

iAGS 2015 : Une Europe divisée et à bout de souffle

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Xavier Timbeau](#)

L'Europe se trouve dans une situation critique qui nécessite un changement de politique économique. Toutes les possibilités doivent être envisagées. Des mesures non-conventionnelles ou extra-ordinaires doivent être prises pour éviter un nouvel échec et échapper à la menace de stagnation séculaire. C'est précisément l'objet du [troisième rapport indépendant sur la croissance annuelle](#) (résumé dans la dernière [Note de l'OFCE n° 47 du 15 décembre 2014](#) – en réponse au Rapport sur la croissance annuelle publié par la Commission européenne – de faire une analyse critique de la stratégie macroéconomique européenne et de proposer des solutions alternatives.

L'incapacité à sortir durablement de la crise laisse de nombreuses séquelles sur le plan économique, social et politique. Le chômage reste à un niveau historique, ce qui accroît les inégalités et interrompt le processus de convergence entre les régions européennes. Les pressions à la baisse sur les salaires et le besoin de réduire les déséquilibres intra-zone euro nourrissent la déflation. Le désendettement public ou privé n'est pas achevé et la perspective d'une baisse des prix crée un cercle vicieux par lequel la stagnation va se prolonger. Le projet européen d'une économie prospère et intégrée ne saurait progresser si la reprise échoue une nouvelle fois.

La politique monétaire ne peut résoudre à elle seule l'ensemble des problèmes de la zone euro. La coordination des politiques budgétaires est encore déficiente et biaisée en faveur d'une réduction rapide des déficits budgétaires et de la dette publique. Ces biais doivent être corrigés. La gravité de la situation économique impose plus qu'une simple

atténuation de la consolidation budgétaire. Il faut à la fois maintenir les avancées fragiles de la discipline budgétaire et de la solidarité financière naissante entre les Etats membres, mais aussi pouvoir produire le stimulus nécessaire à la sortie de la crise. Il faut profiter de l'opportunité offerte par des taux d'intérêt souverains bas : les multiplicateurs d'investissement public sont très élevés, évalués à 3 par le FMI, et les besoins d'investissements sont nombreux après leur diminution notable au cours des précédentes années et la nécessaire transition vers une économie à bas carbone.

Le Plan Juncker pourrait être un premier pas en ce sens puisqu'il envisagerait d'exclure les contributions des Etats membres de la définition du déficit ou de la dette utilisée pour le respect des règles en vigueur (principe de neutralisation). Ce premier pas, jouant sur des montants de financement clairement insuffisants, ouvre cependant la voie pour mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste au niveau agrégé tout en maintenant les contraintes sur les politiques budgétaires nationales. Les réformes structurelles ne peuvent être des substituts au besoin de relance, notamment parce que leurs effets à court terme sur les prix et l'activité peuvent être négatifs et que leurs effets positifs sont longs à se produire.

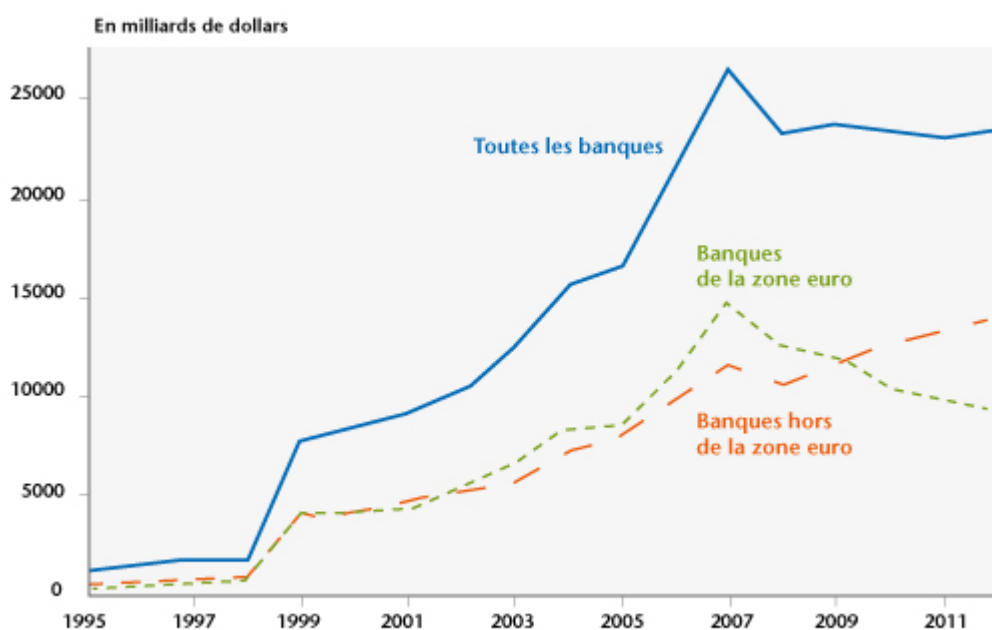
Un repli sans précédent des banques de la zone euro

par Anne-Laure Delatte, CNRS, OFCE, CEPR, chercheure invitée à Princeton University.

Un petit pas supplémentaire a été fait le mois dernier vers une union bancaire dans la zone euro lorsque la Commission européenne a présenté sa proposition sur le [Fonds de résolution unique bancaire](#)[1]. Alors que les observateurs reconnaissent généralement que les 55 milliards d'euros de ce fonds restent une goutte d'eau dans l'océan, nous montrons dans une étude récente que les banques de la zone euro sont de plus en plus isolées du reste du monde ([Bouvatier, Delatte, 2014](#) [2]). En réalité, la fragmentation bancaire à l'intérieur de la zone euro que l'union bancaire est censée corriger n'est qu'une face de la désintégration internationale des banques européennes.

En 2013, les flux de capitaux transfrontaliers ne représentaient que 40 % de leur niveau de 2007 et la plus forte baisse de l'activité touchait les prêts bancaires internationaux. Le graphique 1 montre l'évolution des créances à l'étranger par les banques de 14 pays vis-à-vis de leurs partenaires et distingue ces données selon que les banques appartiennent à la zone euro ou non. [3]

Graphique 1 : Créances consolidées vis-à-vis de partenaires étrangers, 1995-2012



Source : Calculs des auteurs (Bouvatier, Delatte, 2014) d'après données de la BRI.

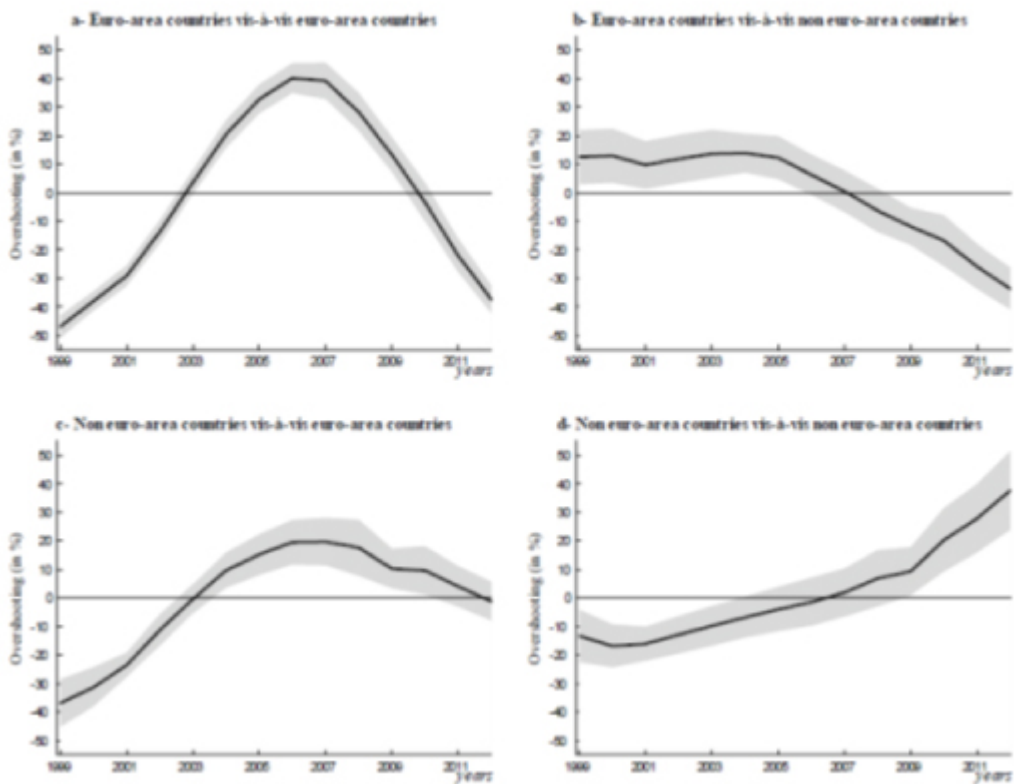
Nul doute que la crise financière mondiale a donné un sérieux

coup d'arrêt aux activités bancaires : en 2008, les créances internationales ont diminué de manière significative, puis elles sont restées à ce niveau inférieur. Cependant, la situation agrégée cache deux évolutions contraires. Certes, les activités internationales des banques situées hors de la zone euro ont été durement touchées en 2007 mais elles sont reparties rapidement sur leur tendance ascendante par la suite. Au contraire, l'activité hors zone euro des banques situées dans la zone euro n'a cessé de décroître. En 2012, les banques de la zone euro réalisaient ainsi 40 % de l'activité bancaire internationale contre 56 % en 2007. En résumé, les données brutes suggèrent :

- (1) un repli massif des banques situées en zone euro et
- (2) une interruption seulement temporaire de l'activité des banques situées hors zone euro.

A quel point ces évolutions différenciées peuvent-elles s'expliquer par des conditions économiques différentes entre la zone euro et le reste du monde ? Les pays européens ont en effet été confrontés à une série de crises depuis 2008 (la crise financière, puis la crise des dettes souveraines) et, aujourd'hui, la zone euro est l'une des rares régions où [la croissance n'a pas repris](#). En même temps, la décennie précédente s'est traduite par une forte augmentation de l'intégration bancaire en zone euro. S'agit-il donc juste d'une correction ? De plus, quelles différences entre l'intégration des banques de la zone euro et le reste du monde ? Pour répondre à ces questions, nous avons construit une mesure originale de l'intégration bancaire internationale. Notre mesure se base sur un modèle statistique de l'activité bancaire qui permet d'isoler les frictions et les facteurs variables dans le temps[\[4\]](#). Nous en avons extrait les tendances temporelles par zone géographique, ce qui nous permet de mesurer à chaque date où en est l'activité bancaire par rapport aux prédictions du modèle. L'ensemble des graphiques 2 a-d tracent nos mesures.

