

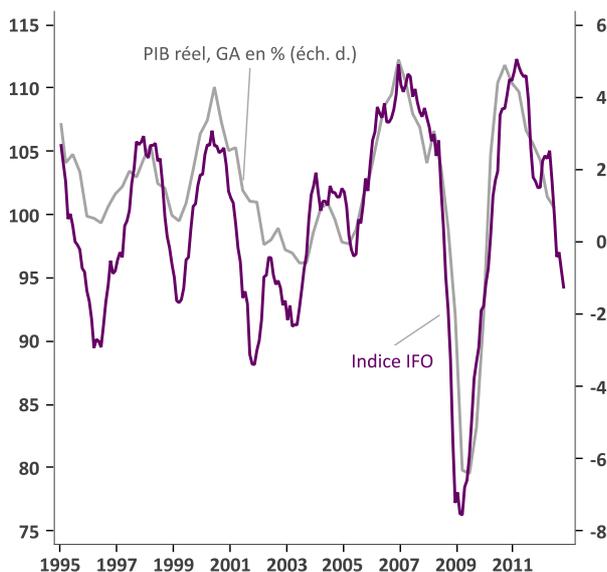
Quand le policy-mix de la zone euro devient une arme de destruction massive

Les statistiques de la semaine passée devraient avoir levé les derniers doutes sur la situation de la zone euro : les pays de l'Union monétaire sont bien, tous, en récession. Que le troisième trimestre soit *in fine* un peu moins mauvais que ne le suggéraient les enquêtes de cet été ne change pas la donne. Le rebond inexplicable de la production automobile qui en est à l'origine, risque, en effet, de coûter cher en croissance au quatrième trimestre à en juger par l'extrême dégradation des carnets de commandes et les arrêts de production déjà programmés dans le secteur pour le mois de novembre.

L'Allemagne n'est aujourd'hui pas mieux lotie que ses partenaires : qu'il s'agisse des enquêtes PMI ou de celles de l'IFO, le diagnostic est bel et bien celui de son entrée imminente en récession (voir à ce sujet « [Récession nul n'y échappe, pas même l'Allemagne](#) » du 7 juillet 2012). Les effets en retour sur le reste de la région ne tarderont pas à se faire sentir.

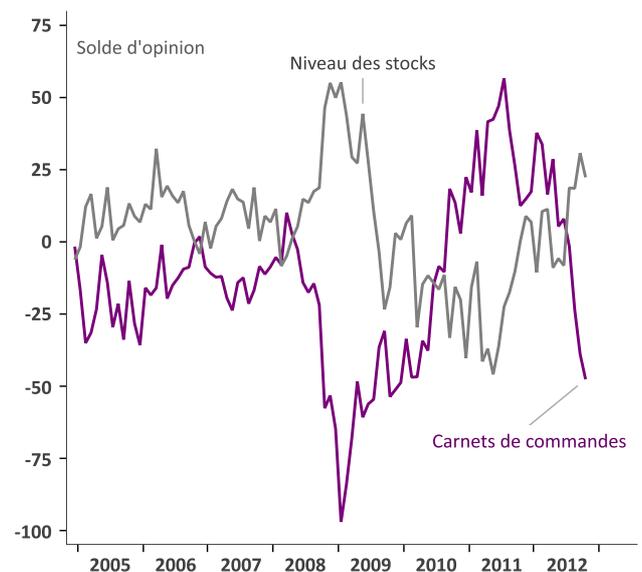
On aurait certainement préféré avoir tort sur ce point, tant la perspective d'une récession, dont tout laisse penser, qu'elle ne sera pas accompagnée des mesures de politique économique nécessaires pour en amortir les effets, est à la fois inédite et immensément inquiétante.

Climat des affaires et croissance du PIB réel en Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Commandes et stocks de l'industrie automobile allemande



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les taux directeurs de la BCE devraient être abaissés à -1 % pour accompagner la récession

Les politiques contra-cycliques sont indispensables pour court-circuiter les effets en cascade générés par une contraction de l'activité, ne pas y avoir recours constitue un risque considérable d'enlèvement dépressif. Ces réponses de politique économique s'organisent traditionnellement autour de deux axes principaux : un assouplissement des conditions monétaires, d'une part, le jeu des stabilisateurs automatiques des politiques budgétaires, de l'autre, complété ou non par des mesures de soutien à l'activité. La combinaison de ces actions permet simultanément d'alléger les contraintes financières et d'absorber une partie du choc de revenu consécutif à la baisse de l'activité.

