

## ZONE EURO : LES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES SOUS CONTRAINTE

*On ne parle presque plus d'elles. Ni dans les instances internationales, pour lesquelles la bonne gestion économique passe par les réformes structurelles du marché du travail, l'approfondissement de la concurrence et des échanges sur le marché des biens et services et la régulation prudentielle des marchés financiers. Ni dans le débat public, sauf à leur fixer des objectifs qui leur sont en grande partie hors d'atteinte. Pourtant, les politiques monétaires et budgétaires représentent des leviers d'action importants. Entre un objectif principal de stabilité des prix pour la BCE et la contrainte du Pacte de stabilité et de croissance pour les gouvernements, les politiques de stabilisation conjoncturelle ont-elles une place en zone euro ?*

### ■ Zone euro : la voie étroite

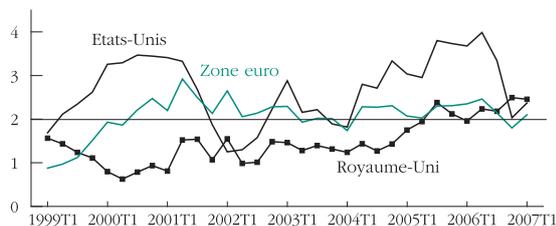
La conduite des politiques macroéconomiques en zone euro est encadrée par les règles du traité de Maastricht et du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Les autorités monétaires et budgétaires disposent toutefois des marges de manœuvre laissées par ces textes.

On le sait, la Banque centrale européenne (BCE) a pour principal objectif la stabilité des prix, objectif qu'elle a elle-même chiffré en visant un taux d'inflation "en dessous et proche de 2 % en glissement annuel à moyen terme". Cet objectif principal a été remarquablement bien respecté depuis la création de l'euro (graphique 1). Dès lors, quelle a été l'attitude de la BCE vis-à-vis de son objectif secondaire qui est de favoriser la croissance, aussi bien dans le long terme (en favorisant l'investissement par une stabilité monétaire et de faibles taux d'intérêt réels) qu'au cours du cycle (en réagissant à un fléchissement de l'activité par une baisse de taux, et inversement en phase de reprise) ?

De leur côté, les autorités budgétaires de chaque État membre ont pour mission de fournir des biens publics dans le respect des règles de soutenabilité énoncées en particulier par le PSC. Elles peuvent aussi utiliser la politique budgétaire pour stabiliser l'activité au cours du cycle, notamment lorsqu'un pays est touché par des chocs spécifiques auxquels la BCE ne saurait répondre. Les États membres de la zone euro ont hérité d'une dette publique importante, mais cette dette est globalement restée stable en pourcentage du PIB depuis 1999 (graphique 2). La question est alors de savoir comment, le long du cycle d'activité (forte croissance en 1999-2000, ralentissement en 2001-2003, reprise à partir de 2004), la politique budgétaire a été menée.

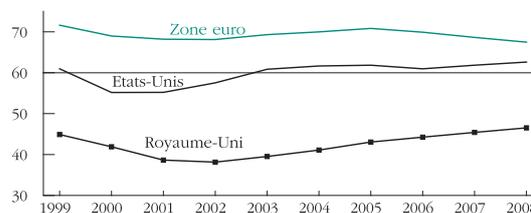
Les politiques de stabilisation conjoncturelle étant sous contrainte en zone euro – contrainte exercée par l'objectif de stabilité des prix ou par le pacte de stabilité –, on peut se demander laquelle de ces deux contraintes s'est révélée la plus

Graphique 1 - Taux d'inflation (glissement annuel IPC en %)



Source : OCDE, Perspectives Économiques n° 80, 2006.

Graphique 2 - Dette publique\*/PIB (en %)



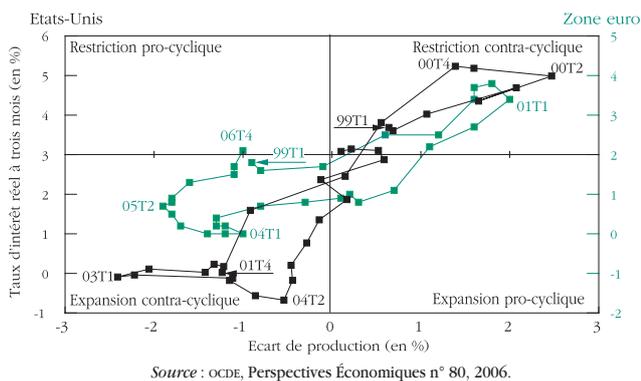
\* définition Maastricht pour Royaume-Uni et zone euro.  
Source : OCDE, Perspectives Économiques n° 80, 2006.

compatible avec la conduite de politiques contra-cycliques depuis 1999. À cet égard, la comparaison avec les États-Unis, où le psc n'existe pas et où la banque centrale a un mandat différent, est éclairante.