Graphique 2 : Intégration bancaire. Déviation par rapport aux prédictions du modèle (en %) :



Source : Bouvatier, Delatte, 2014.

Tout d'abord, il est frappant de constater que, après la crise financière de 2008, toutes les tendances concernant la zone euro sont en baisse (graphiques 2-a, 2-b et 2 c) contrairement à celle qui concerne le reste du monde (graphique 2-d). Ensuite, on constate que seules les banques de la zone euro subissent un processus de désintégration (la courbe est en-dessous de l'axe des abscisses sur les figures 2-a et 2-b). Au contraire, l'exposition à des créances de la zone euro des banques situées hors de la zone euro est précisément au niveau prédit par le modèle (figure 2-c). En d'autres termes, l'implication des banques non-européennes en zone euro a diminué, mais il s'agit d'une correction de l'excès de 20 % observé avant la crise et non d'un repli. En revanche, les banques de la zone euro ont massivement réduit leur exposition internationale à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, avec un niveau inférieur de plus de 30 % aux prédictions du modèle. Ainsi, le ralentissement économique en zone euro depuis 2008 n'est pas suffisant pour expliquer le retrait massif des banques (puisque nos estimations tiennent compte de

ce ralentissement). Plus important encore, cette baisse va bien au-delà de la correction et constitue une désintégration marquée. Autrement dit, la fragmentation bancaire à l'intérieur de la zone euro n'est qu'une face d'un processus de désintégration globale des banques de la zone euro.

Enfin, le graphique 2-d, qui trace la situation dans le reste du monde, souligne une différence étonnante : non seulement l'intégration bancaire n'a jamais diminué, mais, au contraire, la tendance est plus forte après la crise. En d'autres termes, la baisse des activités bancaires, observées en 2008 dans les données brutes, était entièrement due à des frictions temporaires.

Partant de ces observations nous pouvons donc tirer les enseignements suivants. Tout d'abord, nos estimations suggèrent que les banques de la zone euro auraient perdu de façon permanente des parts de marché au niveau mondial. Ensuite, il est frappant de constater que l'intégration bancaire obtenue grâce à l'Union monétaire a été totalement effacée au cours des dernières années. En d'autres termes, la liste des bénéfices tirés de la monnaie unique se réduit, tandis que les coûts ne cessent d'augmenter. Enfin, nos résultats sur le désengagement massif des banques de la zone euro vis-à-vis du reste du monde suggèrent que l'Union bancaire, quoique cruciale pour compléter la monnaie unique, ne suffira pas pour résoudre les défis bancaires de la zone euro.

[1] "Europe bancaire: l'Union fait-elle la force ?" Céline Antonin et Vincent Touze, [Note de l'OFCE](#), n°46, 18 novembre 2014.

[2] Vincent Bouvatier et Anne-Laure Delatte (2014), "International Banking: the Isolation of the Euro Area",

[Document de travail OFCE.](#)

[3] Parmi ces 14 pays, 7 appartiennent à la zone euro : Autriche, Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays Bas. Les 7 autres pays sont le Canada, la Suisse, le Danemark, le Royaume Uni, le Japon, la Suède et les Etats-Unis.

[4] Plus précisément, nous avons suivi la démarche de Portes et Rey (2005) qui ont été les premiers à estimer des équations de gravité pour étudier les déterminants l'activité financière. Voir Portes, R. et H. Rey (2005), « The determinants of cross-border equity flows ». *Journal of International Economics* 65(2), 269-296.

Some reflections on the ECB's Comprehensive Assessment

Mauro Napoletano[\[1\]](#) and Stefano Battiston[\[2\]](#)

(Ce texte n'est pas publié en français)

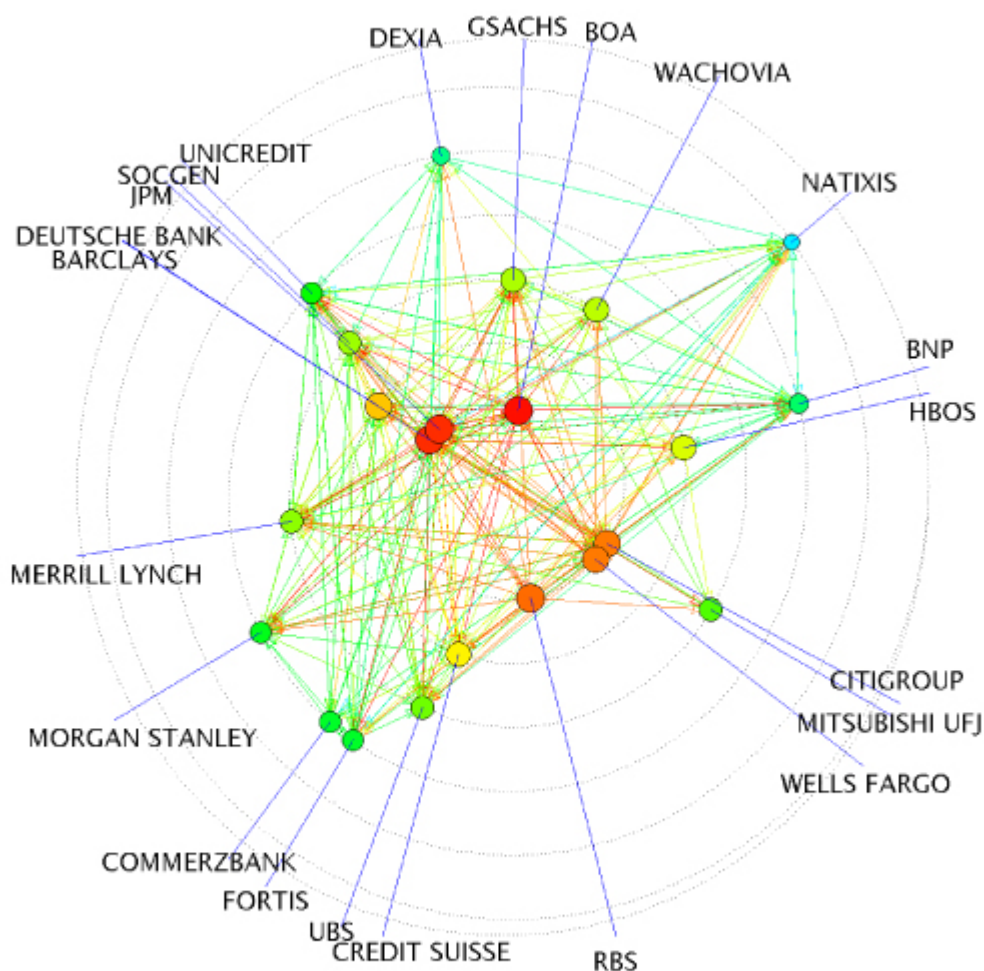
The European Central Bank (ECB) officially released the results of its Comprehensive Assessments of euro area banks on October 26th, thus making a very important step towards the creation of the European Banking Union. The ECB exercise unveiled the global robustness of the euro area banking sector despite the bumpy week financial markets had after its release. On the one hand, most banks hit by important financial shocks and affected by privately and publicly funded re-capitalization efforts (as in Spain) passed the stress test hurdle. On the other hand, fragilities were identified only in few countries (notably Italy, Greece and Portugal) and were basically the result of balance-sheet problems in some big

institutes therein (e.g. Monte dei Paschi di Siena in Italy). One may nonetheless wonder whether the above picture of global stability, emerging from the results of the ECB assessment, is well-founded, and whether the methods used by the ECB, and the consequent re-capitalization efforts required, will be sufficient to insulate the Euro Area financial systems from financial meltdowns like the one of 2008/2009.

To shed more light on such issues it is important to remark that the Comprehensive Assessment is articulated into two blocks [\[3\]](#). The first one, the stress test on banks, amounts to a check of the robustness of bank's balance sheets in adverse scenarios provoked by financial and real shocks of different nature. The second one is the so-called "Asset Quality Review" (AQR) and corresponds to a point-in-time evaluation of the assets portfolio of Euro Area banks with the goal of identifying problematic assets. The AQR constitutes a great innovation of 2014 assessment with respect to similar ones carried out in 2010 and 2011, which did not feature a detailed evaluation of banks' asset book. Performing such a comprehensive evaluation has two clear advantages. First, it is a big step towards improving the overall transparency of the financial system. Second, and relatedly, it helps regulating authorities to get important details about the [degree of complexity of the asset side of banks](#), which has played a key role in the unfolding of the financial crisis of 2008/2009. The Euro-Area comprehensive AQR is not the only positive aspect of the current assessment. Other welcomed novelties are represented by the higher coverage of the current assessment (130 banks) with respect to the sample of banks considered in the 2010 and 2011 stress tests [\[4\]](#) (respectively 91 and 90 banks). Moreover, the scope of macro-shocks and country-specific shocks considered in the stress tests [was broader](#). More in detail, the ECB considered [four different types of adverse financial and real shocks](#) that could threaten banks stability: a) an increase in global bond yields; b) a deterioration of credit quality; c) a stalling of

policy reforms; d) a lack of necessary balance-sheet repair to maintain affordable market funding. Finally, the 2014 assessment has been based on a unified methodology, which has limited the discretionary interpretation of rules by national authorities and by banks.

Figure 1. The financial network among the top 22 borrowers of the FED at the peak of the 2008/2009 financial crisis



Source: Stefano Battiston, Michelangelo Puliga, Rahul Kaushik, Paolo Tasca & Guido Caldarelli, "DebtRank: Too Central to Fail? Financial Networks, the FED and Systemic Risk", *Scientific Report*, 2012.

The ECB assessment constitutes an important step towards a better monitoring of euro area financial stability. At the same time, the structure and the methods used by the ECB lead one to raise more than one concern the overall stability picture that emerges out of it. [Recent accounts of the ECB's exercise](#) stress that the ECB assessment has partially accounted for some important banking risks, like for instance

liquidity risk (the risk of not being able to honor payments). In addition, results of the AQR and the stress tests were conducted in parallel. Accordingly, results from the evaluation of the quality of banks asset books were not used to test the stability of the bank themselves. Last but not least the ECB performed the assessment using a bottom-up approach, *i.e.* relying on the information provided by banks and national regulators. The latter were in close contact with banks in their country to check the validity of the information. This governance structure of the assessment poses some problems, as national regulators may have the incentive not to disclose relevant information that would reveal the extent of the capital shortfall in their countries.

