

TRAVAIL  
ET EMPLOI

## Travail et Emploi

118 | avril-juin 2009

La réévaluation de la stratégie de l'OCDE pour l'emploi  
en 2006

---

# Une politique macroéconomique appropriée...en zone euro

*An appropriate macroeconomic policy ... in Euros aera*

Agnès Bénassy-Quéré

---



### Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/travailemloi/3594>

DOI : 10.4000/travailemloi.3594

ISSN : 1775-416X

### Éditeur

DARES - Ministère du Travail

### Édition imprimée

Date de publication : 5 juin 2009

Pagination : 37-41

ISSN : 0224-4365

### Référence électronique

Agnès Bénassy-Quéré, « Une politique macroéconomique appropriée...en zone euro », *Travail et Emploi* [En ligne], 118 | avril-juin 2009, mis en ligne le 03 décembre 2010, consulté le 19 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/travailemloi/3594> ; DOI : 10.4000/travailemloi.3594

---

## Une politique macroéconomique appropriée... en zone euro

Agnès Bénassy-Quéré (\*)

En matière de politique macroéconomique, les préconisations des *Perspectives de l'Emploi* de l'OCDE 2006 se déclinent en trois principes :

- des politiques monétaires et budgétaires saines : crédibilité, indépendance et transparence de la politique monétaire permettant d'assurer des taux d'intérêt bas ; finances publiques proches de l'équilibre en moyenne. Conditionnellement à cet équilibre sur moyen terme ;
- des politiques monétaires et budgétaires réactives au cycle d'activité, incluant, éventuellement, une composante discrétionnaire (dans le cas de la politique budgétaire) ;
- une coordination des politiques monétaires et budgétaires avec les réformes structurelles.

Nous examinons ici en quoi la zone euro a suivi ces recommandations depuis 1999.

### Politique monétaire

Entre 1999 et 2006, la zone euro a bénéficié de taux d'intérêt réels faibles – de l'ordre de 2% en moyenne, soit à peu près le taux de croissance potentiel de la zone, grâce à une bonne crédibilité anti-inflationniste de la Banque centrale européenne (BCE) et, pour les taux longs, grâce à l'augmentation très forte de la liquidité mondiale. En outre, la politique monétaire a été en général contra-cyclique dans la zone euro. Le graphique 1 met en regard le taux d'intérêt réel de la zone euro, calculé comme la différence entre le taux d'intérêt nominal à trois mois et le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé, et l'écart de production défini comme l'écart, en pourcentage, entre le PIB observé et le PIB potentiel. Si l'on excepte l'année 1999 où la BCE a hérité d'un taux d'intérêt réel élevé au regard de la situation conjoncturelle, la politique monétaire s'est en général située le long d'une droite croissante, avec une politique restrictive lors du pic conjoncturel de 2000 et début 2001 et une détente des taux lors du ralentissement qui

a suivi. La politique poursuivie en 2006 apparaît moins lisible puisque le taux d'intérêt réel a fortement augmenté sans que l'écart de production ne se résorbe vraiment.

Durant la même période, les États-Unis ont connu des taux réels aussi bas en moyenne qu'en zone euro pour une croissance potentielle que l'OCDE évalue autour de 3%. Ceci s'explique en fait par la très forte baisse des taux intervenue à partir de 2000, suite au ralentissement économique, aux attentats de New York et, enfin, à la crainte d'une entrée du pays en déflation : le taux d'intérêt nominal à trois mois a diminué de 5,7 points de pourcentage entre le deuxième trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2003, alors que le taux d'inflation ne baissait que de 2,2 points. Comme l'illustre le graphique 2 réalisé avec la même échelle que le graphique 1, la réserve fédérale s'est révélée plus réactive que la Banque centrale européenne (BCE) face à des fluctuations plus importantes de la demande agrégée.