## Politique monétaire contra-cyclique

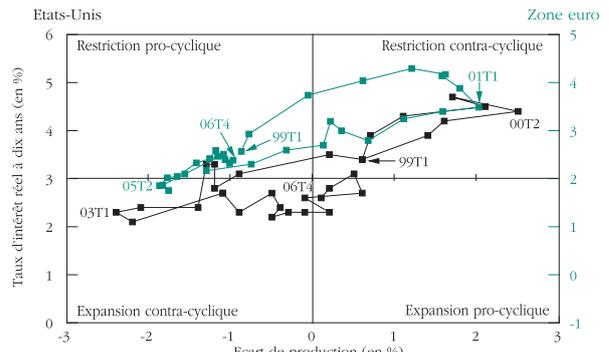
Depuis 1999, la politique monétaire a été contra-cyclique, tant aux États-Unis qu'en zone euro. Le graphique 3 met en regard le taux d'intérêt court réel (différence entre le taux d'intérêt nominal à trois mois et l'inflation sous-jacente<sup>1</sup>) et l'écart de production, en zone euro et aux États-Unis, en fixant à respectivement 2% et 3% le taux réel pour lequel la politique monétaire peut être considérée comme neutre<sup>2</sup>. Dans les deux cas, la politique monétaire se situe le long d'une droite croissante : la politique a été restrictive lors du pic conjoncturel de 2000 et début 2001, puis une détente des taux est intervenue lors du ralentissement qui a suivi. Au cours de ce cycle, cependant, les États-Unis ont connu des taux réels aussi bas en moyenne qu'en zone euro pour une croissance potentielle plus élevée. Ceci s'explique par la très forte baisse des taux intervenue à partir de 2001, suite au ralentissement économique de la fin 2000, aux attentats de New York et, enfin, à la crainte d'une entrée du pays en déflation. Sur l'ensemble du cycle, la Fed s'est révélée plus réactive que la BCE : pour 1 point de baisse de l'écart de production, elle a abaissé le taux d'intérêt réel de 120 points de base, la BCE de 100 points<sup>3</sup>. Par ailleurs, le cycle américain a enregistré une plus grande amplitude, ce qui explique les taux réels négatifs aux États-Unis en 2003-2004.

Graphique 3 - Taux d'intérêt réel à 3 mois et écart de production



La transmission des taux courts vers les taux longs n'a cependant pas été automatique. En zone euro et aux États-Unis, les taux longs réels ont peu baissé lorsque la conjoncture

Graphique 4 - Taux d'intérêt réel à dix ans et écart de production



s'est retournée (-50 points de base pour une réduction d'un point de l'écart de production) parce qu'ils étaient déjà faibles en haut de cycle (graphique 4). Après 2003, en dépit du redressement de la croissance, les taux longs américains ne

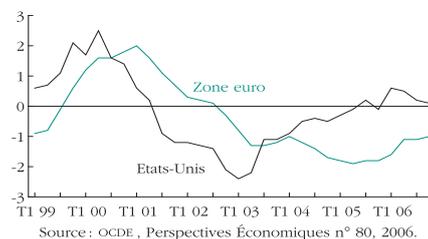
### ENCADRÉ : MESURER LA POSITION DANS LE CYCLE

Pour mesurer la position dans le cycle économique, il faut estimer à chaque date le niveau de la "production potentielle" qui représente le niveau de la production de l'économie en l'absence de fluctuations conjoncturelles. L'écart de production (entre l'activité constatée et la production potentielle) retrace au cours du temps le cycle économique.