However, the main weakness of the ECB assessment as a banks' financial robustness exercise probably lies in the failure to consider one fundamental property of current financial systems (Euro-Area one included), namely its interconnectedness. Indeed, the financial system is structured as a complex web of financial relationships of very different nature (*e.g.* unsecured lending, repurchasing agreements, derivatives) and among different types of actors (*e.g.* banks, hedge funds, money market, pension funds).

There is a [growing consensus](#) around the idea that financial interlinkages play an important role in the emergence of financial instabilities. Their role is also acknowledged by the Basel Committee on banking supervision that uses interconnectedness as one of the dimensions to determine the list of Globally Systemic Financial Institutions (G-SIBs). Figure 1 provides a visual idea of an empirically-observed network of financial inter-linkages across some major banks. Links appearing in the figure show the estimated impact of a bank on the balance sheet of another one and were estimated at the peak of the 2008/2009 financial crisis (March 2009, *i.e.* the period of minimum market capitalization of banks) by using the "Debt-Rank" method developed in [Battiston et al. \(2012\)](#).

In the figure higher systemic importance is identified by the color of the node by a more central location of the node. In other words, banks colored in red (rather than in yellow or in green) and closer to the center are also the banks that are systemically more important, in the sense that the default of one of them would have larger impact on other institutions in the financial system.

One main reason why financial linkages matter for financial instability is that they can have ambiguous effects on the risk exposure of banks: on the one hand, they increase individual profitability and reduce individual risk, but on the other hand, they may generate important external effects (e.g. my insolvency can become yours if it causes a significant drop in the value of your assets), thus increasing systemic risk. On this topic several issues remain open but [much work](#) has already been done in recent years and two main “transmission channels” have been emphasized. First, shocks move from a bank to another *via* the direct interlocks between balance sheets. That is, since the liabilities of one bank are the assets of some other banks, the default of the debtor may imply a loss for the creditors. Likewise, in case [creditors decide to hoard liquidity](#) rather than providing it to other market players, this has negative external effects to other institutions as it can reduce the liquidity accruals of the latter and the overall liquidity in financial markets. Second, there are indirect connections among banks due to the fact that they invest in common assets. This implies that, for instance, if as a result of a shock on the price of an asset, a bank sells a quantity of that asset sufficient to move down the price, the other banks holding the same asset will experience both the initial shock and the secondary shock and may start in turn to sell the asset themselves, triggering a devaluation spiral.

Embedding the above described channels of financial contagion and distress is thus fundamental for a proper evaluation of

the stability of banks in the euro area financial system, and for the stability of the system as a whole. Indeed, interconnectedness implies that the stability of one bank cannot be assessed independently from the stability of other banks in the system. It also implies that the stability of the financial system as a whole cannot be reduced to the sheer sum of the stability of the single banks composing it. The AQR uses the Basel Committee's G-SIBs list (which does account for interconnectedness) to classify banks in the euro-area. However, the notion interconnectedness is not used, neither in the evaluation stage of the AQR nor in the stress test.

To sum up, the ECB assessment is a key step towards the creation of a banking union in the Euro Area. At the same time, it is important that financial network aspects are taken into serious consideration, to get better measures of the possible financial fragilities of banks and of the necessary actions to tame them. Some stress tests methodologies accounting for the complex features and consequences of financial inter-linkages are already available (see e.g. the discussion in [Staffen, 2014](#), and the works of [Markose et al., 2012](#) and [Battiston et al., 2012](#)). It is also likely that the new data resulting from the ECB's AQR will foster future research on these new stress test methodologies and bring some of their hints in the future assessments of the euro area banking sector.

[1] OFCE, Skema Business School, Sophia-Antipolis (France), and Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa (Italy). E-mail address: mauro.napoletano@sciencespo.fr

[2] Department of Banking and Finance, University of Zürich. E-mail address: stefano.battiston@uzh.ch

[3] The ECB has conducted a comprehensive assessment of 130

banks in the euro area. The AQR was undertaken by the ECB and national competent authorities (NCAs), and was based on a uniform methodology and harmonized definitions. The stress test was undertaken by the participating banks, the ECB, and NCAs, in cooperation with the European Banking Authority (EBA), which also designed the methodology along with the ECB and the European Systemic Risk Board (ESRB). See [the ECB comprehensive assessment aggregate report](#) for more details.

[4] The 2010 and 2011 stress tests exercises were EU-wide and conducted by the EBA in collaboration with national supervisory authorities.

Europe bancaire : l'Union fait-elle la force ?

par [Céline Antonin](#) et [Vincent Touzé](#)

Depuis le 4 novembre 2014, la Banque centrale européenne est devenue le superviseur unique des banques de la zone euro. Il s'agit de la première étape de l'Union bancaire.

La crise économique et financière, qui a débuté en 2007, a révélé des fragilités européennes :

- Les marchés bancaires nationaux, en apparence compartimentés, se sont révélés fortement interdépendants, en témoigne un niveau élevé de propagation-contamination ;
- Les réponses nationales de soutien aux banques ont souvent manqué de coordination ;
- Le soutien des Etats au système bancaire, dans un contexte d'endettement public élevé, a conduit à une forte

corrélation entre risque bancaire et risque souverain ;

– L'absence de mécanismes de transfert budgétaire a fortement limité la solidarité européenne.

En 2012, l'idée de l'Union bancaire est née d'une triple nécessité : briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le Mécanisme européen de stabilité ; prévenir les paniques bancaires ; éviter la fragmentation des marchés bancaires en zone euro.

L'Union bancaire s'organise autour de trois piliers : un mécanisme de supervision unique (MSU), un mécanisme de résolution unique (MRU) avec un fonds de résolution et une logique de renflouement interne des banques (*bail-in*), ainsi qu'un système unique de garantie des dépôts avec un fonds de garantie.

L'Union bancaire offre des solutions nouvelles. Toutefois, elle laisse des zones d'ombre et la solidarité européenne née de l'Union bancaire pourrait être insuffisante pour répondre à des chocs majeurs.

La dernière [Note de l'OFCE](#) (n° 46 du 18 novembre 2014) retrace le contexte qui a présidé à la mise en place de cette Union bancaire et dresse un bilan des avantages et limites d'une telle avancée de l'Europe bancaire. Cette note a été réalisée dans le cadre de l'étude spéciale intitulée [« Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? »](#), *Revue de l'OFCE*, n° 136 (2014).

De la difficulté de mener des réformes structurelles en période de chômage élevé

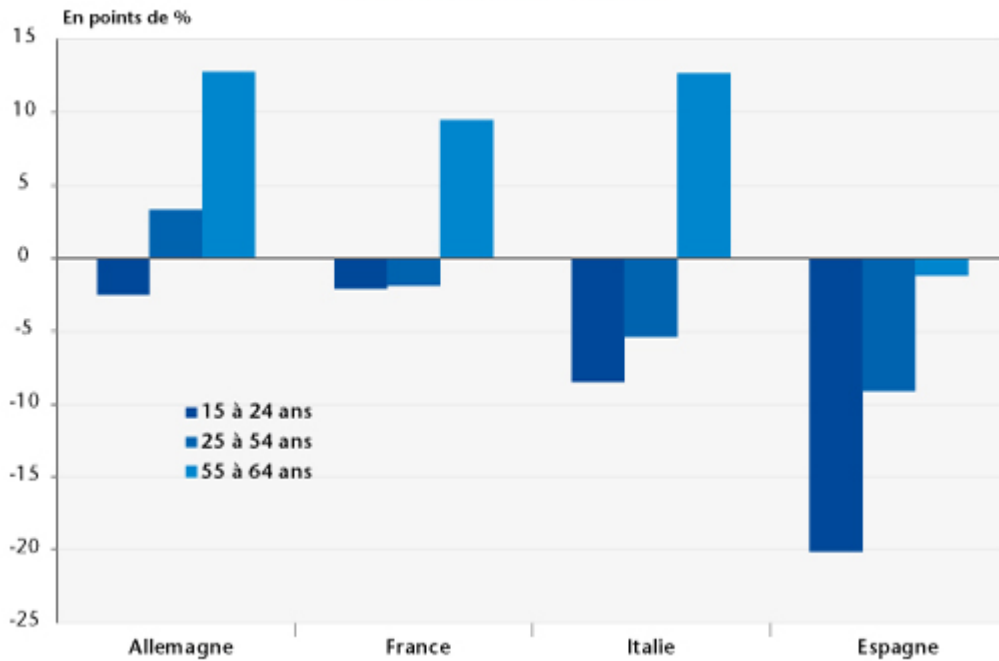
par Sabine Le Bayon, [Mathieu Plane](#), Christine Rifflart, Raul Sampognaro

Les réformes structurelles visant à flexibiliser le marché du travail sont souvent parées de toutes les vertus pour lutter contre le chômage de masse et limiter la segmentation du marché du travail entre ceux qui y sont intégrés dans des contrats stables (*insiders*) et ceux qui sont au chômage ou en contrat précaire (*outsiders*). Si, dans une économie en croissance, ces mesures peuvent faciliter les créations d'emplois au profit des *outsiders*, les résultats à en attendre peuvent être plus incertains en situation de chômage de masse et de croissance atone. En effet, les réformes structurelles peuvent réduire la dualité du marché du travail liées aux mesures réglementaires mais elles ne peuvent combattre la dualité du marché du travail inhérente au capital humain qui se renforce en période de chômage de masse : à qualification égale, c'est l'expérience qui fait la différence, et à expérience égale, c'est la qualification qui fait la différence. Le chômage élevé renforcerait donc le phénomène de « file d'attente » pour accéder aux emplois plus stables. Ainsi, les réformes structurelles visant à fluidifier le marché du travail affecteront prioritairement les salariés qui ont les qualifications et l'expérience les moins élevées sans pour autant permettre aux *outsiders* d'accéder à une situation professionnelle plus stable. De ce fait, une hausse des inégalités entre les actifs est à attendre, sans effet positif sur l'emploi du fait de la faiblesse de l'activité économique. Seul un pilotage macroéconomique intégrant l'objectif du retour au plein-emploi pourrait rendre les réformes structurelles performantes

Comme nous le montrons dans l'étude spéciale [« La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant »](#) (*Revue de l'OFCE*, n° 136, novembre 2014), la segmentation sur le marché du travail s'est accrue au cours de la crise malgré la mise en place de réformes structurelles dans les pays de la zone euro. Ainsi, depuis 2008, le taux d'emploi^[1] des seniors et des plus qualifiés a mieux résisté que celui des autres catégories de population dans les quatre plus grands pays de la zone euro (graphiques 1 et 2).