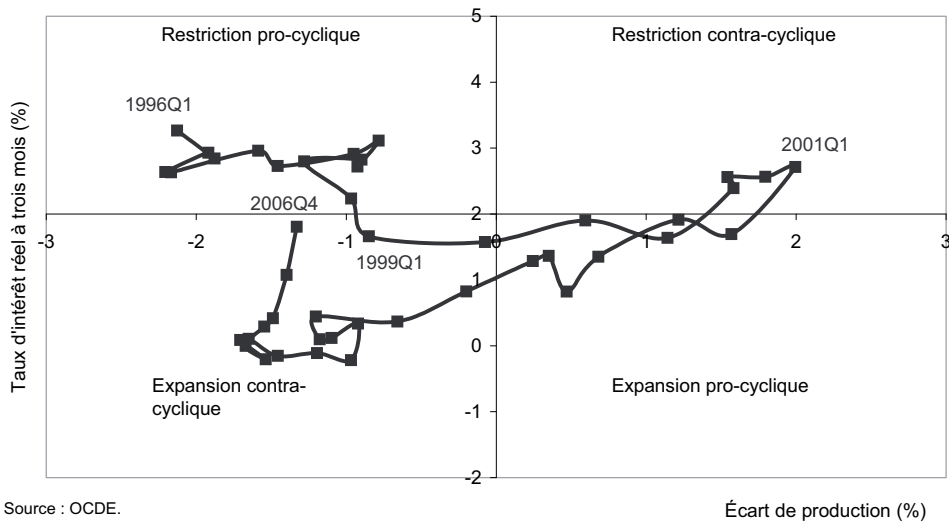
Au total, la zone euro a bénéficié de taux réels faibles et d'une politique monétaire dans l'ensemble contra-cyclique, mais les taux d'intérêt réels ont été moins réactifs à la conjoncture qu'ils ne l'ont été aux États-Unis durant cette période.

L'examen des taux d'intérêt à long terme offre toutefois une image un peu moins flatteuse des politiques monétaires (graphiques 3 et 4). En zone euro et surtout aux États-Unis, les taux longs réels baissent peu lorsque la conjoncture se retourne, parce qu'ils sont déjà très bas. Après 2003, les taux longs américains ne remontent pas en dépit du redressement de la croissance. Ce phénomène, lié à l'importance de l'épargne en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole et à l'appétit de ces pays pour les actifs libellés en dollars, a amplement été commenté. La faiblesse des taux longs durant toute cette période est aussi liée à la disparition du risque inflationniste, grâce à la crédibilité accrue des banques centrales, mais aussi à l'effet de la mondialisation de la production sur les prix. Au total, la mondialisation semble avoir distendu le lien entre politique monétaire et taux d'intérêt à long terme, donnant une responsabilité plus grande aux politiques budgétaires pour la stabilisation conjoncturelle.

\* CEPIL, Centre d'Etudes Prospectives et d'Information Internationales ; agnes.benassy@cepil.fr

