



LE BILLET DE LASAIRE

Avril 2015

QUELQUES RÉFLEXIONS SUR LA FRAGILITÉ DE LA REPRISE ATTENDUE DE LA CROISSANCE

Michel FRIED

Les analyses dominantes de la conjoncture mondiale en général, de la conjoncture européenne en particulier nous annoncent une reprise très modérée de la croissance, mais peinent à établir de façon satisfaisante en quoi cette « sortie du tunnel » résulterait de l'efficacité des politiques macroéconomiques mises en œuvre. Le présent billet n'a pas pour objet de décrire systématiquement la période conjoncturelle actuelle mais d'attirer l'attention sur les incertitudes que font peser les politiques mises en œuvre sur une reprise finalement modeste et très contrastée.

Les États Unis semblent devoir être le principal soutien de la croissance mondiale. La croissance américaine, qui devrait dépasser les 3% en 2015-2016, bénéficie enfin des effets favorables de la politique monétaire non conventionnelle de la FED (quantitative easing), ce qui permettra, dès que la banque centrale aura la confirmation de sa réussite par le volume des créations d'emploi, de reprendre, probablement à l'automne, une politique monétaire plus classique, qui se traduira par une hausse des taux d'intérêt. La reprise américaine doit beaucoup aux conséquences des injections de liquidité dans l'économie américaine : l'effet de richesse en résultant a soutenu la demande des ménages (plus que la hausse des salaires), et la faiblesse des taux d'intérêt réel, renforcée par l'annonce du changement de politique de la FED explique l'accélération de la croissance de l'investissement des entreprises (qui atteindrait 7% par an en 2015-2016). Si le canal du crédit joue un rôle significatif dans la reprise américaine, il est aussi à l'origine d'excès comme l'explosion incontrôlée de certains types de prêts, des prêts étudiants en particulier, qui pourraient devenir les subprimes de demain. Par ailleurs, les anticipations de hausse des taux et la hausse du dollar en résultant du fait de la déconnexion des politiques monétaires européennes et américaines ont un rôle ambigu : d'une part elles freinent les effets favorables sur la compétitivité résultant du regain de l'investissement des entreprises américaines, mais, d'autre part, elles sont à l'origine d'une réorientation des flux de capitaux vers ce pays. Le maintien à moyen terme d'un taux de croissance soutenu de l'économie américaine n'est donc pas assuré.

La situation des pays émergents et des BRIC est loin d'être homogène : la croissance des plus fragiles de ces pays que sont les pays exportateurs de matière premières, est affectée par la baisse de leurs prix, conséquence notamment du ralentissement de la croissance chinoise (6 à 7% prévus en 2015-2016) en voie de recentrage délicat sur son marché intérieur et par les conséquences des sorties de capitaux résultant de la hausse attendue des taux d'intérêt américains et du dollar. Les pays d'Amérique latine les plus endettés voient ainsi la parité de leur monnaie se dégrader au point de mettre en cause leur solvabilité, dans un contexte de croissance dégradée (moins de 1%), le Brésil ou la Russie devant même entrer en récession. On notera que les grandes institutions économiques comme l'OCDE ou le FMI, n'ont pas retenu dans leurs prévisions actuelles l'hypothèse qu'elles avaient étudiée conjointement l'an dernier d'un changement structurel de la nature de la mondialisation du fait d'un réaménagement, déjà perceptible, de la chaîne des valeurs ajoutées mondiales susceptible d'entraîner une réduction, de moitié de l'élasticité du commerce mondial à la production mondiale. Si cette évolution devait se confirmer, elle rendrait plus difficile la situation des pays émergents.