La forte baisse du taux d'emploi des jeunes depuis 2008 est générale – y compris en Allemagne, pays où le marché de l'emploi est resté dynamique – et contraste avec la hausse du taux d'emploi des seniors (ou leur faible baisse en Espagne). L'écart entre ces deux catégories est compris entre 12 points de pourcentage en France et 21 points en Italie (15 points en Allemagne et 19 en Espagne). L'ajustement du taux d'emploi des 25-54 ans se situe dans une position intermédiaire. La résistance du taux d'emploi des seniors à la crise résulte probablement de la combinaison de deux causes : les réformes des systèmes de retraite introduites au cours des dernières années (allongement des durées de cotisation et/ou recul de l'âge légal de départ en retraite) et le coût relativement plus élevé de licenciement des seniors qui, le plus souvent, occupent des positions hiérarchiques plus élevées. Dans un contexte de crise, il est fort probable que cela ait engendré un effet de substitution de l'emploi des seniors au détriment des plus jeunes.

Graphique 1 : Variation du taux d'emploi par tranche d'âge entre 2008 (T1) et 2014 (T2)

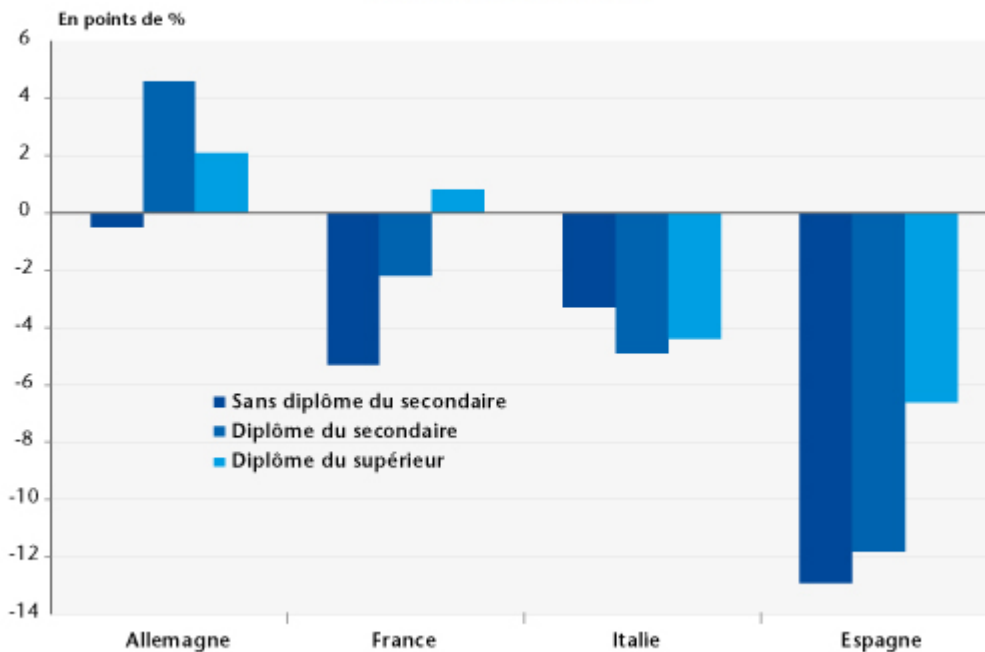


Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Les ajustements des taux d'emploi ont été aussi plus marqués pour les populations sans diplôme du secondaire, à l'exception de l'Italie où le diplôme ne semble pas protéger du chômage ou de l'inactivité. En France, l'ajustement des taux d'emploi a clairement été décroissant avec le type de diplôme. En Allemagne, le taux d'emploi des moins diplômés a baissé pendant la crise alors que celui des autres catégories a augmenté. En Espagne, les diplômés du supérieur ont un taux d'emploi qui résiste mieux que les autres catégories de population. A ces évolutions différentes des taux d'emploi par catégorie de diplôme, s'ajoute le fait que les revenus salariaux en Italie, Espagne et France n'ont baissé que pour les premiers déciles de revenus salariaux. L'ajustement sur les revenus salariaux des premiers déciles s'est opéré vraisemblablement par une réduction de la durée du travail sur l'année (temps partiel, contrats temporaires de plus courte durée ou phases de chômage plus longues entre deux contrats, réduisant la rémunération moyenne sur l'année). Ainsi, dans les pays les plus touchés par la crise, les populations les plus fragiles, présentant le capital humain le plus faible, se sont retrouvées les plus exposées à la dégradation du marché

du travail, que ce soit par la baisse des taux d'emploi ou la réduction des rémunérations salariales annuelles.

Graphique 2 : Évolution des taux d'emploi entre 2008 (T1)-T1 et 2014 (T2) selon le niveau diplôme



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Dans un contexte de marché du travail dégradé, en acceptant un faible déclassement, ce serait d'abord le chômeur le plus qualifié qui retrouverait un emploi, chassant celui qui aurait pu l'avoir, qui lui-même, ferait la même chose à un échelon inférieur. Ceci pourrait expliquer qu'en bout de file, les moins qualifiés soient, quelle que soit la législation du travail, victimes du chômage ou de précarité dans l'emploi.

Ainsi, l'existence d'une segmentation « spontanée » sur le marché de l'emploi et d'un phénomène de « file d'attente » peut limiter la réussite d'une stratégie de réformes structurelles et de dévaluation salariale. Dans ce cas, une plus grande flexibilité du marché du travail conjuguée à une réduction de la protection sociale pourrait accroître les inégalités entre les catégories d'actifs sans augmenter les créations d'emplois en équivalent temps plein.

[1] Il s'agit du ratio : emploi/population en âge de travailler.

La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant

Sabine Le Bayon, [Mathieu Plane](#), Christine Rifflart, Raul Sampognaro

Depuis le déclenchement de la crise financière en 2008 et de la crise des dettes souveraines en 2010-2011, les pays de la zone euro ont mis en place des stratégies d'ajustement destinées à restaurer la confiance des marchés et à remettre les économies sur le chemin de la croissance. Les pays les plus frappés par la crise sont ceux qui présentaient une forte dépendance aux marchés financiers et des déficits courants très élevés (Espagne, Italie mais aussi Irlande, Portugal et Grèce). Aujourd'hui, les déficits sont largement résorbés mais la zone euro est plongée dans une situation de croissance molle, aux tendances déflationnistes qui pourraient s'accroître si un changement n'est pas amorcé. A défaut d'un ajustement sur les taux de change, l'ajustement se fait sur l'emploi et les salaires. Les conséquences de cette dévaluation par les salaires, que nous résumons ici, sont plus largement décrites dans [l'étude spéciale publiée dans le dossier des prévisions de l'OFCE \(Revue de l'OFCE, n° 136, novembre 2014\)](#).

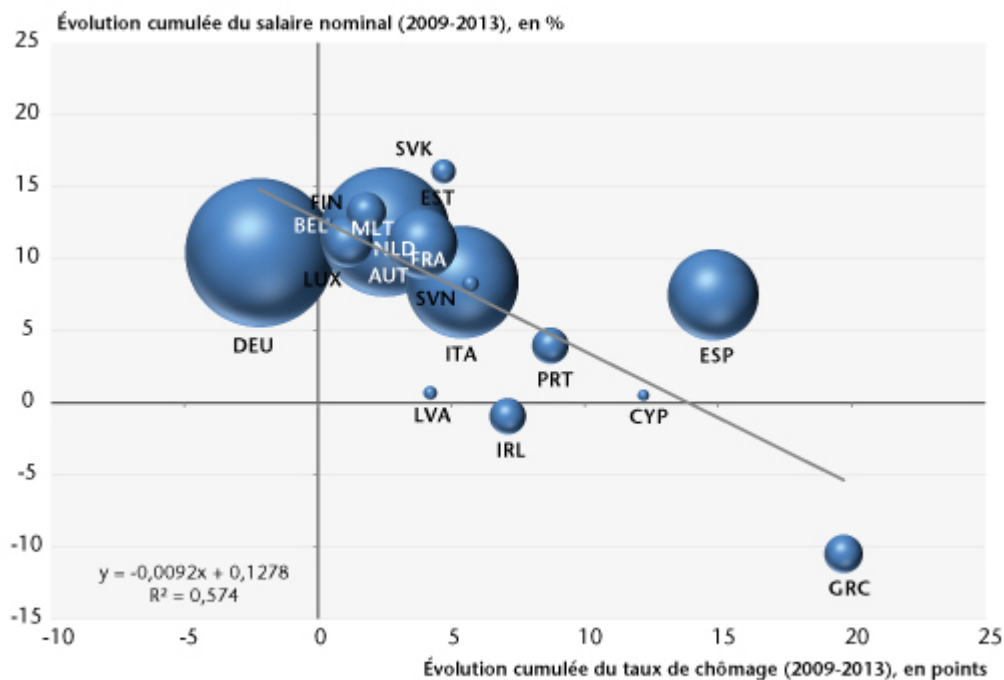
Un ajustement désormais tiré par une modération salariale

croissante...

Face à la chute de la demande, les entreprises se sont ajustées en coupant massivement dans l'emploi afin de réduire leurs coûts, ce qui a conduit à une forte augmentation du chômage. En septembre 2014, la zone euro compte 7 millions de chômeurs de plus qu'en mars 2008. La situation est particulièrement dégradée dans certains pays comme la Grèce où le taux de chômage est de 26,9 %, l'Espagne (24,2 %), le Portugal (13,8 %) ou l'Italie (12,5 %). Seule l'Allemagne se distingue par le recul de son taux de chômage, jusqu'à 5,0 % de la population active.

Conformément à ce que suggère la courbe de Phillips, l'emballement du chômage a fini par peser sur les conditions de revalorisation salariale, notamment dans les pays les plus en crise (graphique 1). Si entre 2000 et 2009, l'évolution des salaires était plus dynamique dans les pays périphériques (+3,8 % en moyenne annuelle) que dans les pays au cœur de la zone euro [\[1\]](#) (+2,3 %), la situation s'est inversée après 2010. Les rémunérations nominales ont ralenti dans les pays périphériques (+0,8 %) mais ont gardé un rythme proche de celui de l'avant-crise (+2,6 %) dans les pays au cœur de la zone. Cette hétérogénéité s'explique par l'ampleur de la dégradation du chômage différente selon les pays. Selon Buti et Turrini (2012) [\[2\]](#) de la Commission européenne, le renversement dans la dynamique des salaires serait un des principaux moteurs du rééquilibrage des soldes courants en zone euro.

