît au cours du premier semestre 2009 atteignant -0,34 point au premier trimestre 2009. La situation se normalise progressivement jusqu'à l'été 2011, moment du déclenchement de la crise des dettes souveraines en zone euro. À ce moment, les conditions financières amputent à nouveau la croissance, constituant un des motifs explicatifs du frein dans la reprise. Vers la fin-2012 la contribution des chocs financiers à la croissance redevient nulle au quatrième trimestre. Cela coïncide avec le relâchement des tensions financières à la suite du discours de M. Draghi du 26 juillet 2012¹¹ et à l'annonce du 6 septembre 2012 du programme OMT, prévoyant l'achat de titres de dettes souveraines par la BCE. Depuis la mi-2013, les conditions financières soutiennent légèrement l'activité.

Au-delà de permettre de quantifier l'impact des conditions financières sur la croissance passée, l'ICF ainsi construit peut aussi être utilisé en prévision. D'une part, comme l'indice construit dépend des chocs financiers des deux dernières années, une partie de la contribution s'explique

11. Où il avait prononcé : "But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough", *verbatim* du discours du 26 juillet 2012 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>).

par les délais de transmission de ces chocs. D'autre part, à partir d'un scénario sur des variables financières – notamment des taux d'intérêt mais aussi du pétrole et du taux de change – une nouvelle dynamique pour les autres variables peut être construite sur la base des coefficients du VAR. Ainsi, le scénario retenu d'une stabilisation du taux d'intérêt en France diffère en partie du scénario généré spontanément par le VAR, signe que la France devrait bénéficier d'un choc favorable sur les conditions de crédit à l'horizon de la prévision. Selon l'ICF, la contribution positive des conditions de financement à la croissance prévue pour 2015 et 2016 resterait en dessous de leur moyenne d'avant-crise (tableau 1), qui s'établissaient à l'époque à un niveau exceptionnellement élevé.

Graphique 9. Contribution des variables financières à la croissance du PIB en France

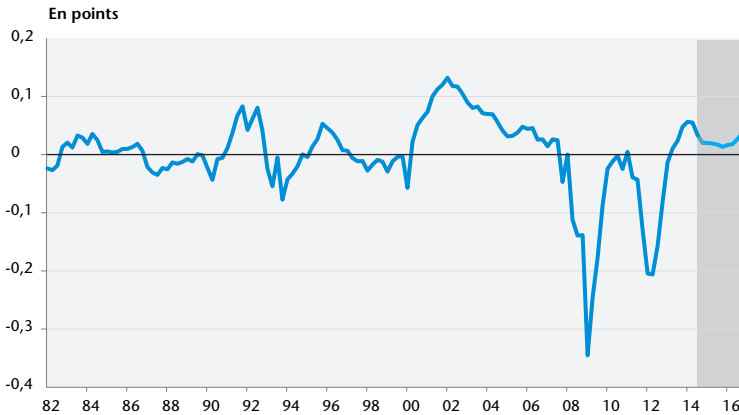


Tableau 1. Contribution des conditions financières à la croissance trimestrielle du PIB

En point de croissance

Période	Contribution
2000-2007	0,06
2008-2009	-0,18
2010-2011	-0,03
2012	-0,16
2013-2014	0,03
2015-2016	0,02

Sources : Calculs OFCE.

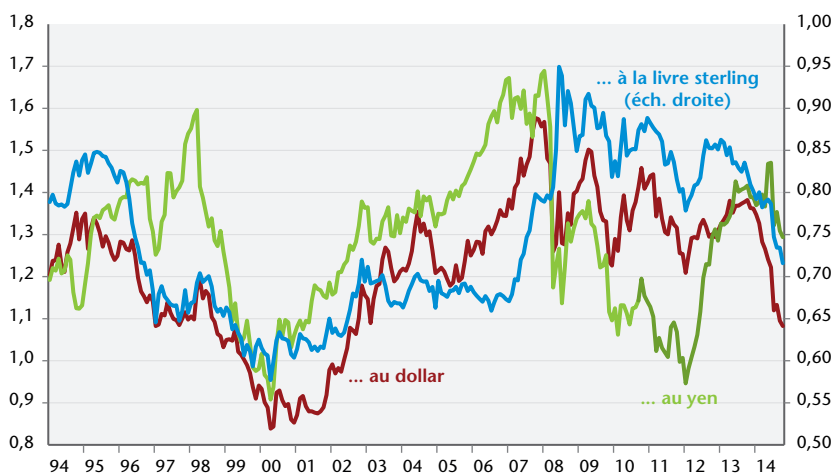
3. L'influence des variations du taux de change dépend des politiques de désinflation salariale