Deux méthodes principales peuvent être mises en œuvre\*. La première, purement statistique, consiste à lisser au cours du temps le niveau de l'activité. La seconde estime, dans une première étape, le niveau de l'activité en fonction de la quantité de facteurs (travail et capital) utilisée et de la productivité de ces facteurs, puis évalue le niveau de production potentiel en estimant la quantité disponible des facteurs dans l'économie (stock de capital, population active, taux de chômage d'équilibre, etc.) et la tendance de la productivité. Comme, en pratique, le taux de chômage d'équilibre et la tendance de la productivité sont estimés par des techniques de lissage, la deuxième méthode est en fait un raffinement de la première et ni l'une ni l'autre ne peuvent réellement capter des modifications transitoires de la productivité ou de l'offre de travail, en particulier pour les plus récentes.

Cette limite des méthodes d'estimation de la production potentielle a des conséquences dans la conduite des politiques macroéconomiques : celle-ci n'est pas la même selon que le ralentissement est lié à un creusement de l'écart de production ou à un fléchissement temporaire, voire permanent, de la croissance potentielle.

Le cycle économique en zone euro et aux États-Unis, 1999-2006 (Écart de production en % du PIB potentiel)



\* "Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances", OECD Economic Department Working Paper, 1995.

1. Inflation hors énergie et produits frais.

2. Ce taux correspond en principe au taux de croissance potentiel de chacune des deux économies, que l'OCDE évalue à environ 2% et 3%, respectivement.

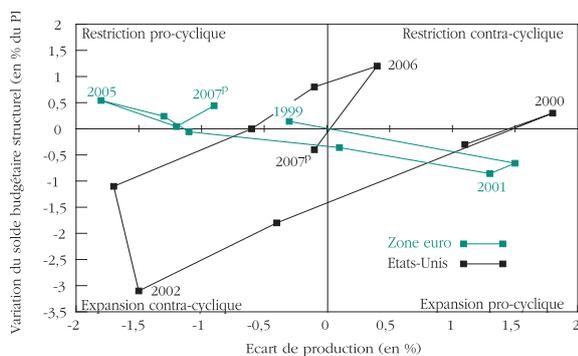
3. La réactivité des taux d'intérêt au cycle économique peut se mesurer de plusieurs façons. La première repose sur l'estimation d'une règle de Taylor (ajustement des taux courts sur l'inflation et l'écart de production) ; mais comme l'inflation est elle-même affectée par le cycle, la sensibilité des taux d'intérêt à l'écart de production ne capte qu'une partie de la sensibilité des taux au cycle. Une autre méthode consiste à régresser le niveau des taux d'intérêt réels sur l'écart de production ; mais comme les effets de la politique monétaire ne sont pas immédiats sur l'activité, la banque centrale essaiera d'être "en avance" sur le cycle, ce qui biaiserait vers le bas la réactivité de la banque centrale. La méthode que nous adoptons ici consiste à mesurer l'amplitude de la variation du taux d'intérêt au cours du cycle et à la rapporter à l'amplitude du cycle lui-même.

remontent que très peu (+25 points de base pour un point d'écart de production) du fait de l'abondance de liquidité mondiale (les épargnants du monde entier se disputent les obligations américaines) et de la disparition du risque perçu (imputable en partie à la crédibilité accrue des banques centrales). La mondialisation semble ainsi avoir distendu le lien entre la politique monétaire et le taux d'intérêt à long terme dont les déterminants sont de plus en plus mondiaux. Cela rend l'usage de la politique budgétaire davantage nécessaire dans la stabilisation conjoncturelle.

## ■ Des politiques budgétaires erratiques

Alors que la politique monétaire a été contra-cyclique dans les deux zones, l'orientation de la politique budgétaire s'est nettement différenciée au cours du dernier cycle. Si l'on exclut les stabilisateurs automatiques<sup>4</sup>, la politique budgétaire agrégée de la zone euro est apparue largement pro-cyclique entre 1999 et 2006. Ce phénomène est illustré par le graphique 5 qui met en regard l'écart de production et la variation du solde budgétaire primaire structurel en pourcentage du PIB. La dégradation pro-cyclique des finances publiques en 2000 et 2001 a privé les pays de la zone euro des marges de manœuvre nécessaires pour stabiliser l'activité lorsque la conjoncture s'est retournée en 2002. Finalement, le solde budgétaire primaire structurel s'est dégradé de 1,3 points de PIB sur l'ensemble du cycle, et il l'a fait de manière essentiellement pro-cyclique.

Graphique 5 - Politique budgétaire pro-cyclique en zone euro, contra-cyclique aux États-Unis



Source : OCDE, Perspectives Économiques n° 80, 2006.