Graphique 1. Évolution du taux de chômage et des rémunérations nominales par salarié



Note : la taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

En outre, l'analyse des données macroéconomiques masque l'ampleur de la modération salariale en cours, les effets de la crise étant concentrés sur les populations les plus fragiles (jeunes, salariés non-diplômés) à salaires plus faibles. Or, la déformation de la structure de l'emploi en faveur des plus qualifiés et des plus expérimentés ([voir le post OFCE : " De la difficulté des réformes structurelles dans un contexte de chômage élevé](#)) pousse à la hausse les salaires moyens. Comme l'attestent plusieurs études fondées sur l'analyse de données microéconomiques[3], le dynamisme des salaires corrigés de ces effets de composition est inférieur à celui du salaire moyen.

... qui comprime la demande intérieure et s'avère peu efficace en termes de

compétitivité

Derrière cette politique d'ajustement déflationniste par les salaires, l'enjeu pour les entreprises est d'améliorer leur compétitivité et de regagner des parts de marché. Ainsi, par rapport au début de l'année 2008, les coûts salariaux unitaires (CSU) [\[4\]](#) ont baissé dans les pays les plus en crise (Espagne, Portugal et Irlande), ralenti en Italie et ont continué leur progression haussière dans les pays au cœur de la zone euro, ceux les plus préservés des tensions financières (Allemagne, France, Belgique et Pays-Bas).

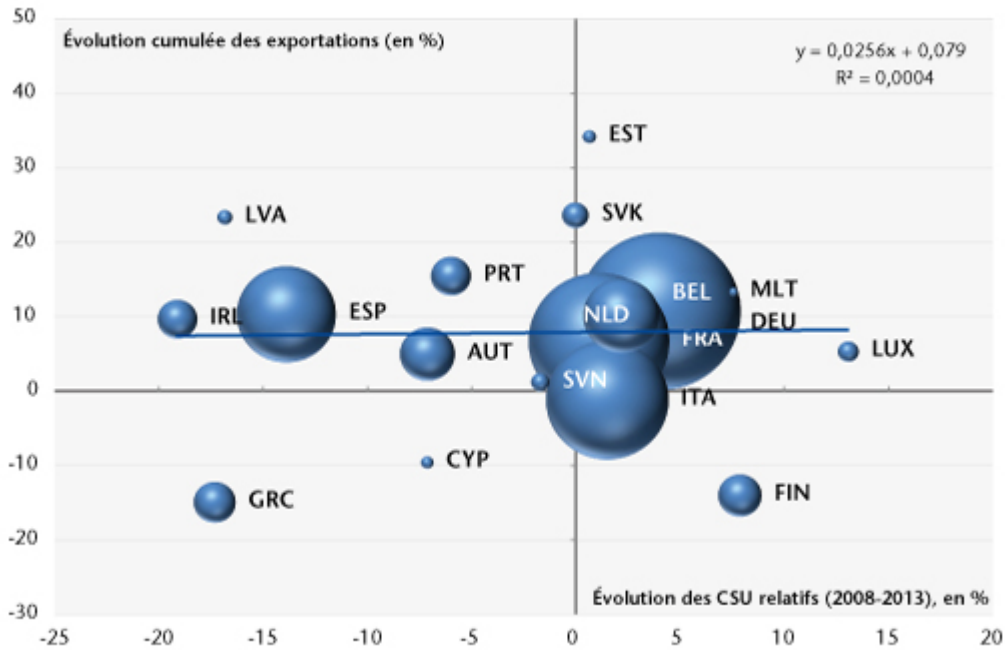
L'ajustement le plus important a eu lieu en Espagne. Déflatés de l'inflation, les CSU y ont baissé de 14 % depuis 2008, dont 13 points s'expliquent par le redressement de la productivité, obtenu au prix de coupes massives dans l'emploi. Les salaires réels n'ont augmenté que de 1 % sur la période. A l'inverse, en Italie, l'ajustement a surtout porté sur les salaires dont le pouvoir d'achat a baissé de 5 %. Toutefois, cette baisse n'a pas été suffisante pour compenser la dégradation de la productivité, et donc empêcher la hausse des CSU réels. En Allemagne, après une année 2008 marquée par le renchérissement des CSU réels, les salaires réels ont continué de progresser mais moins que les gains de productivité. En France, depuis 2009, salaires réels et productivité augmentent de concert à un rythme modéré. Les CSU, déflatés de l'inflation, sont donc stables depuis 2009 mais restent dégradés par rapport à 2008.

Bien que destinée à redresser la compétitivité des entreprises, cette stratégie s'avère doublement perdante. Tout d'abord, parce qu'ils sont menés conjointement dans l'ensemble des pays de la zone euro, ces efforts finissent par se neutraliser les uns les autres. Au final, ce sont les pays qui vont le plus loin dans cette stratégie déflationniste qui gagnent la « prime ». Ainsi, parmi les grands pays de la zone euro, seule l'Espagne peut en bénéficier, en raison de la très forte réduction de ses CSU du fait de ses propres efforts mais

aussi du maintien d'un certain dynamisme salarial chez ses principaux partenaires. La France et l'Italie n'enregistrent aucun gain et l'Allemagne connaît une dégradation de ses CSU d'environ 3 % entre 2008 et 2013. Par ailleurs, si la dévaluation salariale avait dû contribuer à améliorer l'activité, elle aurait dû le faire à travers le rebond des exportations. Or, il est difficile de trouver une corrélation entre exportations et ajustements salariaux au cours de la crise (graphique 2). Ces résultats ont déjà été soulignés par [Gaulier et Vicard \(2012\)](#). Même si les pays les plus en crise (Espagne, Grèce, Portugal) ont pu gagner des parts de marché, les volumes exportés par chacun d'eux restent à court-moyen terme peu sensibles aux évolutions des coûts salariaux. Cela pourrait s'expliquer notamment par la préférence des entreprises à la reconstitution de leurs marges plutôt qu'à la baisse des prix à l'exportation. Car même dans les pays où les CSU relatifs ont fortement baissé, les prix relatifs à l'exportation ont augmenté de façon non négligeable (6,2 % en Grèce, 3,2 % en Irlande depuis 2008...).

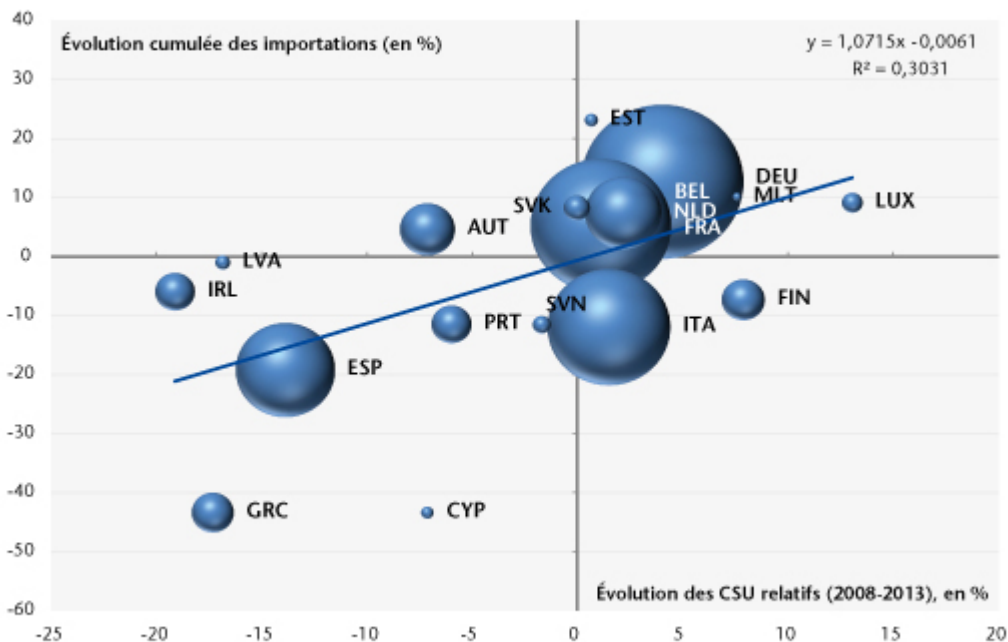
Enfin, en cherchant à améliorer leur compétitivité-coût, les entreprises réduisent leur masse salariale, que ce soit par l'emploi et/ou les salaires. La stratégie de désinflation compétitive se traduit par des pressions sur les revenus des ménages et donc sur leur demande de biens, ce qui freine la progression des importations. En effet, à l'inverse de ce que l'on observe sur les exportations, il existe une relation étroite et positive entre l'évolution des CSU relatifs et l'évolution des volumes importés sur la période 2008-2009 (Graphique 3). Autrement dit, plus l'effort d'ajustement sur les CSU a été élevé au regard des pays concurrents, plus la progression des volumes importés est faible.

Graphique 2 : Évolution des CSU relatifs et des exportations, en volume



Note : la taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Graphique 3 : Évolution des CSU relatifs et des importations, en volume



Note : la taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Cette stratégie non-coopérative de rééquilibrage des balances

courantes peut affecter durablement la reprise de l'activité dans un contexte où la réduction de l'endettement des acteurs, privés comme publics, sera rendu encore plus difficile si les pressions déflationnistes venaient à s'installer durablement (du fait de l'augmentation des dettes et taux d'intérêt en termes réels). Dès lors, les déséquilibres des balances courantes dans les différents pays de la zone euro sont en passe d'être résorbés *principalement* par la contraction des importations. Ainsi, la correction de ces déséquilibres par la voie de la dévaluation salariale, telle qu'elle est menée depuis 2010-2011, est doublement coûteuse : faible impact sur la compétitivité, relativement aux pays concurrents, du fait de la concomitance de la stratégie adoptée dans les différents pays de la zone euro et des risques déflationnistes accrus, rendant les conditions du désendettement plus difficiles et alimentant la possibilité d'un scénario de stagnation séculaire dans la zone euro.

[1] L'Allemagne, la France, la Belgique et les Pays-Bas. Quant aux pays périphériques, ils incluent l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce.

[2] Buti et Turrini (2012), « [Slow but steady ? Achievements and shortcomings of competitive disinflation within the Euro Area](#) ».

[3] Pour un comparatif de plusieurs pays de la zone euro en début de crise voir BCE (2012), « [Euro Area Labor Markets and the Crisis](#) ». Pour le cas espagnol, voir Puente et Galan (2014), « [Un analisis de los efectos composición sobre la evolución de los salarios](#) ». Enfin, pour le cas français, voir Verdugo (2013) « [Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ?](#) » et Audenaert, Bardaji, Lardeux, Orand et Sicsic

(2014), « [Wage resilience in France since the Great Recession](#) ».