Au-delà des politiques budgétaires et de la dégradation des conditions financières, les performances économiques ont également été affectées par les variations de taux de change et le fort mouvement de désinflation salariale qui s'est amorcé dans la zone euro, faisant écho au ralentissement de l'activité provoqué par l'austérité.

Du côté du taux de change, au cours des années 2011-2014, l'euro a connu deux phases distinctes : dans un premier temps, la monnaie unique s'est fortement dépréciée face aux principales monnaies (de 12 % face au dollar, de plus de 13 % face au yen et de 9 % face à la livre sterling). Puis, dans un deuxième temps, entre le milieu de l'année 2012 et de 2014, cette tendance s'est inversée, l'euro s'appréciant face à ces mêmes monnaies. En s'établissant à 1,3927 dollar en mai 2014, l'euro avait vu sa valeur augmenter depuis juillet 2012 de plus de 12 % face au dollar. Au cours de la même période, la monnaie européenne s'était appréciée de près de 44 % par rapport au yen et de 3 % face à la livre sterling (graphique 10).

Ces deux événements se retrouvent dans l'évolution des variations cumulées des prix relatifs des grands pays développés

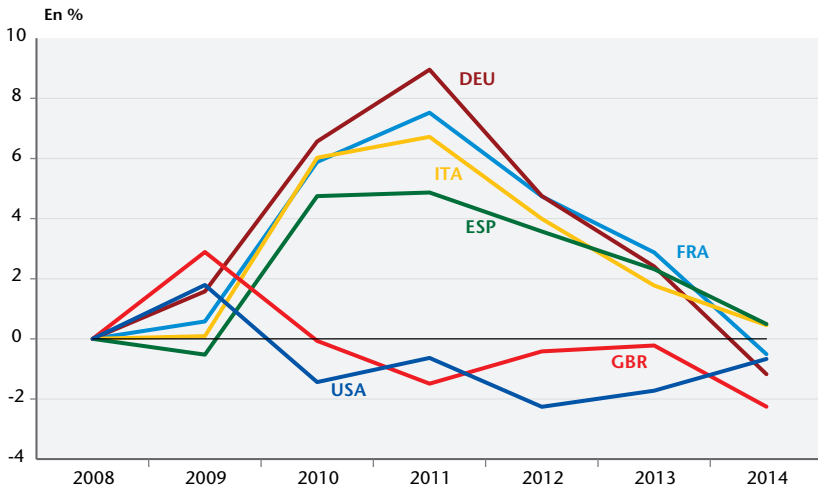
Graphique 10. Taux de change de l'euro par rapport...



Source : Datastream.

(graphique 11) : après de forts gains de compétitivité-prix entre 2008 et 2011 liés à la dépréciation de l'euro, les pays de la zone euro ont connu deux années de dégradation de leur compétitivité-prix. L'ampleur de cette dégradation est hétérogène parmi les pays membres de la zone euro. Au cours de cette période, l'Espagne a mieux résisté que les trois autres grandes économies de l'Union monétaire car l'appréciation de l'euro a été partiellement contrebalancée par les effets de la mise en place d'une stratégie de désinflation compétitive, menée par ailleurs par un certain nombre de pays du sud de l'Union (Grèce, Portugal). Ces pays ont entrepris des réformes de leur marché du travail axées sur la réduction de leurs coûts salariaux, ce qui aurait permis de limiter les évolutions des prix d'exportation¹².

Graphique 11. Évolution cumulée des prix relatifs à l'exportation



Note : Les prix relatifs des exportations sont construits comme le rapport entre les prix des concurrents (marchandises) et les prix nationaux à l'exportation (biens et services) libellés dans la même monnaie. Une hausse signifie donc des gains de compétitivité.