Durant la même période, la politique budgétaire discrétionnaire américaine a été très contra-cyclique : la relance budgétaire est intervenue en 2001 et 2002, au moment où l'écart de production se creusait. Notons cependant que les deux principaux facteurs de cette relance ont été décidés soit avant le ralentissement (baisse des impôts), soit indépendamment de lui (dépenses militaires) : la contra-cyclicité de la politique budgétaire discrétionnaire a été en partie fortuite. Sur

l'ensemble du cycle, la politique budgétaire n'a pas été neutre en moyenne : le solde budgétaire primaire structurel s'est dégradé de 3,9 points de PIB (partant d'une situation saine avec un excédent budgétaire total de 0,4% du PIB en 1998, contre un déficit de 2,3% en zone euro). La politique budgétaire très contra-cyclique des États-Unis a ainsi épuisé une part importante des marges de manœuvre pour l'avenir.

La différence entre les politiques budgétaires discrétionnaires, contra-cyclique aux États-Unis et pro-cyclique en zone euro, doit cependant être relativisée par la plus grande importance des stabilisateurs automatiques en zone euro (0,8% d'amélioration du solde public primaire pour un point d'écart de production entre 1999 et 2006) comparée aux États-Unis (0,35% seulement), du fait essentiellement d'une pression fiscale globale plus importante en zone euro.

## ■ Le Pacte ou le cycle

Le psc s'intéresse à la soutenabilité des politiques budgétaires et non à leur adéquation au cycle d'activité ; logiquement, il focalise l'attention sur le solde budgétaire et la dette des États membres. Malgré sa réforme, il reste inadapté au guidage conjoncturel des politiques budgétaires qui doivent réagir aux fluctuations de l'offre et de la demande agrégées. Si la production est inférieure à son niveau potentiel, c'est que la demande agrégée est insuffisante par rapport à l'offre, ce qui se traduit par un solde extérieur courant excédentaire (ou un moindre déficit). Dans ce cas, une politique budgétaire appropriée consiste à accentuer le déficit budgétaire. C'est l'inverse lors d'un pic conjoncturel où le solde extérieur courant chute. Du fait de la monnaie unique, les soldes extérieurs sont au sein de la zone euro sans importance puisqu'ils sont automatiquement financés par des flux monétaires. Ils peuvent cependant livrer des indications utiles pour la conduite des politiques budgétaires, si l'on parvient à les comparer à des "normes de balance courante" comme cela se fait pour la croissance vis-à-vis de la croissance potentielle. Les conjonctures allemande et espagnole permettent d'illustrer ce point.

En 2005, le solde extérieur courant est excédentaire de 4 points de PIB en Allemagne et déficitaire de près de 8 points en Espagne ; les taux de croissance et d'inflation sont respectivement de 1,1% et 1,9% en Allemagne et de 3,5% et 3,4% en Espagne. Cette situation paraît typique d'un excès de demande en Espagne et d'une insuffisance en Allemagne. La réaction budgétaire adéquate est alors une expansion budgétaire en Allemagne et une contraction en Espagne, en contradiction avec le psc. Mais c'est faire implicitement l'hypothèse que les "normes de balance courante" sont proches de l'équilibre dans les deux pays. Or, la situation observée en

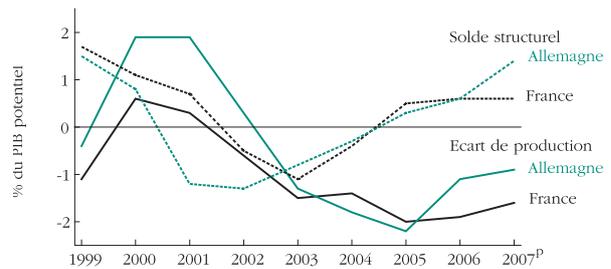
4. Les stabilisateurs automatiques représentent l'évolution automatique du solde budgétaire du fait de la position de l'économie dans le cycle : le solde s'améliore en haut de cycle grâce aux rentrées fiscales et, symétriquement, se détériore en bas de cycle, à législation fiscale inchangée.