[4] Les coûts salariaux unitaires sont définis comme le coût du travail par unité produite. Ils se calculent comme le rapport entre la rémunération par tête et la productivité moyenne du travail.

Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ?

par [Bruno Ducoudré](#) et [Eric Heyer](#)

Pendant près de deux ans, entre le milieu de l'année 2012 et 2014, l'euro s'est apprécié face aux principales monnaies du monde. En s'établissant à 1,39 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 44 % par rapport au yen et de plus de 3 % face à la livre sterling.

Depuis le mois de mai 2014, cette tendance s'est inversée : après s'être apprécié de près de 10 % entre mi-2012 et mi-2014, le taux de change effectif réel de l'euro, qui pondère les différents taux de change en fonction de la structure du commerce de la zone euro, s'est ainsi déprécié de 5,2 % au cours du dernier semestre (graphique 1). De fait, en quelques mois, la monnaie européenne s'est dépréciée de près de 10 % par rapport au dollar, de plus de 3 % par rapport au

yen et de 4 % par rapport à la monnaie britannique. Concernant le taux de change avec cette dernière, la baisse a débuté en août 2013 et s'élève à plus de 9 % aujourd'hui. Nous prévoyons par ailleurs la poursuite de la dépréciation de l'euro d'ici le début de l'année 2015, avec un taux de change de la monnaie unique qui se déprécierait pour atteindre 1,2 dollar dès le deuxième trimestre 2015.

Graphique 1. Taux de change effectif de l'euro



De nombreux acteurs et spécialistes du monde économique voient dans cette baisse de l'euro la possibilité de sortir du piège de la déflation qui menace aujourd'hui la zone euro. Face à une croissance atone en zone euro et à un taux d'inflation qui baisse dangereusement, l'annonce par la BCE d'un programme d'assouplissement quantitatif indique ainsi sa volonté de déprécier l'euro face aux autres monnaies pour soutenir la croissance européenne et atteindre son objectif d'inflation^[1]. Le gouvernement français attend lui aussi beaucoup d'une dépréciation de l'euro^[2]. La Direction Générale du Trésor^[3] considère qu'une baisse de 10 % du taux de change effectif de l'euro (contre toutes monnaies) permettrait la première année d'accroître notre PIB de 0,6 point, de créer 30 000 emplois, de réduire le déficit public de 0,2 point de PIB et

d'augmenter les prix à la consommation de 0,5%.

La relance de la croissance à court terme en zone euro *via* une dépréciation du taux de change effectif de l'euro permettrait aussi de limiter les politiques non coopératives de désinflation compétitive menées dans le sud de l'Europe (Grèce, Espagne, Portugal). Alors que les pays européens commercent majoritairement les uns avec les autres et se concurrencent fortement sur les marchés d'exportation, la recherche de gains de compétitivité *via* une politique de désinflation ne peut qu'échouer en zone euro si tous les pays adoptent la même stratégie. C'est cependant cette stratégie qu'a choisi la Commission Européenne, en poussant les pays en crise à réformer leurs marchés du travail pour réduire les coûts salariaux. Dès lors, la dépréciation de l'euro est une condition nécessaire pour accompagner les réformes structurelles en Europe et soutenir la demande[4] alors que les politiques budgétaires d'austérité l'affaiblissent par ailleurs.

Dans une étude récente, nous avons tenté d'évaluer les effets à attendre de cette dépréciation de l'euro. Nous nous sommes intéressés non pas aux raisons des variations de l'euro (différentiel de performances, comportement des banques centrales) mais à ses incidences macroéconomiques (impact sur le PIB, sur les prix et sur l'emploi notamment). Afin d'évaluer la sensibilité des exportations à la compétitivité-prix pour six grands pays de l'OCDE (France, Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni), nous avons estimé de nouvelles équations du commerce extérieur en distinguant au sein de la zone euro le commerce intra-zone et le commerce extra-zone euro. Les élasticités obtenues sont cohérentes avec la littérature existante sur le sujet. L'estimation conjointe des équations de volumes et de prix d'exportations et d'importations s'avère nécessaire : elle permet d'obtenir un effet bouclé en équilibre partiel d'une variation du taux de change effectif sur les volumes d'importations et

d'exportations. La prise en compte des comportements de marge des importateurs et des exportateurs tend en effet à limiter l'effet d'une variation du taux de change effectif sur les volumes d'importations et d'exportations lorsque ceux-ci ont un faible pouvoir de marché. Il ressort des simulations qu'au sein de la zone euro, l'Espagne aurait le plus à gagner d'une dépréciation du taux de change de l'euro face aux autres monnaies, mais aussi d'une politique de désinflation compétitive (cas où les prix d'exportation de l'Espagne croissent moins vite que les prix d'exportation de ses concurrents en zone euro)(tableau 1).

Tableau 1. Décomposition pour la zone euro d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal

Effet à long terme...				
... d'une dépréciation de 10 % de l'euro face aux autres monnaies (en %)				
	ALL	FRA	ITA	ESP
Exportations	1,3	1,1	1,1	1,7
Importations	-3,2	-2,1	-1,1	-2,3
Prix des exportations	1,4	2,1	1,5	2,0
Prix des importations	4,3	2,9	2,0	2,9
... d'une hausse de 10 % des prix des concurrents en zone euro (en %)				
	ALL	FRA	ITA	ESP
Exportations	1,6	1,6	2,1	2,8
Importations	-2,8	-3,3	-1,3	-4,0
Prix des exportations	1,7	3,1	2,9	3,4
Prix des importations	3,4	4,3	2,3	4,7

Source : OFCE.

Pour l'économie française, nous avons aussi effectué une analyse plus fine grâce à l'utilisation du modèle macroéconomique de l'OFCE *emod.fr*, l'objectif étant de comparer nos résultats à ceux obtenus par la DG Trésor à l'aide du modèle *Mésange*.

Nos résultats montrent qu'une dépréciation de 10 % l'euro face à l'ensemble des monnaies entraîne un gain de compétitivité-prix à l'exportation pour la France vis-à-vis du reste du monde. Les autres pays de la zone euro bénéficient du même gain de compétitivité sur l'ensemble des marchés à

l'exportation. Dans ce cas, l'effet sur l'activité serait de +0,2% la première année et de +0,5% au bout de trois ans. Hors effet dû à la modification de la compétitivité-prix, la hausse de demande adressée entraînée par le regain d'activité chez nos partenaires européens serait globalement compensée par la baisse de demande adressée à la France par le reste du monde. Sur le marché du travail, une telle dépréciation entraînerait la création de 20 000 emplois la première année de 77 000 emplois au bout de 3 ans. Le solde public de son côté s'en trouverait amélioré de 0,3 point de PIB à l'horizon de 3 ans (tableau 2).

Tableau 2. Impact sur l'économie française d'une dépréciation du taux de change de l'euro de 10 % contre toutes les monnaies

(Écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+7
PIB	0,2	0,5	0,5	0,1
Emploi salarié total (en milliers)	20	53	77	43
Prix à la consommation des ménages	0,9	1,4	1,8	3,6
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,0	0,2	0,3	0,2

Note de lecture : Une dépréciation de l'euro serait favorable à l'activité à court-terme via une amélioration de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays hors zone euro. L'effet positif de la dépréciation de l'euro sur l'activité de nos partenaires de la zone euro et celui négatif de nos partenaires hors zone euro est pris en compte.

Source : emod.fr.

Enfin, nous avons simulé l'effet d'une hausse de 10% des prix des concurrents de la zone euro sur l'ensemble des marchés à l'exportation de la France. Cette amélioration de 10% de la compétitivité-prix vis-à-vis des autres pays de la zone euro aurait un effet positif sur l'activité via une hausse des exportations, de l'investissement et de l'emploi (tableau 3). L'effet sur l'activité serait de +0,4% la première année, et de +0,9% au bout de trois ans. Il serait nul au bout de 10 ans. Près de 130 000 emplois seraient créés à l'horizon de 3 ans et le déficit public s'allègerait de 0,5 point de PIB à cet horizon.

Tableau 3. Impact sur l'économie française d'une amélioration de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays de la zone euro

(écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+7
PIB	0,4	0,8	0,9	0,2
Emploi salarié total (en milliers)	33	90	129	82
Prix à la consommation des ménages	1,0	1,7	2,3	5,2
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,0	0,3	0,5	0,5

Note de lecture : La dégradation de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport au reste du monde est entendue comme une baisse de 10 % des prix de tous les concurrents de la France sur ses marchés d'exportation.

Source : emod.fr

[1] Voir C. Blot et F. Labondance, « [Pourquoi un taux d'intérêt négatif ?](#) », *Blog de l'OFCE*, 23 juin 2014.

[2] Voir le [discours de F. Hollande le 5 février 2013 devant le Parlement Européen](#).

[3] Rapport Economique Social et Financier du PLF 2014.

[4] Voir le [discours de M. Draghi « Unemployment in the euro area »](#), Jackson Hole, 22 août 2014.

France : croissance hors taxes

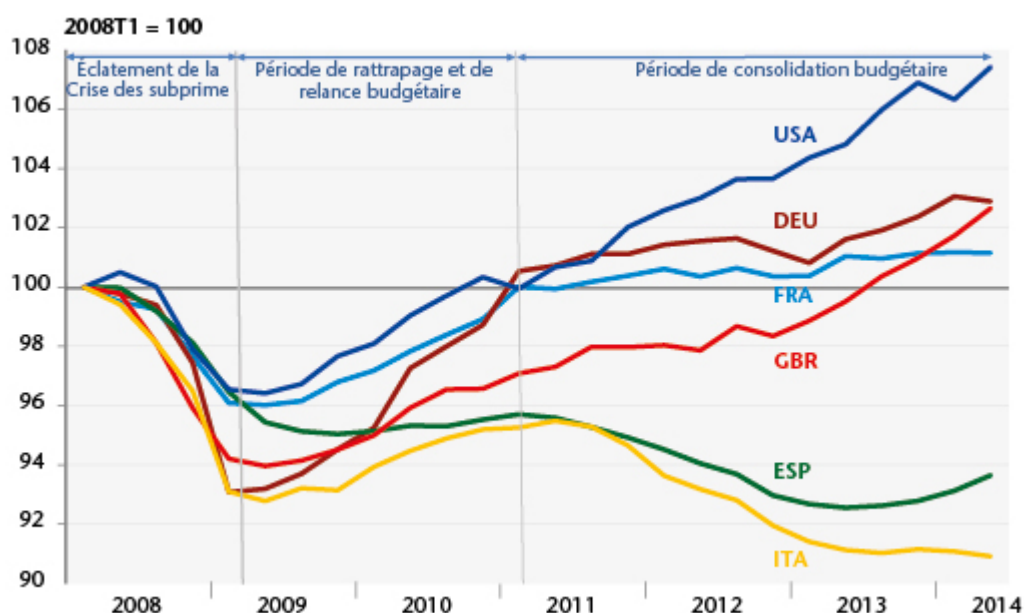
par [Bruno Ducoudré](#) , [Éric Heyer](#), Hervé Péléraux, [Mathieu Plane](#)

Ce texte résume les [Perspectives 2014-2015 pour l'économie française](#)

Début 2011, la France était l'un des rares pays développés à avoir retrouvé son niveau de PIB d'avant-crise. La croissance économique dépassait les 2 %, atteignant même les 3 % en glissement annuel au premier trimestre 2011. Depuis, la donne

a changé : la dynamique de reprise s'est interrompue et l'activité connaît une croissance, certes positive, mais proche de zéro (graphique 1). Quatre types de chocs rendent compte de l'extinction en 2011 de la phase de reprise post-récession. Déjà malmenée par l'austérité et la dégradation des conditions de crédit, la croissance a également été freinée par les fluctuations du prix du pétrole et par celles de la compétitivité-prix, en 2012, sous l'effet de la déflation salariale des pays concurrents de la France, et en 2013 sous l'effet de l'appréciation de l'euro (tableau 1).