Les pays de la zone euro anticipent eux aussi une reprise de leur croissance, malgré le maintien des politiques budgétaires restrictives. Le regain de croissance reste modéré, ce qui est un paradoxe pour une zone qui dégage une capacité d'épargne inemployée, l'excédent attendu de leurs balances courantes étant d'environ 2,8% du PIB en 2015-2016. Une fois encore, la question de l'hétérogénéité des situations économiques des pays de la zone est en cause, du fait notamment de l'incapacité à impulser la croissance collective de la zone des pays à forte capacité d'épargne comme l'Allemagne, dont l'excédent courant devrait dépasser 8% de son PIB en 2015-2016. Tout au contraire, la crise grecque a révélé un durcissement des politiques imposées aux pays les plus fragiles, notamment de la part de la Banque Centrale européenne qui a renationalisé son soutien aux banques de ce pays en déléguant leur financement à la banque centrale grecque ce qui en accroît le coût et fait peser au final les risques de crédit sur l'Etat grec dont le fardeau est déjà bien lourd ...

En raison du caractère pro-cyclique des effets de la restauration rapide d'un niveau de déficit budgétaire acceptable, les grands pays les plus fragiles de la zone euro ont bénéficié d'un allongement de la période de résorption de leurs déficits budgétaires « excessifs », en contrepartie d'un alourdissement des exigences de réformes structurelles, considérées comme indépendantes des effets du cycle économique (voir encadré). Les effets favorables des mesures structurelles étant par nature longues à se manifester, la pression sur la dépense publique est apparue comme le complément indispensable de l'assouplissement des règles budgétaires décidé par le Conseil Européen. Finalement, l'inflexion des politiques de rigueur s'est révélée limitée et les politiques de dévaluation interne, dont le modèle est l'Espagne, ont vu leur importance renforcée.

LE SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL

Le solde budgétaire structurel est devenu en 2012 le déterminant essentiel de l'appréciation par les instances européennes du déficit public maximum acceptable et de l'appréciation de la longueur du délai accordé pour le résorber. En pratique, la règle maastrichtienne du plafond de 3% du déficit public peut ne pas être respectée sous condition que le déficit structurel tendancielle nul, soit toujours inférieur à 0,5% du PIB (ou 1% du PIB si la dette publique est inférieure à 60%).

Le calcul du déficit structurel est dès lors devenu strict. Il repose sur un classement des dépenses et recettes publiques selon deux critères, leur sensibilité à la conjoncture et leur caractère discrétionnaire. Toutes les dépenses publiques sont considérées comme des dépenses structurelles, à l'exception de celles concernant le chômage. Du côté des recettes, tous les prélèvements obligatoires sont considérés comme cycliques, les autres recettes, pour l'essentiel celles concernant les intérêts et dividendes reçus, sont considérées comme structurelles, bien que fort sensibles aux effets de la conjoncture. Les dépenses et recettes discrétionnaires qui sont des mesures ponctuelles et temporaires comme la vente par l'Etat de licences de télécommunication ou les mesures d'assistance au secteur bancaire, sont classées avec les mesures conjoncturelles parce qu'elles n'affectent pas durablement le solde public.

Le classement et l'évaluation des mesures budgétaires selon leur nature structurelle ou conjoncturelle est donc pour partie conventionnelle et leur évaluation est susceptible de varier comme ce fut le cas concernant les crédits d'impôt, qui étaient encore comptabilisés il y a peu en diminution de recettes et sont désormais considérées comme des dépenses dont le montant enregistré est égal à celui de la créance sur le fisc reconnu à leur bénéficiaire.