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Au cours de la période récente, les exportateurs français ont limité leurs marges à l'exportation alors que leurs concurrents allemands peuvent appliquer des marges supérieures, à l'image de ce qui s'est produit au cours de la décennie 2000 (Bricongne, Fontanié et Gaulier, 2011). Plus exposées que leurs partenaires européens au

12. Pour plus de détails voir Le Bayon S., M. Plane, C. Riffart, R. Sampognaro (2014).

commerce hors-zone euro, les entreprises exportatrices outre-Rhin ont connu des variations des prix relatifs plus importantes.

Les effets de ces chocs de compétitivité sont différents selon les pays du fait des différences d'élasticités du commerce extérieur, mais aussi des variations dans le degré d'exposition au commerce et à la concurrence intra/extra zone euro différente selon les pays. Selon Ducoudré et Heyer (2014), à choc identique, l'Allemagne et l'Espagne bénéficieraient le plus d'une dépréciation du taux de change de l'euro et d'une politique de désinflation compétitive (tableaux 2 et 3). L'Allemagne verrait ses exportations augmenter moins que l'Espagne et l'Italie, mais cet effet est contrebalancé par une baisse plus forte de ses importations. En effet, les importateurs allemands réduisent moins leurs marges en cas de hausse des prix à l'importation à la fois parce que l'élasticité-prix en volume des importations est élevée et que l'élasticité des prix des importations au prix des concurrents est forte.

Tableau 2. Impact sur le PIB d'une baisse de 10 % des prix nationaux par rapport aux prix des concurrents des pays hors de la zone euro

En écart au niveau du scénario de référence en %

	n	n+1	n+2	n+7
DEU	0,4	1,0	1,2	0,2
FRA	0,3	0,5	0,6	0,1
ITA	0,3	0,5	0,6	0,0
ESP	0,4	0,8	0,8	0,0
GBR	0,2	0,5	0,5	0,1
USA	0,4	1,1	1,3	0,2

Source : Ducoudré et Heyer (2014).

Tableau 3. Impact sur le PIB d'une baisse de 10 % des prix nationaux par rapport aux prix des concurrents des pays de la zone euro

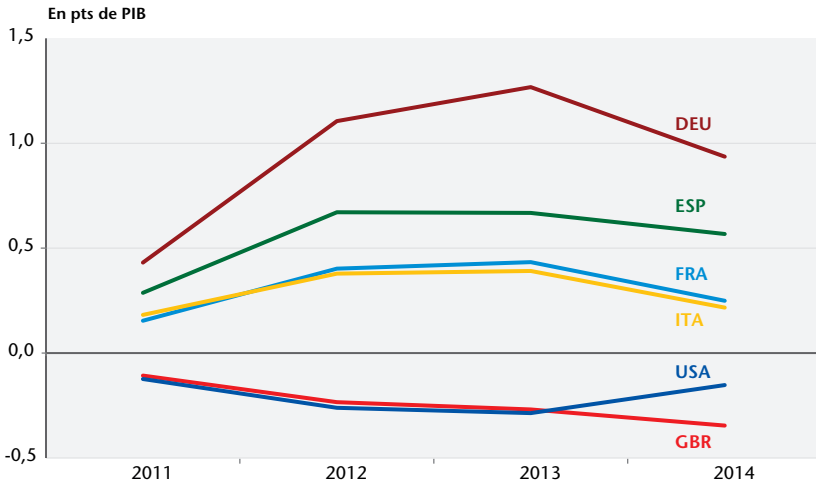
En écart au niveau du scénario de référence en %

	n	n+1	n+2	n+7
DEU	0,5	1,0	1,1	0,2
FRA	0,4	0,8	0,9	0,2
ITA	0,7	0,9	0,9	0,0
ESP	0,7	1,3	1,3	0,0
GBR	0,5	0,9	0,9	0,1
USA	0,5	0,8	0,8	0,1

Source : Ducoudré et Heyer (2014).

Dans ces conditions, et compte tenu des délais de diffusion des chocs de compétitivité sur l'activité réelle, ces derniers ont soutenu les pays de la zone euro jusqu'en 2013, tout particulièrement l'Allemagne et l'Espagne (graphique 12).