Graphique 1. Évolution comparée du PIB de la France et de ses principaux partenaires



Sources : Comptabilités nationales.

En 2014, l'amélioration attendue sur le front de l'activité ne se produira pas : le stimulus lié au relâchement progressif de l'austérité sera compensé par le puissant frein que constitue l'importante appréciation de l'euro observée jusqu'au milieu de l'année ainsi que par l'effondrement de l'investissement en logement des ménages. La croissance devrait, à l'instar des deux années précédentes, s'établir à 0,4 % ne permettant ni au chômage d'inverser sa tendance haussière ni au déficit public de se résorber significativement. Pire, contrairement aux années antérieures et après une baisse régulière de plus de 3

points de PIB depuis 2009, le déficit public devrait à nouveau se creuser légèrement et atteindre 4,5 % du PIB (tableaux 1 et 2).

Tableau 1. Les freins à la croissance en France (2013-2015)

En points de croissance			
	2013	2014	2015
Croissance du PIB	0,4	0,4	1,1
Impact sur le PIB dû...			
... aux évolutions du pétrole	-0,1	0,0	0,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,1	0,0	0,0
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0	0,0
... à la compétitivité-prix	-0,1	-0,4	0,2
<i>Effet du taux de change effectif de l'euro</i>	-0,1	-0,2	0,1
<i>Effet compétitivité intra-zone euro</i>	0,0	-0,2	0,1
... aux conditions de crédit	-0,1	-0,2	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,1	0,0
... aux politiques budgétaires	-1,5	-1,2	-1,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,9	-0,8	-0,6
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,6	-0,4	-0,4
Acquis	-0,1	0,3	0,1
Effet cumulé des chocs	-1,9	-1,6	-0,8
Autres facteurs (investissement logement, sous estimation des comptes, tassement du potentiel...)	-0,1	-0,4	-0,5
Rythme de croissance spontanée hors chocs	2,4	2,4	2,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

En 2015, la croissance retrouvera un peu de vigueur, +1,1 %, grâce à l'atténuation des facteurs négatifs qui ont étouffé la croissance depuis 2010, les conditions de crédit et la politique d'austérité. Par ailleurs, l'effet de la compétitivité-prix, un facteur qui aura joué très négativement en 2014, va s'inverser. En premier lieu, sous l'effet de la dépréciation de l'euro, mais aussi par la montée en puissance du CICE, dont le but premier est d'obtenir des baisses de prix à l'exportation. Mais avec une hausse du PIB de 1,1 % l'année prochaine, le sentier d'expansion restera encore très éloigné de celui qui prévaut habituellement en période de sortie de crise (+2,4 %). L'écart de production ne se refermant pas, cette croissance anticipée ne peut être qualifiée de reprise.

Les entreprises profiteront de ce regain de croissance pour restaurer progressivement leur situation financière. Cette stratégie repose prioritairement sur l'augmentation de la productivité qui permettra de résorber les marges de capacité de production et de restaurer le taux de marge. Le taux de chômage en France métropolitaine augmenterait légèrement pour s'établir à 9,9 % fin 2015. Il s'élèverait à 10,3 % pour la France entière. La contrepartie à l'allègement de la rigueur est un déficit public plus élevé que ce qui avait été initialement programmé. Celui-ci devrait s'établir à 4,3 % du PIB en 2015, s'écartant significativement de sa trajectoire de retour à 3 %.

Tableau 2. Résumé de la prévision pour 2014 et 2015

En %, moyenne annuelle

	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Taux de croissance du PIB	2,0	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1
Importations	8,5	6,5	-1,2	1,9	2,4	1,2
Consommation des ménages	1,7	0,3	-0,5	0,3	0,2	1,3
Consommation des administrations	1,2	1,0	1,7	2,0	1,8	1,1
Investissement total	1,9	2,1	0,3	-0,8	-2,2	-1,6
Exportations	8,6	7,1	1,2	2,4	2,5	2,6
<i>Contribution à la croissance</i>						
Demande intérieure hors stocks	1,8	1,0	0,3	0,4	0,0	0,6
Variations de stocks	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,4	0,1
Solde extérieur	-0,1	0,0	0,7	0,1	0,0	0,4
Taux de croissance du PIB zone euro	1,9	1,6	-0,6	-0,4	0,9	1,4
<i>Autres indicateurs</i>						
Inflation (Déflateur de la consommation)	1,2	1,8	1,4	0,6	0,6	0,7
Taux d'épargne (en % du RdB)	15,8	15,7	15,3	15,1	15,5	15,2
Taux de chômage	8,9	8,8	9,4	9,9	9,7	9,8
Solde public (en point de PIB)	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,5	-4,3
Dettes publiques (en point de PIB)	81,5	85,0	89,2	92,2	95,4	97,4
Taux de croissance du PIB (en glissement)	2,2	1,5	0,0	0,8	0,4	1,4

*prévision e-mod.fr pour 2014 et 2015.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE.

Afin de parvenir à respecter les engagements d'efforts structurels et de déficits nominaux, le gouvernement pourrait décider de voter des efforts supplémentaires de 8 milliards d'euros. Ceux-ci pourraient correspondre à une hausse de 1,2 point du taux normal de TVA. Si tel était le cas, le PIB ne

croîtrait plus que de 0,8 % l'année prochaine et le déficit ne se réduirait que de 0,2 point de PIB par rapport à notre scénario central (tableau 3).

Tableau 3. Impact sur l'économie française d'une hausse de 8 milliards d'euros de la TVA

En %, écart au compte central

Effet sur...	2015
...le PIB	-0,3
...la capacité de financement APU (% PIB)	0,2
...l'emploi salarié marchand (%)	-0,1
...le taux de chômage (points de %)	0,1

Sources : prévision OFCE e-mod.fr 2014-2015, octobre 2014.

L'austérité sans fin ou comment l'Italie se retrouve piégée par les règles européennes ?

par Raul Sampognaro

Si le budget présenté par la France est en net décalage vis-à-vis des règles de la gouvernance budgétaire de la zone euro (voir sur ce sujet les posts récents d'[Henri Sterdyniak](#) et de [Xavier Timbeau](#)), l'Italie est aussi sur la sellette. Toutefois, les situations française et italienne ne sont pas directement comparables et le cas de l'Italie pourrait s'avérer autrement plus contraignant que celui de la France, reflétant à nouveau les effets pervers de la nouvelle gouvernance européenne. Si, contrairement à la France, l'Italie n'est plus en PDE (Procédure de déficit excessif)

puisque, depuis 2012, son déficit budgétaire se situe au seuil de 3 %, elle reste, dans le cadre du volet préventif du Pacte, sous surveillance renforcée au regard du critère de la dette. Sa dette de 127 points de PIB est très largement au-dessus du niveau de 60 % retenu par les règles européennes et, selon son Objectif de Moyen Terme (OMT), l'Italie doit revenir à un déficit proche de l'équilibre.

Alors que le déficit budgétaire français pour 2015 serait le plus élevé de l'ensemble de la zone euro (hors pays sous programme^[1]), depuis les dernières annonces du 28 octobre, l'Italie affiche un déficit de 2,6 %, ce qui ne devrait pas déclencher une nouvelle procédure de déficit excessif (PDE). Toutefois, le volet préventif du Pacte contraint l'Italie sur l'évolution de son solde structurel :

– (i) au titre de la *convergence vers l'OMT*, l'Italie doit assurer un ajustement structurel de 0,5 point par an pendant 3 ans (*i. e.* réduire son déficit structurel de 0,5 point par an)

– (ii) si le déficit structurel défini dans l'OMT n'est pas suffisant pour atteindre un niveau de dette publique de 60 % à horizon de 20 ans, le pays doit fournir un effort supplémentaire au titre du *critère de dette*. Or, selon les dernières prévisions de la Commission, l'Italie doit fournir un effort structurel moyen annuel de 0,7 point en 2014 et 2015.

Or, le gouvernement table sur une *dégradation* du solde structurel de 0,3 point en 2014 qui serait suivie d'une *amélioration* de 0,4 point pour l'année 2015.

Ainsi, alors que selon la Commission les traités demandent à l'Italie un effort cumulé de 1,4 point au cours des années 2014 et 2015 (le gouvernement italien estime quant à lui que cet effort devrait plutôt être de 0,9 point), l'Italie annonce

une *amélioration* de son solde structurel de 0,1 point pendant la période, soit un écart de 1,3 point avec celui demandé par la Commission. De ce point de vue, l'Italie s'écarte donc encore plus des exigences européennes que la France et devra se justifier sur l'absence d'ajustement structurel. Par ailleurs, l'Italie ne devrait pas atteindre son OMT en 2015 alors que le Conseil avait recommandé, à l'issue du semestre européen en juillet 2014, de conserver la cible de 2015.