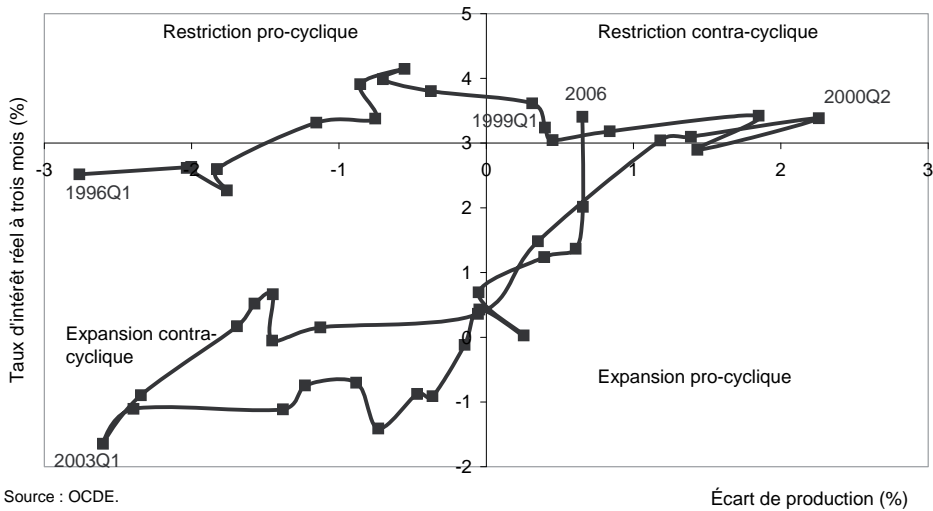
**Graphique 1 :**

Taux d'intérêt réel et écart de production en zone euro



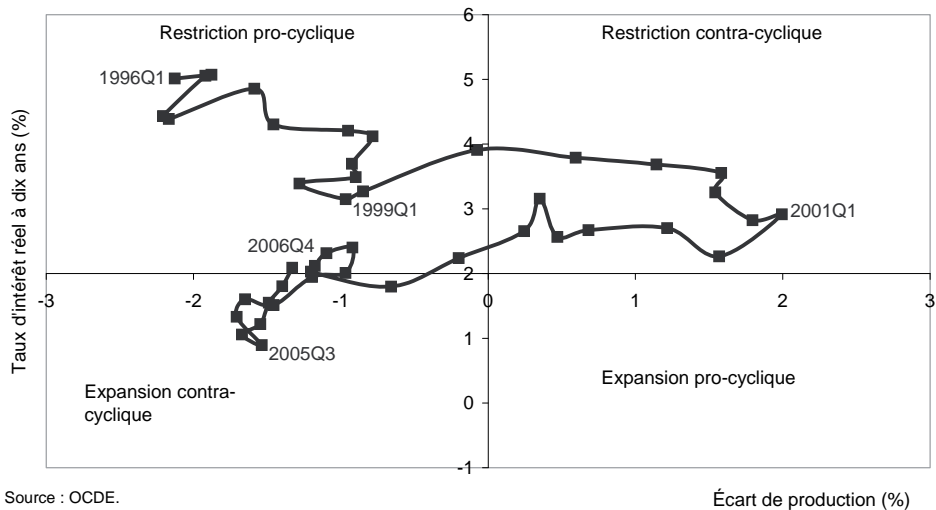
**Graphique 2 :**

Taux d'intérêt réel et écart de production aux États-Unis



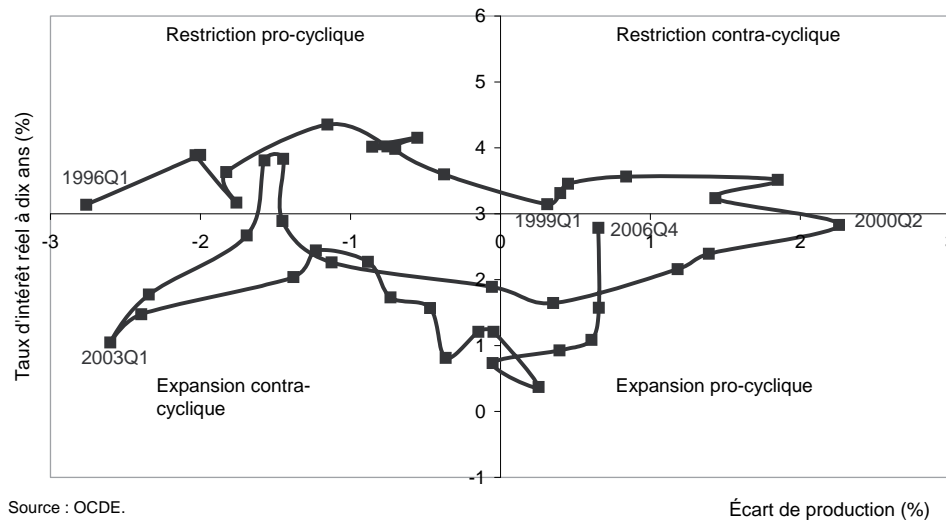
**Graphique 3 :**

Taux d'intérêt réel à long terme et écart de production en zone euro



Graphique 4 :