Graphique 12. Impact cumulé sur le PIB des chocs de compétitivité depuis 2011



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

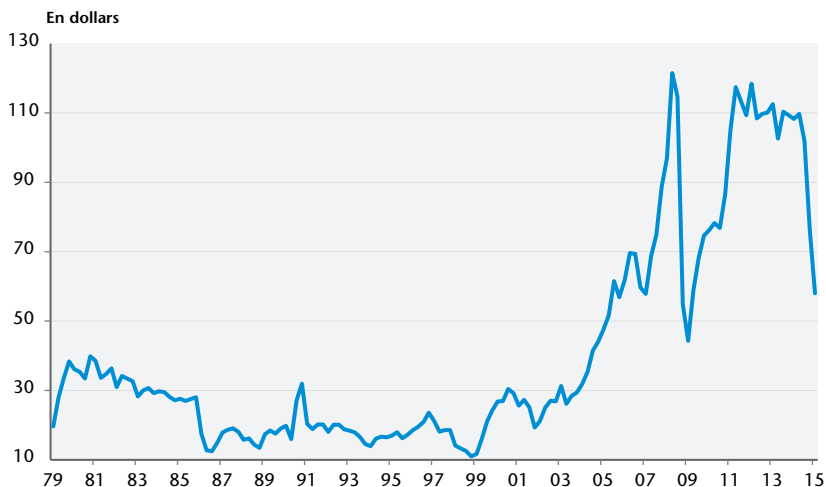
4. La hausse du prix du pétrole a pesé sur la croissance : l'exception américaine

Déjà malmenée par l'austérité – budgétaire et salariale – et par la dégradation des conditions de crédit, la croissance a également été impactée par les évolutions du prix du pétrole, notamment en 2012. Le prix du baril de pétrole a connu depuis 2008 un certain nombre de fluctuations qui ont eu des conséquences importantes, même si l'évolution des caractéristiques structurelles des économies développées fait que les variations du prix du pétrole ont un impact plus faible sur la croissance que ce que l'on pouvait observer dans les années 1970¹³.

13. Les pays développés ont réduit l'intensité énergétique et pétrolière de leur production. Selon l'INSEE, il faut aujourd'hui en France, un tiers de baril de pétrole pour produire mille euros de PIB, alors qu'il en fallait trois fois plus en 1973 pour produire la même valeur réelle. La réduction de la consommation des ménages, grâce à l'adoption de technologies plus économes en énergie et à la substitution au pétrole d'autres sources d'énergie comme le gaz, l'électricité d'origine nucléaire ou les énergies renouvelables ont permis de diminuer la dépendance au pétrole.

La forte hausse du prix du baril engagée en 2009 et son retour à un niveau proche de celui d'avant-crise a constitué un choc d'offre – en affectant le prix des consommations intermédiaires et donc la rentabilité des entreprises – et surtout de demande pour les pays importateurs de pétrole – par la forte hausse des prix de consommation et la baisse de la demande adressée (graphique 13).

Graphique 13. Évolution du prix du pétrole en dollars



Sources : Datastream.

En retenant la sensibilité des différents pays à une variation du prix du pétrole, détaillée dans ce même numéro, le choc pétrolier a impacté de manière homogène les pays de la zone euro (tableau 4). Compte tenu des délais de transmission, l'impact maximal a été atteint en 2012 (graphique 14). L'économie britannique suit un schéma proche de celui des pays de la zone euro, même si l'impact est légèrement moins restrictif sur l'ensemble de l'économie, car une partie du choc profite à la production des secteurs de l'activité pétrolière de la mer du Nord. Enfin, en rentabilisant l'exploitation du pétrole de schiste, le choc pétrolier de 2009 n'a eu que très peu de conséquence sur la croissance américaine au cours des dernières années¹⁴.

