

2015, l'année du grand assouplissement en Europe ?

Jeudi 22 janvier 2015

Compte tenu de la riche actualité économique en Europe, le présent flash fait le point sur trois enjeux majeurs pour l'évolution de la conjoncture à court et moyen termes.

1. Politique budgétaire : un assouplissement probable mais peu opérationnel

La Commission européenne (CE) a présenté le 13 janvier dernier une communication intitulée « *Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact* ». Elle fait suite au débat général tenu au cours de l'année 2014 à l'initiative des pays en difficulté budgétaire (France, Italie, Espagne)¹. Face aux économies ayant déjà réalisé les ajustements, ces derniers ont fait valoir que le **contexte conjoncturel** atone rendait **impossible l'atteinte des objectifs fixés** (- 3 % de déficit public en 2015 pour la France) et que l'orientation budgétaire globale de la zone euro devait être assouplie compte tenu d'une situation d'ensemble (- 3 % de déficit, 90 % de dette publique) qui n'est pas plus dégradée, voire meilleure, que celle d'autres économies avancées (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon). S'il n'a jamais été question de modifier une nouvelle fois les textes, après les « *six pack* » (2011) et « *two pack* » (2013) récents, à la fois pour des raisons opérationnelles (longueur du processus de négociation et de ratification) mais, surtout, de crédibilité des règles décidées en commun, la communication de la Commission constitue sa contribution au débat. Elle s'articule autour de **trois principes** dont l'articulation n'est, à ce stade, pas précisée : 1) la CE ne prendra pas en compte les **contributions nationales au Fonds européen pour les investissements stratégiques** (FEIS) dans son appréciation de l'ajustement budgétaire ; 2) les « **réformes structurelles** » menées par les pays (pourvu qu'elles soient précisément documentées et inscrites dans un calendrier crédible à la fois d'adoption et de mise en œuvre) pourraient permettre un **étalement des délais** pour la correction d'un déficit excessif ; 3) selon la position de l'économie dans le cycle² et le niveau de la dette publique, **l'effort d'ajustement** requis serait modulé selon la « matrice » d'évaluation suivante :

Conjoncture	Critère	Ajustement annuel requis (en pts de PIB)	
		Si dette < 60 % PIB	Si dette > 60 % PIB
Except. mauvaise	$Y < 0$ ou $OG < -4$	Pas d'ajustement requis	
Très mauvaise	$-4 \leq OG < -3$	0	0,25
Mauvaise	$-3 \leq OG < -1,5$	0 si $Y < Y^*$, 0,25 sinon	0,25 si $Y < Y^*$, 0,5 sinon
Normale	$-1,5 \leq OG < 1,5$	0,5	>0,5
Bonne	$OG \geq 1,5$	>0,5 si $Y < Y^*$, $\geq 0,75$ sinon	>=0,75 si $Y < Y^*$, ≥ 1 sinon

Source : Afep à partir de Commission Européenne. OG : output gap, Y : croissance du PIB, Y* : croissance potentielle du PIB.

Si le premier principe était attendu depuis la présentation du « Plan Juncker » (voir flash éco du 5 décembre 14), les deux suivants sont à appréhender avec une **grande réserve** : en effet, le concept de « réforme structurelle » n'a pas de définition établie et repose donc sur des considérations largement **qualitatives**. Au-delà des réformes des retraites, dont l'impact à moyen et long termes peut être déterminant, comment évaluer les réformes d'organisation ou institutionnelles ? Quant à la « matrice », elle présente l'avantage de fixer des critères précis mais dont les **indicateurs sont fragiles** (croissance potentielle) et font l'objet de controverses entre les estimations de la CE et celles des Etats membres.

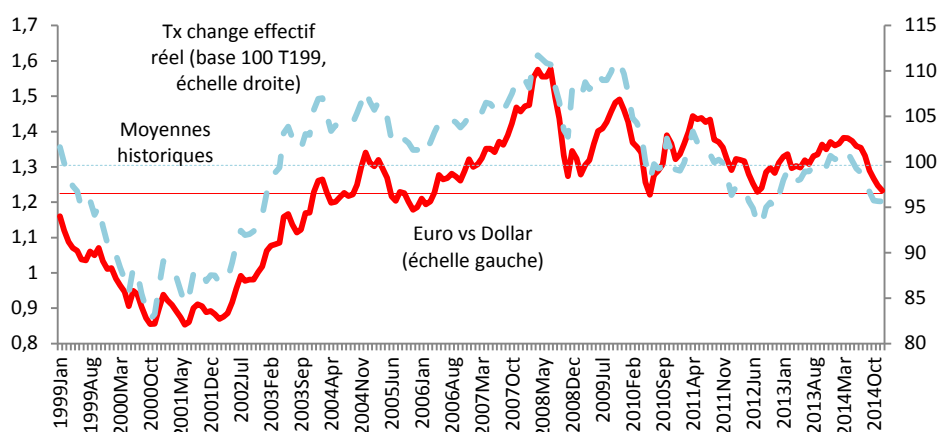
2. Change €/€ : en route vers la parité ?