Taux d'intérêt réel à long terme et écart de production aux États-Unis



## Politique budgétaire

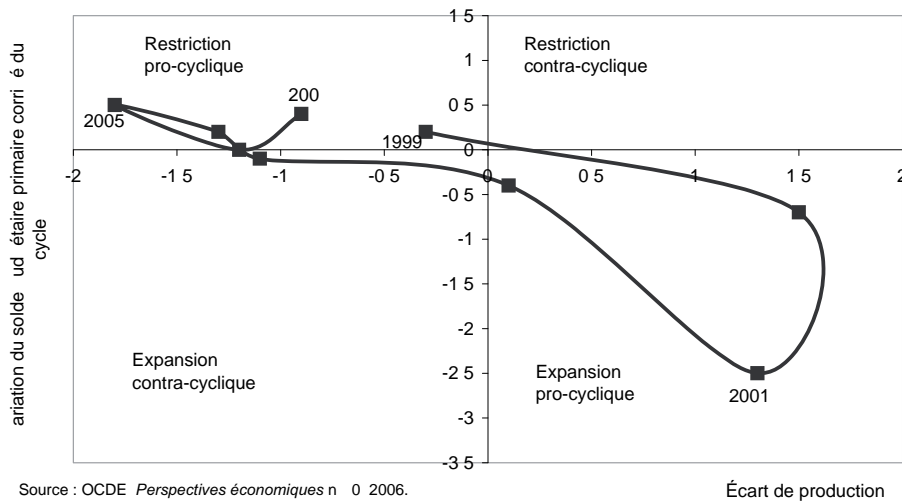
Par opposition à la politique monétaire, la politique budgétaire agrégée de la zone euro, ou du moins sa composante discrétionnaire, est apparue largement pro-cyclique entre 1999 et 2006. Ce phénomène est illustré par le graphique 5 qui met en regard l'écart de production agrégé de la zone euro et la variation du solde budgétaire primaire structurel en pourcentage du PIB. Il est principalement dû à la forte dégradation pro-cyclique des finances publiques en 2000 et 2001. Lorsque la conjoncture s'est retournée en 2002, les pays de la zone euro n'avaient pas les marges de manœuvre nécessaires pour stabiliser l'activité à l'aide de politiques expansives. Au total, on peut dire que les pays de la zone n'ont globalement pas suivi les préconisations de l'OCDE : le solde budgétaire primaire structurel s'est dégradé de 2,8 points de PIB entre 1999 et 2006, et il l'a fait de manière essentiellement pro-cyclique.

Durant la même période, la politique budgétaire américaine n'a pas été plus vertueuse puisque le solde budgétaire primaire structurel s'est dégradé de 2,7 point de PIB. Cependant le solde budgétaire partait d'une situation plus saine (un excédent budgétaire total de 0,4% du PIB en 1998, contre un déficit de 2,3% du PIB en zone euro) et la relance budgétaire est intervenue en 2001 et 2002, au moment où l'écart de production se creusait. Le solde s'est ensuite redressé en 2006, alors que la croissance reprenait. Les États-Unis ont donc mis en œuvre une politique budgétaire violemment contra-cyclique au cours de cette période (graphique 6).

Pourquoi cette politique budgétaire pro-cyclique dans la zone euro ? Au-delà de la contrainte qu'il fait peser sur la gestion d'un ralentissement de l'activité en zone euro, le pacte de stabilité et de croissance (PSC) focalise le dialogue macroéconomique des États membres sur une partie seulement du déséquilibre épargne-investissement : le solde budgétaire. Or une politique de stabilisation budgétaire consiste à agir sur la demande agrégée, donc à réagir à des fluctuations de l'épargne privée et de l'investissement. C'est donc l'évolution de l'ensemble du déséquilibre entre épargne et investissement qu'il faut examiner pour mesurer la contribution de chaque État membre à la conjoncture de la zone, et surtout pour déterminer la politique budgétaire adéquate. En 2005, par exemple, la demande agrégée de la zone euro est inférieure de près de 2% à la production potentielle, d'après les calculs de l'OCDE. Cette année-là, l'Allemagne mord encore légèrement sur la contrainte du PSC, avec un déficit de 3,2% du PIB. La même année, l'Espagne affiche un excédent budgétaire de 1,1% du PIB. Pourtant, c'est l'Allemagne et non l'Espagne qui, cette année-là, semble souffrir d'un défaut de demande. En témoigne le solde extérieur courant, excédentaire de 4% du PIB en Allemagne et déficitaire de près de 8% du PIB en Espagne. L'Espagne bénéficiant en outre de taux d'intérêt réels proches de zéro en raison d'une inflation plus forte que la moyenne de la zone euro, c'est en Espagne et non en Allemagne qu'il convenait de conduire une politique budgétaire restrictive cette année-là. On le voit, la logique de stabilisation conduit parfois à une recommandation inverse à celle du PSC.