L'Italie est le premier pays à être contraint par le *critère de dette* et sert de laboratoire à l'application des règles, en démontrant certains de leurs effets pervers. En effet, l'ajustement requis au titre du *critère de dette* évolue en fonction de plusieurs paramètres, dont certains n'étaient pas prévus par le législateur lui-même. Par exemple, le montant de l'ajustement dépend d'une prévision du ratio Dette nominale/PIB nominal à l'issue de la phase de transition. Or, la baisse des prix actuellement en cours en Italie réduit la prévision de PIB nominal pour les trois prochaines années, sans aucun changement de politique budgétaire. Ainsi, le critère de dette se durcit mécaniquement sans aucune action du gouvernement, augmentant sans fin le besoin d'ajustement structurel au fur et à mesure que les nouveaux ajustements induisent plus de déflation. De plus, les procédures pour constater les déviations par rapport au critère de dette sont plus lentes car le contrôle s'effectue essentiellement *ex-post* sur la base des déviations cumulées observées sur deux ans. Toutefois, l'ampleur de la déviation annoncée par le gouvernement italien pourrait déclencher des procédures dès le contrôle *ex ante*. Rappelons cependant que, contrairement à la France, l'Italie n'est pas actuellement en procédure. Celle-ci devrait donc être ouverte avant d'envisager que des sanctions soient requises à l'encontre de l'Italie. Cette étape préalable et nécessaire donne du temps au gouvernement italien pour prendre les mesures adéquates ou pour justifier les dérives à l'OMT.

Par ailleurs, le volet préventif prévoit plus de possibilités de dérive que le volet correctif de la PDE. En plus de la clause de situation économique exceptionnellement défavorable, l'Italie peut arguer de réformes structurelles majeures qui permettraient d'améliorer la soutenabilité future de la dette. Ce dernier argument qui est aussi mobilisé par le gouvernement français n'est pas prévu dans le texte de la PDE (la Commission pourrait accepter un peu de flexibilité). Ici, cependant, le gouvernement Renzi capitalise sa réputation de réformateur bien supérieure à celle du gouvernement français.

Les deux gouvernements ont demandé l'application de la clause de situation économique défavorable pour pouvoir rompre leurs engagements. La Commission pourrait être plus sensible à la demande italienne parce que sa situation économique est dégradée : l'Italie cumule trois ans de baisse de son PIB, et celle-ci s'est poursuivie au 1^{er} semestre 2014. Le PIB reste 9 points en dessous de son pic d'avant-crise alors qu'en France il est supérieur d'un point. Les derniers indicateurs d'enquêtes, comme de production industrielle ne laissent pas augurer d'une reprise à court terme. Enfin, l'Italie est en déflation.

En résumant, si l'écart italien semble plus important que celui de la France, le cas italien pourrait bénéficier d'une plus grande indulgence. Les procédures appliquées à chacun des deux pays diffèrent et donnent plus de temps à l'Italie avant que d'éventuelles sanctions puissent être appliquées. La volonté réformatrice italienne pourrait être mieux appréciée par la Commission que celle de la France. Enfin, ce qui est le plus important dans la discussion, la situation économique italienne est nettement plus grave, en récession ininterrompue depuis l'été 2011 et avec des prix en baisse.

Mais, dans un cas comme dans l'autre, le pacte renforcé, qu'il soit correctif ou préventif implique des ajustements structurels sans fin. L'Italie nous montre que la sortie de la

procédure de déficit excessif demande de continuer encore les efforts, au nom du critère de dette. Si la France sort en 2017 de la PDE, sa dette sera selon les prévisions du gouvernement de l'ordre de 100 % du PIB. Elle devra alors continuer un ajustement toujours supérieur à 0,5 %. La confirmation de la déflation rendra les règles du pacte encore plus récessives et absurdes. Parce qu'au final, le pacte budgétaire qui devait préserver l'euro en chassant les passagers clandestins pourrait aboutir à le faire éclater par la récession à durée indéterminée.

[\[1\]](#) La Grèce, l'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'une aide européenne et ont à ce titre fait l'objet d'une surveillance conjointe de la BCE, du FMI et de l'Union européenne. L'Irlande et le Portugal sont désormais sortis de leur plan de sauvetage.

Jean Tirole, un économiste d'exception

par [Jean-Luc Gaffard](#)

Jean Tirole, à qui est attribué cette année le Prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel, est un économiste d'exception. Il l'est par la qualité académique de ses travaux publiés aussi bien dans les plus grandes revues de la discipline que dans des livres où il présente les grandes questions d'économie industrielle, d'économie de la régulation ou d'économie financière en

suivant un fil conducteur issu de ses propres recherches. Il l'est par la volonté explicite d'aborder de vrais sujets, majeurs pour la compréhension du fonctionnement des économies de marché et de faire des propositions concrètes de politique publique qui s'y rapportent. Il l'est parce qu'il a traité de ces sujets en développant de nouveaux et puissants outils d'analyse. Il l'est, enfin, par la modestie qui préside au jugement qu'il porte lui-même sur ses résultats et leur portée pratique, une modestie qui sied aux vrais scientifiques.

Il est de bon ton dans certains milieux de classer rapidement les économistes dans une catégorie ou une autre, le plus souvent pour les stigmatiser. Jean Tirole n'échappe pas à ce jeu de salon. S'inscrivant dans le champ de la microéconomie, s'intéressant aux stratégies des entreprises, il devient pour ses contempteurs, davantage habitués à la fréquentation des médias qu'à celle de la table du chercheur, le défenseur sinon le promoteur des thèses qualifiées de libérales sinon d'ultra-libérales, entendez un thuriféraire des marchés et un pourfendeur de l'action des gouvernements. Bien sûr, rien n'est plus faux.

Jean Tirole explore le fonctionnement de marchés peuplés d'entreprises cherchant à exploiter leur pouvoir de marché, à tromper des régulateurs dont les choix sont affectés par le défaut d'information et l'existence de contraintes spécifiquement politiques. Il prend sérieusement en considération l'imperfection et l'incomplétude de l'information, l'hétérogénéité des situations de marché et des comportements ou encore la possibilité de formation de bulles rationnelles. Si chacun plaide aujourd'hui, face à la crise, pour stimuler les dépenses de R&D, développer la formation professionnelle, ou réaliser des investissements publics, chacun devrait aussi être conscient du fait que le résultat est subordonné aux formes d'organisation qui prévalent, mélanges subtils et variés de concurrence et de coopération au cœur des contrats passés entre les acteurs privés et publics

sur les différents marchés. C'est ce sur quoi les travaux de Jean Tirole attirent notre attention par delà les débats légitimes sur la méthodologie, le choix des outils et celui des normes que devraient retenir les pouvoirs publics.

Jean Tirole et son ami et co-auteur Jean-Jacques Laffont, décédé trop tôt, avec qui il aurait vraisemblablement partagé le prix qui lui est attribué aujourd'hui, se sont donnés pour tâche d'analyser les relations qui lient les entreprises et l'Etat dans les secteurs clés des télécommunications, de l'énergie ou des transports, en essayant de déterminer les conditions pour qu'elles soient socialement efficaces. Ils sont les dignes continuateurs d'une tradition française prestigieuse, celle des ingénieurs économistes français – notamment de Clément Colson, Marcel Boiteux et Maurice Allais – chercheurs autant qu'ingénieurs, qui se sont attachés à établir la place et le rôle des pouvoirs publics dans le fonctionnement d'une économie de marché. Une tradition en économie publique qu'ils ont, néanmoins, révolutionné en montrant, grâce aux nouveaux outils utilisés, que protéger l'intérêt général supposait de comprendre les détails de fonctionnement de marchés très différents les uns des autres en même temps que les défaillances d'un Etat ni omniscient, ni spontanément bienveillant. Ce faisant, ils ont souligné la complexité des situations et, par suite, la complexité des règles contractuelles, complexités qu'il serait illusoire et dangereux de vouloir ignorer. Ils ont su mettre en valeur la vraie nature d'une économie de marché dans laquelle l'Etat, loin de substituer au marché, aide à son bon fonctionnement grâce à des interventions ciblées. A cet égard, et dans le domaine qui est le leur, celui de l'analyse des entreprises et des marchés, ils se sont inscrits dans un courant de philosophie sociale qui s'apparente à celui développé par Keynes.

Est-ce à dire qu'aucune critique ne peut être adressée aux travaux réalisés ? Ce n'est sûrement pas ce que pense

l'intéressé lui-même qui sait que les avancées scientifiques naissent de la controverse et du débat à la condition que l'une et l'autre soient menés avec fairplay par des chercheurs aux compétences avérées. Sans doute, l'impossibilité d'énoncer des règles générales constitue la faiblesse d'une approche en économie industrielle dont Franklin Fisher (1991)[\[1\]](#) a pu dire qu'elle était une théorie en forme d'exemples, risquant de ne produire que des taxonomies, pouvant signifier que tout peut arriver et rendant difficile l'établissement de guides pour les politiques publiques. Elle ne saurait faire renoncer à l'image d'hétérogénéité qui qualifie les économies de marché et en dehors de laquelle il est, en toute hypothèse, vain d'imaginer des politiques publiques efficaces. En outre, nombre d'analyses effectuées par Jean Tirole ont cette vertu d'ajuster la spécification des modèles théoriques à la configuration particulière des industries, des entreprises et des technologies étudiées. D'autres approches sont, sans doute, envisageables, qui rompraient avec l'hypothèse d'agents pratiquant l'optimisation intertemporelle dans un univers d'anticipations rationnelles. Elles insisteraient sur la nature séquentielle de choix effectués par essais et erreurs dans une économie non coordonnée, fut-ce sur un mauvais équilibre, du fait de la prégnance de l'innovation impliquant à la fois l'irréversibilité des décisions d'investissement et une connaissance incomplète de la configuration future des marchés. Se saisir de cet aspect de la réalité industrielle impliquerait de reconnaître qu'il est tout aussi important de comprendre comment les entreprises acquièrent une connaissance, d'ailleurs incomplète, des réactions de leurs concurrentes que de s'en tenir à en établir les effets. Suivant une ligne de pensée davantage ancrée chez Marshall et Hayek que chez Walras et Cournot, il serait possible de donner un autre éclairage du fonctionnement des économies de marché, du rôle des collusions, de la place des réseaux, ce qui conduirait à des recommandations parfois différentes de politique publique. Encore faudrait-il que les approches retenues, davantage tournées vers la question de coordination

que vers celle des incitations, aient la robustesse requise si l'on veut qu'elles viennent enrichir, sinon défier les théories maintenant établies. C'est ce que Jean-Jacques Laffont me faisait valoir lors d'une longue conversation que nous avons eue ensemble dans l'attente de nos avions respectifs retardés par des grèves qui n'étaient pas sans rapport avec notre discussion.

[\[1\]](#) Voir « Organizing Industrial Organization : Reflections on Handbook of Industrial Organization », *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, vol. 1991 pp.201-240.