14. Pour plus de détails, le lecteur pourra se référer à l'étude spéciale sur le pétrole dans ce même numéro.

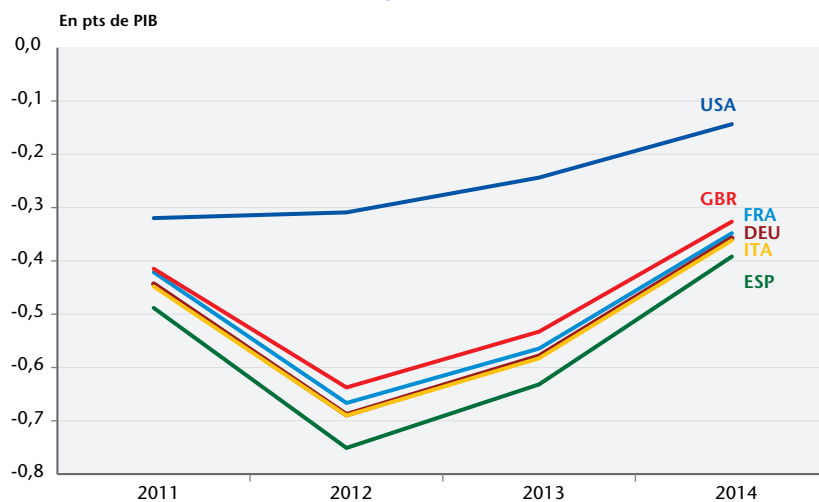
Tableau 4. Impact d'une baisse de 20 dollars du prix du pétrole sur le PIB

En écart au niveau du scénario de référence en %

	n	n+1	n+2	n+3	n+4
DEU	0,25	0,35	0,33	0,27	0,23
FRA	0,24	0,34	0,32	0,27	0,22
ITA	0,25	0,35	0,33	0,28	0,23
ESP	0,27	0,38	0,36	0,30	0,25
GBR	0,23	0,32	0,30	0,25	0,21
USA	0,16	0,11	0,09	0,04	-0,01

Source : OFCE.

Graphique 14. Impact cumulé sur le PIB des fluctuations du prix du pétrole depuis 2011



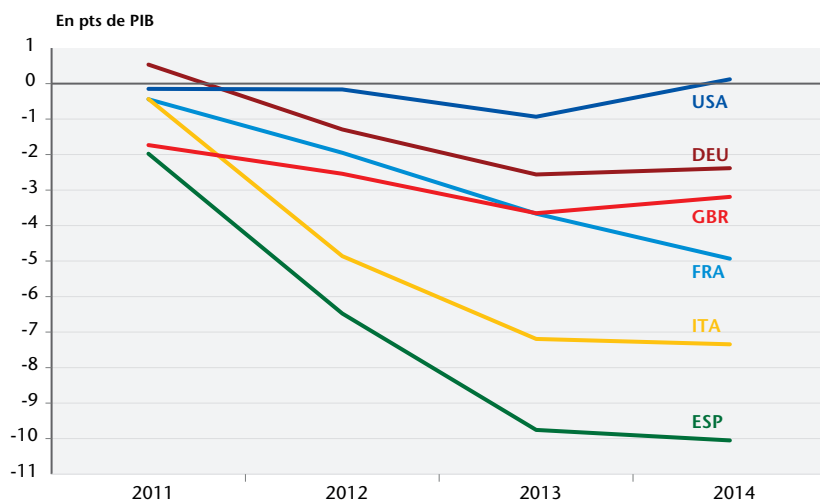
Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

5. Les quatre chocs identifiés expliquent en grande partie le découplage de la croissance entre les États-Unis et l'Europe

Le cumul des chocs identifiés ci-dessus permet d'expliquer relativement bien les écarts de croissance observés depuis 2011 dans les grandes économies avancées. De plus, la mesure de l'impact des chocs sur la croissance permet de comprendre la dynamique de croissance des diverses économies entre 2011 et 2014 et donne en creux la trajectoire qu'elles auraient pu suivre en leur absence.

À l'exception des États-Unis, les chocs étudiés ont eu un impact sensible sur la croissance économique des différents pays (graphique 15). Depuis 2011, les pertes cumulées de PIB sont très importantes en Espagne (-10 points depuis 2011), en Italie (-7,5 points) et en France (-5 points) et de façon plus modérée au Royaume-Uni (-3 points) et en Allemagne (-2,5 points). En revanche, depuis 2011, le cumul des chocs a eu un impact nul sur la croissance aux États-Unis, suggérant que la croissance américaine a été en ligne avec sa croissance spontanée¹⁵. Dans ce contexte, les États-Unis peuvent servir de référentiel car l'évolution globale de l'économie américaine n'aurait pas été impactée par des chocs.