Entre août 2012 et mars 2014, **l'euro s'est apprécié de plus de 11 % par rapport au dollar**, passant de 1,24\$ à 1,38\$, ce qui a entraîné un vif débat, notamment en France, sur la « force » de la monnaie unique alors même que les exportations hors zone euro ne représentent que la moitié des exports du pays, qui enregistre d'ailleurs son plus important déficit commercial avec... la zone euro !

¹ 11 pays en procédure de déficit excessif (volet « correctif » du pacte de stabilité et de croissance : déficit > 3 % du PIB et dette > 60 % du PIB), les autres se trouvant dans le volet « préventif » du pacte.

² Mesurée par « *l'output gap* », c'est-à-dire l'écart entre la croissance effective et la croissance potentielle.

Deux indicateurs d'évolution de l'euro depuis 1999



Source : Afep à partir de BCE. TCER : tx. change / 20 premiers partenaires de la zone corrigé par les prix à la conso.

Cette appréciation a toutefois été effacée en seulement 9 mois, et l'euro a depuis enfoncé le seuil des 1,20\$ début 2015, la question étant désormais de savoir où s'arrêtera ce mouvement dont la brutalité fait écho à celle du pétrole. L'année 2014 a officialisé la **divergence de politique monétaire** entre la BCE et la Réserve fédérale américaine : en effet, la première a porté son taux directeur à 0,05 % et discuté d'éventuelles mesures non conventionnelles supplémentaires destinées à faire face à une conjoncture atone alors que la seconde mettait fin au troisième programme de « *Quantitative easing* » dans un environnement macroéconomique porteur (PIB, chômage) et indiqué que, sous certaines conditions, une hausse des taux pourrait avoir lieu plus tôt que prévu. Cette divergence devrait s'amplifier en 2015, renforçant les anticipations d'une baisse de l'euro vis-à-vis du dollar : néanmoins, il faut rappeler **que l'excédent courant structurel de la zone euro** constitue un contrepoids sur la route d'une éventuelle parité €/\$, toute baisse de la monnaie unique creusant un peu plus le déficit courant des Etats-Unis.

3. 22 janvier 2015, un « tournant historique » pour la BCE ?

Après une décélération tout au long de l'année (voir flash éco du 18 décembre 2014), **l'inflation en zone euro aurait été négative en décembre** (- 0,2 %) pour la première fois depuis septembre 2009 en raison de la forte baisse des **prix de l'énergie** (- 6,3 %) dans le sillage du recul du cours du baril. Si l'inflation sous-jacente (hors énergie, produits alimentaires et tabac) serait restée stable à + 0,7 %, une forte pression s'exerçait depuis plusieurs mois pour que la BCE (dont il faut rappeler qu'elle est indépendante) prenne de nouvelles mesures de nature à stimuler la création monétaire et à soutenir l'activité. Réuni aujourd'hui à Francfort, le Conseil des gouverneurs a décidé la mise en place d'un **programme de rachat d'actifs publics** sur les marchés secondaires. Ce dernier, qui portera sur un montant mensuel global de **60Md€** (y compris actifs privés ABS et CB, voir flash du 17 septembre 2014) et durera au moins jusqu'en septembre 2016, sera coordonné par la BCE et exécuté par les banques centrales nationales. Plus qu'un « tournant », la décision du jour raffermit l'orientation accommodante de la politique de la BCE en élargissant le champ des bénéficiaires du rachat de dette. *In fine*, quelle sera l'efficacité de cette action sur l'économie réelle ? C'est la question centrale qui agite le débat public.

Couplé à la forte baisse du cours du baril de pétrole, le double assouplissement (budgétaire et monétaire) en cours en Europe constitue une bonne nouvelle à court terme. Ces trois éléments pourraient en effet dynamiser une croissance jusqu'ici atone à la fois en stimulant la demande et en créant les conditions d'une inflation plus forte, nécessaire au désendettement. Toutefois, la prudence est de rigueur dans la mesure où, flexibilité budgétaire mise à part, les autres assouplissements sont des chocs de nature « symétrique » qui ne modifient pas fondamentalement les équilibres relatifs au sein de l'union monétaire. En matière de comptes publics, les propositions de la Commission répondent à l'attente de certains Etats, au prix d'un renforcement considérable de la complexité des critères d'évaluation. Dans ce contexte, le risque majeur est que le climat conjoncturel (fragile) et la décision de la BCE (qui ne produira aucun « miracle ») soient interprétés comme un point d'arrivée alors même que les difficultés structurelles persistent.