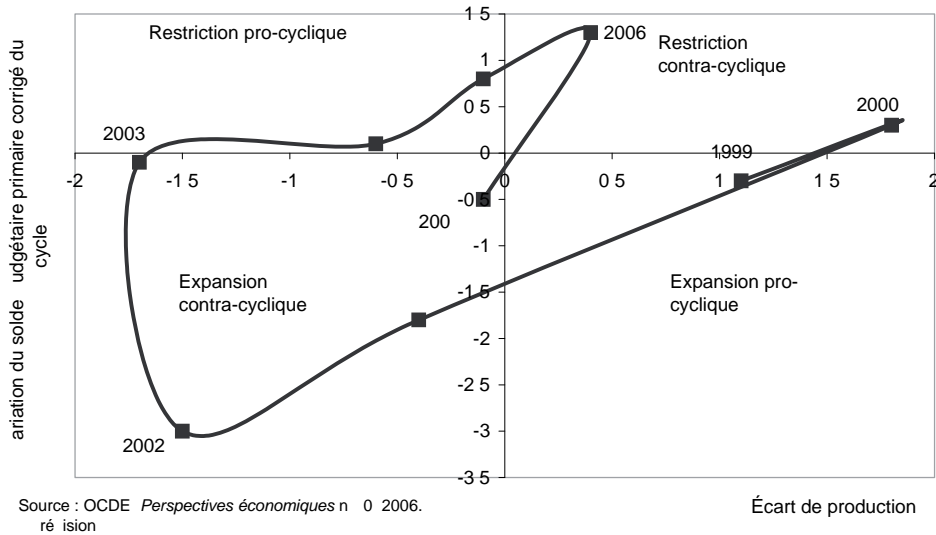
### Graphique 5 :

Une politique budgétaire pro-cyclique en zone euro



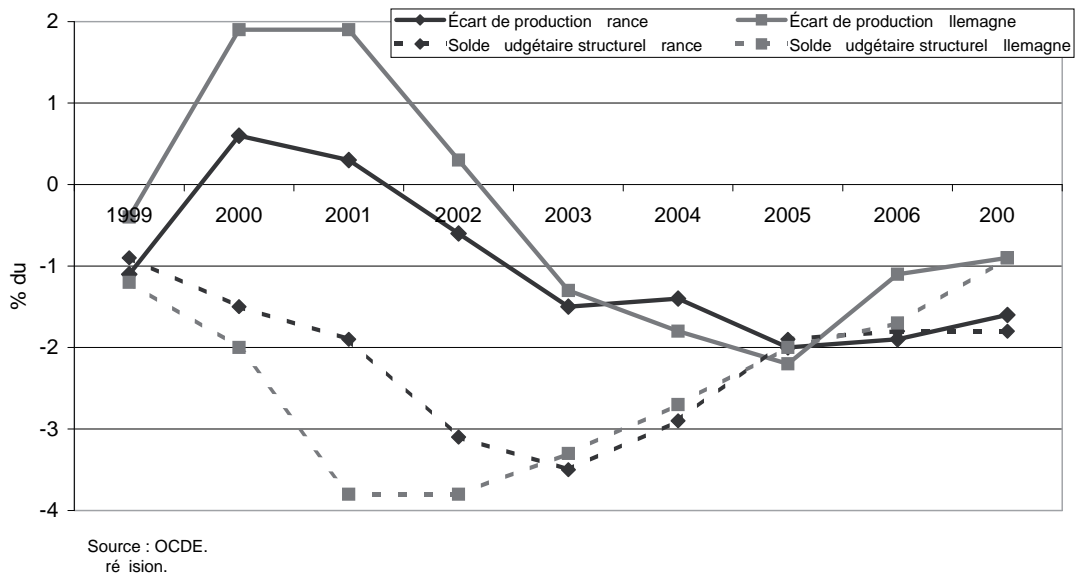
### Graphique 6 :