Graphique 15. Impact cumulé sur le PIB des différents chocs depuis 2011



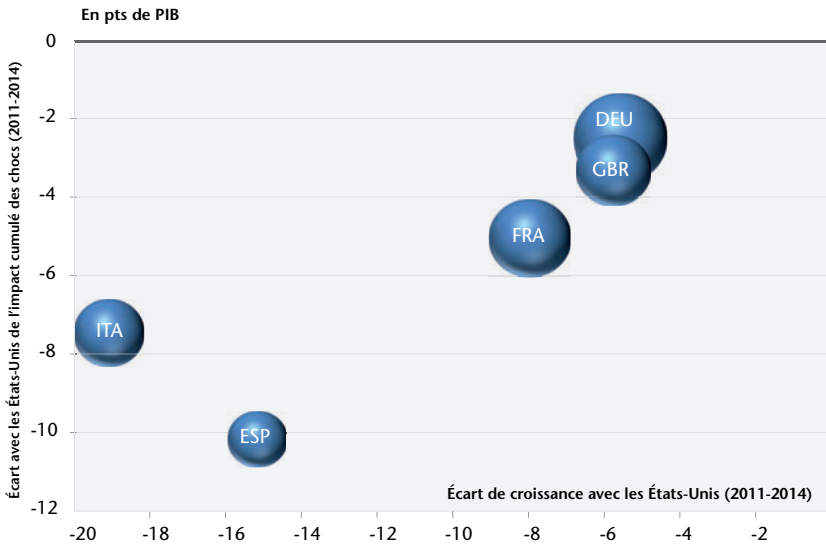
Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Ainsi, le découplage observé entre la croissance américaine et celle des principales économies avancées européennes, s'explique en grande mesure par l'impact des chocs étudiés dans cette étude (graphique 16). En l'absence de ces chocs, la croissance spontanée aurait pu s'établir au-delà du rythme de la croissance potentielle, comme aux États-Unis.

15. Entre 2011 et 2014 la croissance a été en moyenne de 2,1 % par an, un niveau légèrement supérieur à l'évaluation de la croissance potentielle aux États-Unis selon l'OCDE (1,8 % en 2011, 1,9 % en 2012 et 2013 et atteint 2,0 % en 2014).

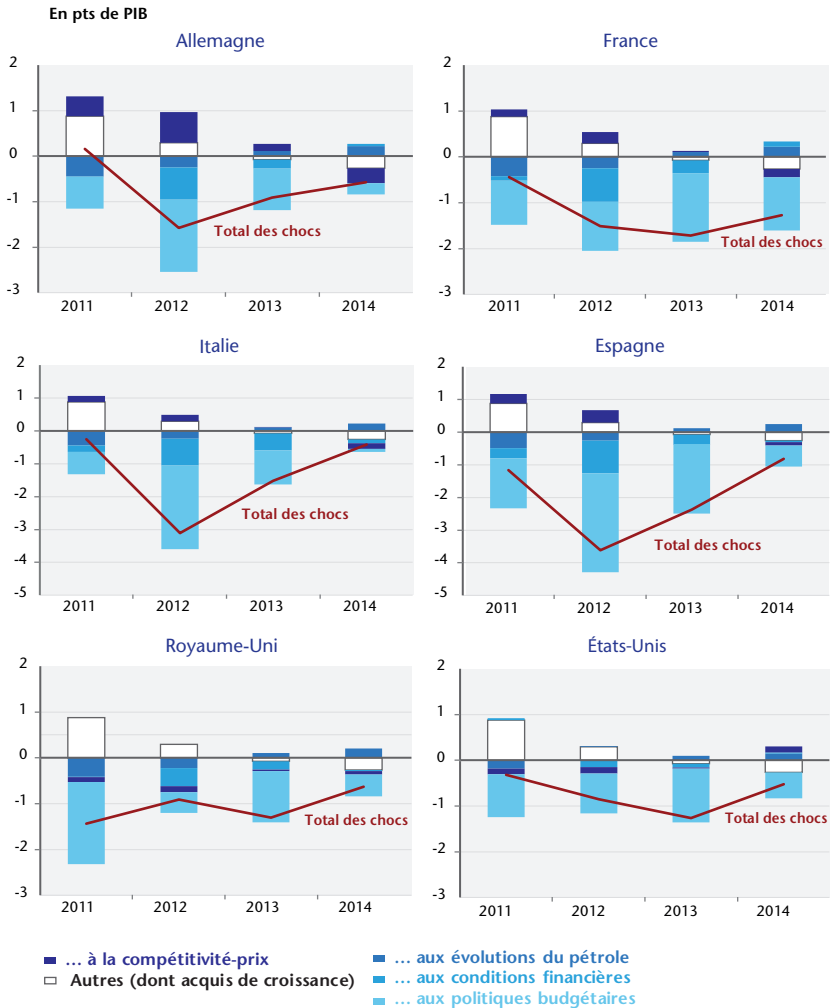
Dans le détail, ce sont surtout les chocs budgétaires et de conditions financières qui expliquent les écarts de performance de l'Espagne, de l'Italie et, dans une moindre mesure de la France, vis-à-vis des États-Unis. Pour le Royaume-Uni l'ensemble des chocs expliquerait l'écart vis-à-vis des États-Unis mais chacun aurait eu un faible effet (pour le détail voir les graphiques 17).