Le modèle de croissance espagnol, fondé sur la réduction du coût du travail et la conquête de parts de marché à l'exportation ne permettra qu'une croissance légèrement supérieure à 2% en 2015-2016 ; les réussites de l'industrie espagnole, du secteur automobile en particulier dont la taille est devenue équivalente au cumul des productions françaises et italiennes, ont pu faire qualifier l'Espagne d'« atelier de l'Europe ». Ces réussites sont restées très localisées, elles n'ont pas permis à l'industrie espagnole de retrouver son niveau de production antérieur à la crise, et elles sont très fragiles car elles reposent beaucoup sur les stratégies de délocalisations de producteurs étrangers toujours à la recherche du meilleur coût de production. De plus, la recherche exacerbée de la compétitivité-coût a induit une spécialisation sur des technologies moyennes-basses peu rémunératrices, car exposées à la concurrence par les coûts de pays encore plus agressifs. Malgré son coût social élevé, les choix économiques de l'Espagne ne lui ont permis ni de retrouver une croissance soutenue, ni de résoudre le problème d'un chômage de masse persistant (21,5% attendus en 2016), qui ne se réduit qu'à dose homéopathique.

Concernant plus particulièrement l'économie française, le sentiment dominant est que cette fois encore le bout du tunnel est en vue : la croissance attendue en 2015 serait de plus de 1% et celle de 2016 devrait atteindre 1,5%. Toutefois, comme le montre la dernière note de conjoncture de l'INSEE (mars 2015), la croissance prévue au premier semestre 2015 (0,4% au premier trimestre, 0,3% au second trimestre) résulte de l'importance de la contribution, à la croissance (40% environ) de deux facteurs externes, la baisse du prix du pétrole et celle de l'euro ; le premier facteur, dont l'effet est le plus déterminant, améliore le revenu des ménages et dans une moindre mesure les marges des entreprises, alors que le second facteur accroît la compétitivité-prix des entreprises et donc leurs marges, mais ne freinera les volumes importés qu'avec retard (courbe en J).

Le redressement de la croissance attendu au premier semestre 2015 doit donc peu aux réformes structurelles concernant le marché du travail, la fiscalité des entreprises, les charges sociales patronales ; ces réformes, réalisées sous la pression de la **Commission** européenne qui les juge toutefois encore insuffisantes, ne produisent leurs effets que très progressivement ; elles n'ont donc pas encore permis d'atténuer le recours aux classiques économies budgétaires qui pèsent donc toujours sur la demande. On comprend dans ces conditions le rôle dévolu par le discours

des dirigeants au rétablissement de la confiance, condition du regain attendu de la croissance de l'investissement dont l'insuffisance est analysée à juste titre comme la condition du retour durable d'une croissance plus soutenue.

La réussite de la politique économique ainsi mise en œuvre repose donc sur un double pari : d'une part, que les réformes structurelles auront un effet expansif suffisant pour contrebalancer l'épuisement progressif des effets résultants de la baisse du prix du pétrole et de l'euro et, d'autre part, que les réformes structurelles finiront par avoir un effet d'entraînement suffisant pour compenser l'absence de soutien de la demande. On notera à cet égard que l'insuffisance des dépenses d'investissement productif des entreprises résulte d'abord de l'insuffisance de la demande comme le montre non seulement les enquêtes auprès des chefs d'entreprises, mais aussi, ex post, les données de la comptabilité nationale ; celles-ci révèlent la stabilité du taux d'investissement des sociétés non financières dont l'évolution est totalement indépendante de celle des marges, alors que leur rétablissement est pourtant un des objectifs principaux de la politique économique.

Évolution du taux de marge et du taux d'investissement des sociétés non financières

	2007	2010	2012	2014
Taux de marge (EBE/VA)	33,5	31,6	30,6	29,7
Taux d'investissement (FBCF/VA)	22,6	22,1	22,7	22,7

(Source : Comptabilité nationale)

Dans ces conditions, sans l'appui de la demande, l'efficacité des deux canaux d'action privilégiés par les politiques suivies, celui de l'amélioration des conditions de financement par la baisse des taux d'intérêt et le développement (à venir des opérations de titrisation (le souvenir de la crise des subprimes s'estompe), et celui de la restauration (engagée) des marges des entreprises ne peuvent avoir qu'une efficacité limitée. et de plus sont extrêmement coûteuses pour les finances publiques du fait de l'interdiction du ciblage sectoriel (en particulier vers l'industrie) des mesures.