Une politique budgétaire contra-cyclique aux États-Unis



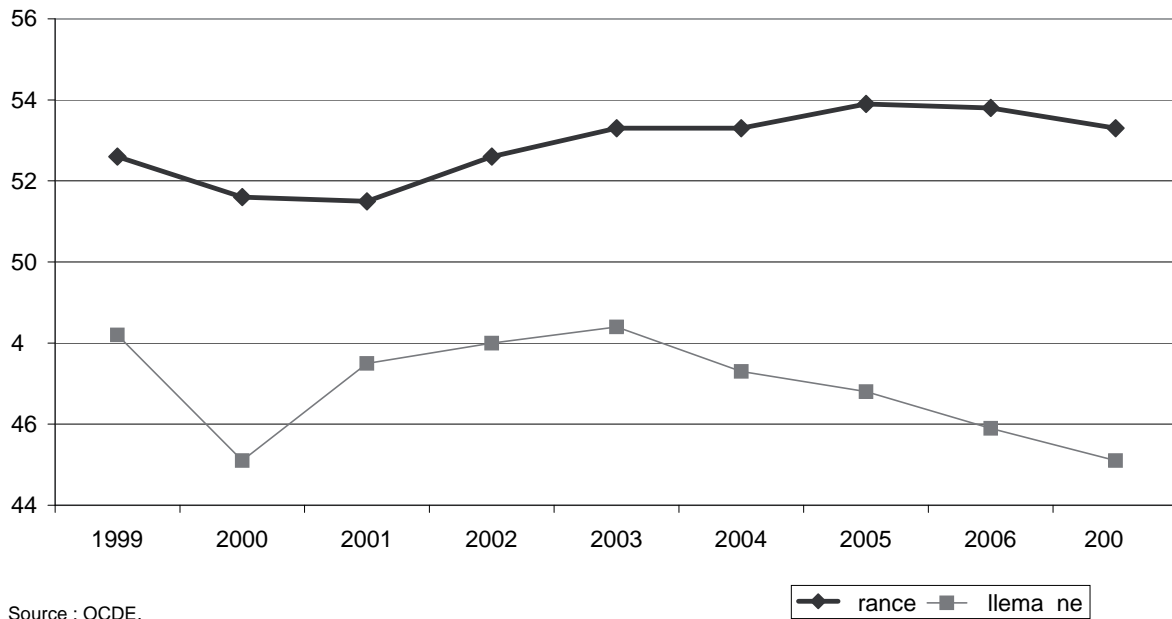
### Graphique 7 :

La politique budgétaire au cycle : France-Allemagne



Graphique 8 :

Dépenses totales des administrations publiques (% du PIB)



Source : OCDE.  
révision.

Considérons maintenant le couple franco-allemand. Entre 1999 et 2006, l'Allemagne et la France ont connu des évolutions conjoncturelles en phase, et leurs soldes budgétaires structurels ont également évolué de manière relativement similaire (graphique 7). Est-ce à dire que, sans coordination explicite, les deux économies ont *de facto* coordonné leur réaction à des chocs très largement symétriques ? Le graphique 8 ci-dessous montre que derrière des évolutions budgétaires proches se cachent des mouvements divergents des dépenses, et donc aussi des recettes publiques. La part des dépenses publiques dans le PIB a légèrement augmenté en France entre 1999 et 2006 alors qu'elle a diminué de trois points de PIB en Allemagne. Ceci traduit une volonté allemande de réduire la pression fiscale pour redresser la croissance potentielle. Dans le court terme, 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 presque parallèle. Plusieurs travaux empiriques (BLANCHARD, PEROTTI (2002); PEROTTI (2005); BÉNASSY-QUÉRÉ, CIMADOMO (2006)) suggèrent qu'une baisse des impôts ou une hausse des transferts d'un point de PIB a un effet de relance keynésien plus

marqué qu'une hausse des dépenses de consommation ou d'investissement du même montant. 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, aucun impact.

Au total, une coordination des politiques budgétaires en Europe devrait s'intéresser, d'une part, à l'équilibre épargne-investissement global de chaque État membre, et d'autre part, à la composition du solde-recettes fiscales, transferts, dépenses de consommation et d'investissement. Le PSC ne s'intéresse qu'à la soutenabilité des finances publiques, et non à la coordination des politiques. La coordination n'a donc pas de raison particulière de se focaliser sur les soldes, fussent-ils structurels. La crise financière mondiale qui a commencé en 2007 et s'est déployée durant l'année 2008 donne raison à ce type d'analyse. Des finances publiques apparemment saines comme en Espagne ou en Irlande se trouvent brutalement dégradées du fait de l'effondrement des recettes fiscales, en relation avec le dégonflement de la bulle d'endettement privé.

## Bibliographie

BÉNASSY-QUÉRÉ A., CIMADOMO J. (2006), "Changing patterns of domestic and cross-border fiscal multipliers in Europe and the US", Working Paper CEPII No 2006-24.

BLANCHARD O., PEROTTI R. (2002), "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output", *The Quarterly Journal of Economics* 117(4), 1329-1368.

OCDE (2006), *Perspectives de l'emploi de l'OCDE. Stimuler l'emploi et les revenus*, disponible sur le site : <http://www.sourceocde.org/emploi/9264023860>

PEROTTI R. (2005), "Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries", CEPR, Discussion Paper No 4842.