On rappellera à titre d'illustration, qu'au lendemain de la récession de 2001, la BCE avait fini par procéder à une réduction du niveau de ses taux directeurs de 275 points de base ; après le choc de 2008, le mouvement avait atteint 325 points de base. À condition d'inflation inchangée, l'ajustement opéré par les banques centrales correspond, peu ou prou, en effet, à la variation constatée ex-post sur le taux de croissance de l'économie réelle au cours d'une période donnée. L'application de cette règle à nos prévisions pour 2013 -une contraction du PIB de la zone euro de 1 % - suggérerait un besoin d'ajustement du niveau des taux directeurs de la BCE de l'ordre de 250 points de base d'ici à la fin de l'année prochaine. Une approche un peu plus fine, basée sur la règle de Taylor, donne des résultats non éloignés, estimant à -1 % le niveau des taux d'intérêt qui, à taux d'inflation inchangé, serait approprié à nos prévisions de croissance du PIB réel. **Quoiqu'il en soit, avec des taux directeurs d'ores et déjà à 0,75 %, l'ajustement ne pourra avoir lieu.**

Taux appropriés à la situation économique et taux effectifs de la BCE



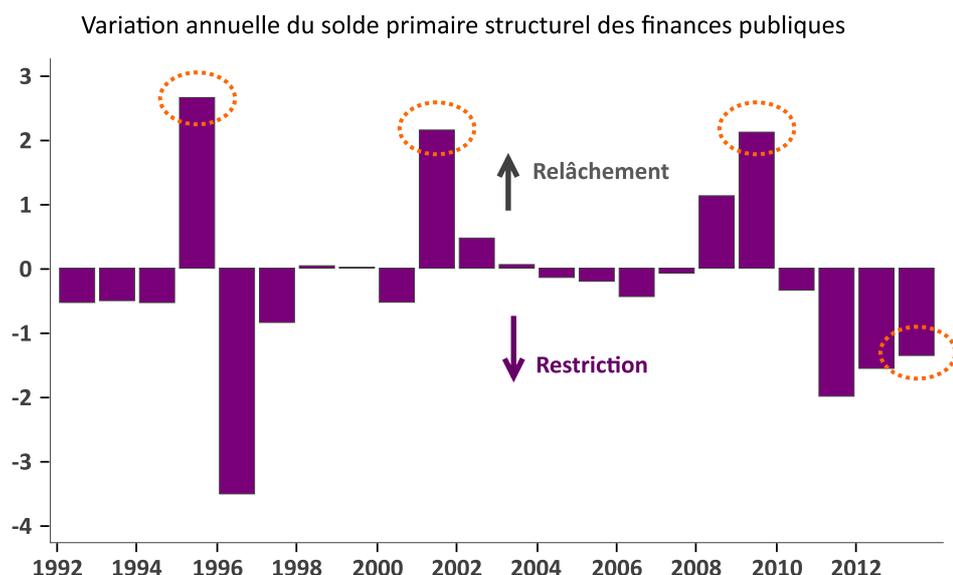
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cet état de fait ne serait pas si préoccupant si l'absence de baisse des taux pouvait être assimilée à de la neutralité monétaire. Tel n'est assurément pas le cas. Ce qui compte en économie n'est pas tant le niveau absolu des taux d'intérêt mais l'écart de ceux-ci avec le taux de croissance de l'activité, un élargissement de cet écart ayant des effets mécaniquement restrictifs sur la demande de crédit et vice versa. **En période de récession le seul fait de maintenir le niveau des taux d'intérêt inchangé constitue donc bien un durcissement des conditions monétaires dont les conséquences ont tout lieu d'amplifier les mécanismes récessifs déjà à l'œuvre.**

Le solde structurel des finances publiques devrait pouvoir se creuser de 1 % à 2 %, au lieu de se réduire