Graphique 16. Écart de croissance et d'impact cumulé sur le PIB des différents chocs avec les États, au cours de la période 2011-2014



Sources : OCDE eo96 pour l'*output gap*, comptabilités nationales, calculs OFCE pour l'impact des chocs.

Graphique 17. Impact détaillé et cumulé des chocs à l'horizon 2014



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

6. Conclusion

Depuis 2011, la croissance du PIB des principales économies européennes a décroché par rapport à celle observée aux États-Unis. Afin d'identifier les causes de ce décrochage l'impact de quatre chocs économiques semble prépondérant – écarts de politique budgétaire, divergence des conditions de financement, évolution de la compétitivité-prix et du prix du pétrole. Le cumul de ces chocs

explique une grande part des écarts de croissance entre les principales économies européennes et les États-Unis. En particulier, une part non négligeable de cet écart de performance s'expliquerait par les choix divergent de stratégies de politique économique, avec notamment un *policy mix* nettement plus restrictif en zone euro qu'outre-Atlantique. En particulier, l'ajustement budgétaire a été très fort dans les pays soumis aux tensions sur leur dette souveraine, comme l'Espagne et l'Italie. En outre, les effets des tensions sur les dettes souveraines ont été démultipliés par la fragmentation financière, alors même que la BCE, contrairement à la Fed, a tardé à répondre avec des mesures non-conventionnelles. Si les évolutions des taux de change ont plutôt soutenu l'activité en zone euro sur l'ensemble de la période 2011-2014, leur contribution a été dépendante du type d'intégration aux flux des échanges mondiaux et de l'ampleur de la politique de désinflation salariale, particulièrement prononcée en Espagne. Enfin, la hausse du prix du pétrole a pesé sur la croissance européenne alors que ces effets ont été plus faibles aux États-Unis, qui ont bénéficié de la rentabilisation de l'exploitation du pétrole de schiste.

En l'absence de chocs, la croissance spontanée aurait pu s'établir en Europe au-delà du rythme de la croissance potentielle, comme aux États-Unis. Cela aurait permis une convergence durable du PIB vers son niveau potentiel, la réduction des déséquilibres sur le marché du travail, la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif et le redressement des comptes publics, tout particulièrement dans les pays de la zone euro.

Références

- Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014, « Fiscal consolidation in time of crisis: is the sooner really the better? », *Revue de l'OFCE/Débats et Politiques*, 132, 159-192.
- Bricongne J-C, L. Fontanié et G. Gaulier, 2011, « Une analyse détaillée de la concurrence commerciale entre la France et l'Allemagne », document de travail Banque de France.
- Creel, J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116, 61-88.

- Darracq Pariès, M., L. Maurin et D. Moccerro, 2014, « Financial conditions index and credit supply shocks for the euro area », *Working Paper Series*, 1644, Banque centrale européenne.
- Ducoudré B. et É. Heyer, 2014, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quels pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE*, 136, octobre.
- Hatzius J., P. Hooper, F. Mishkin, K. Schoenholtz et M. Watson, 2010, « Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis », *NBER Working Paper*, 16150, juillet.
- Heyer É., 2011, « The effectiveness of economic policy and position in the cycle: the case of tax reductions on overtime in France » *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford University Press, 27(2) : 364-379.
- Le Bayon S., M. Plane, C. Riffart, R. Sampognaro, 2014, « La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant », *Revue de l'OFCE*, 136, 255-291.
- Swiston A., 2008, « A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due », *IMF Working Paper*, WP/08/161.