2005 peut être interprétée différemment si l'on estime que la croissance potentielle a augmenté en Espagne et diminué en Allemagne, par rapport au reste de la zone euro. Dans ce cas, la norme de balance courante se creuse en Espagne (les entreprises accroissent leur investissement tandis que les ménages diminuent leur taux d'épargne pour consommer par avance l'accroissement de leurs revenus futurs) et l'inflation y augmente en raison de l'effet Balassa-Samuelson (qui ne peut se traduire que par un écart d'inflation en l'absence d'appréciation nominale du change) ; les effets exactement opposés apparaissent en Allemagne. Dans de telles circonstances, la politique budgétaire doit être neutre.

La réalité se situe sans doute entre ces deux interprétations polaires. Ceci ramène à la question difficile de l'estimation de la croissance potentielle et au repérage des chocs de productivité qui sont essentiels pour la conduite des politiques budgétaires et leur éventuelle coordination<sup>5</sup>.

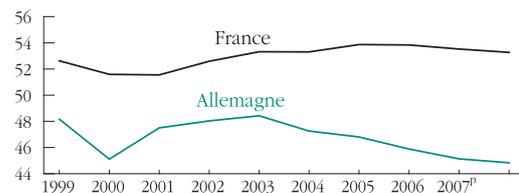
Considérons maintenant le couple franco-allemand. Depuis 1999, l'Allemagne et la France ont connu des évolutions conjoncturelles en phase et leurs soldes budgétaires structurels ont également évolué de conserve (graphique 6). Est-ce à dire que, sans coordination explicite, les deux économies ont *de facto* coordonné leurs réactions à des chocs très largement symétriques ? En réalité, derrière des soldes budgétaires proches, se cachent des évolutions divergentes des dépenses et des recettes publiques (graphique 7). La part des dépenses publiques dans le PIB a légèrement augmenté en France entre 1999 et 2006 ; en Allemagne, elle a diminué de trois points traduisant la volonté de réduire la pression fiscale pour redresser la croissance potentielle. En raison de cette différence de structure, rien ne prouve que la politique allemande ait eu un effet conjoncturel équivalent à celui de la politique française, même si les soldes ont évolué de manière similaire. Plusieurs travaux empiriques<sup>6</sup> suggèrent en fait qu'une baisse des impôts ou une hausse des transferts d'un point de PIB a un effet de relance plus marqué qu'une hausse des dépenses publiques de consommation ou d'investissement du même

Graphique 6 - La politique budgétaire face au cycle : France-Allemagne



Source : OCDE, Perspectives Économiques n° 80, 2006.

Graphique 7 - Dépenses publiques en France et en Allemagne (% du PIB)



Source : OCDE, Perspectives Économiques n° 80, 2006.

montant, les effets sur la croissance potentielle des baisses d'impôts venant sans doute s'ajouter aux traditionnels effets de relance keynésiens. Dans ce cas, la politique allemande consistant à réduire simultanément les impôts et les dépenses pourrait avoir un effet positif sur le PIB allemand ainsi que sur celui de ses voisins européens, alors que la politique française n'aurait, elle, qu'un impact limité.

Finalement, la coordination des politiques budgétaires en Europe ne devrait pas principalement s'intéresser... aux soldes budgétaires, mais regarder, dans le détail, l'évolution des recettes et des dépenses, ainsi que d'autres indicateurs tels que la croissance potentielle, l'évolution des taux d'inflation et des soldes extérieurs courants.

Agnès Bénassy-Quéré & Benjamin Carton  
beatrice.postec@cepil.fr

5. M. Canzoneri (2006), "Coordination of Monetary and Fiscal Policy in a Monetary Union: Policy Issues and Analytical Models", Money Macro and Finance Research Group Conference, University of York ; B. Carton & T. Guyon (2007), "Divergences de productivité en union monétaire", DGTPE, à paraître.  
6. A. Mountford & H. Uhlig (2002), "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", CEPR discussion paper n° 3338. A. Bénassy-Quéré & J. Cimadomo (2006), Changing Patterns of Domestic and Cross-border Fiscal Multipliers in Europe and the US, Document de travail du CEPII, n° 2006-24.

## LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2007  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :  
Didier Boivin

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 48,50 € TTC  
Europe 50,10 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
49,10 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
50,10 € HT  
Supl. avion rapide 0,89 €

Adresser votre commande à :  
La Documentation française,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepil.fr](http://www.cepil.fr)

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
2<sup>ème</sup> trimestre 2007  
AVRIL 2007  
Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du  
CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.