Ce constat est d'autant plus préoccupant que les politiques fiscales sont également, toutes, restrictives. En 2013, les programmes d'ajustement des finances publiques, pour la plupart déjà actés par les budgets nationaux, devraient avoir pour conséquence d'accroître l'excédent primaire structurel des États membres de 1,3 point de PIB selon l'OCDE, or celui-ci devrait, au contraire, pouvoir se réduire de 1 % à 2 % du PIB en période de récession, afin de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. L'effet restrictif est donc, là encore, considérable. Alors que la sensibilité de la croissance aux variations du solde primaire des finances publiques s'est considérablement accrue au fur et à mesure de l'accumulation des plans de rigueur, le multiplicateur budgétaire est vraisemblablement proche de un en moyenne aujourd'hui en zone euro, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, est synonyme d'un choc additionnel potentiellement compris entre 2 % et 3 % du PIB de la zone euro.

Orientation de la politique budgétaire de l'UEM, en % du PIB potentiel

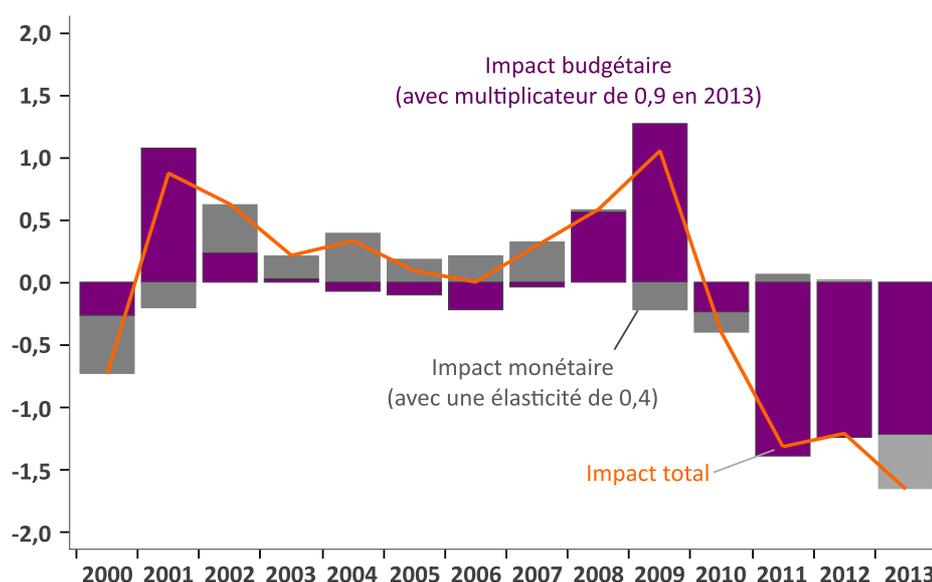


Sources : RichesFlores Research, OCDE, Macrobond

Les lignes de la politique économique continueront à bouger mais sera-t-il encore temps ?

À combien risque de s'élever la note, au total ? Difficile de le dire avec précision tant la crise modifie la sensibilité de nos économies à l'environnement de taux d'intérêt et de politiques fiscales, mais nous sommes assurément face à un choc d'un impact considérable. **Selon nos estimations, le policy-mix coûterait, toutes choses égales par ailleurs, jusqu'à 1,6 % du PIB de la zone euro en moyenne en 2013 et plus d'un point supplémentaire en considérant l'absence des stabilisateurs automatiques budgétaires.**

Impact ex-ante du policy-mix sur le PIB de l'UEM, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La note est assurément trop lourde pour être acceptable dans la situation déjà extrêmement détériorée de la zone euro. **Le changement de cap de la politique économique préconisé en début d'été** (voir à ce sujet notre article « [Urgence](#) », du 22 juin) **ne fait, dans un tel contexte, aucun doute :**

- La BCE utilisera les dernières marges de baisse de ses taux directeurs,
- l'Allemagne adoptera un plan de relance sans doute avant la fin de l'hiver,
- le calendrier des ajustements budgétaires sera assurément redéfini,
- les project bonds financeront des programmes d'infrastructures européens
- et les Eurobonds verront sans doute le jour assez rapidement

Toute la question étant, aujourd'hui, de savoir si ces changements bien trop tardifs auront encore une chance de sauver la situation *in extremis*.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de leur source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com