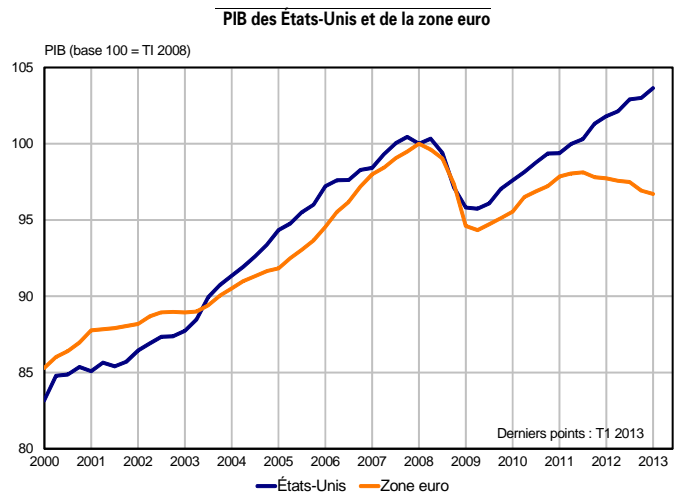


Comment expliquer le découplage entre les croissances du PIB aux États-Unis et en zone euro ?

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du ministère du Commerce Extérieur.

- Depuis l'intensification de la crise de la dette souveraine en zone euro à l'été 2011, les trajectoires de croissance des États-Unis et de la zone euro divergent alors qu'elles étaient fortement liées auparavant, y compris pendant la crise. En 2012, la croissance américaine a résisté (+2,2 %) alors que la zone euro est entrée de nouveau en récession (-0,6 %). Ce découplage est principalement dû au dynamisme relatif des moteurs privés aux États-Unis, contrairement à la zone euro où seuls les échanges extérieurs permettent de limiter la chute de l'activité.
- L'économie américaine dispose de stabilisateurs automatiques plus faibles et d'un marché du travail plus flexible qu'en zone euro, ce qui explique des fluctuations cycliques généralement plus marquées et justifie le recours à des politiques macroéconomiques plus réactives. Pendant la crise de 2008-2009, la contraction de l'activité a été moindre aux États-Unis qu'en zone euro grâce à un plan de relance plus massif. L'ajustement de l'emploi et des salaires a cependant été plus important aux États-Unis, ce qui a préservé la situation financière des entreprises.
- Le *policy-mix* a également joué un rôle important dans le découplage actuel. Sur la période 2011-2012, l'effort de consolidation budgétaire a été moins important aux États-Unis qu'en zone euro, où il s'est intensifié avec la crise des dettes souveraines sous la contrainte des règles budgétaires et des marchés financiers. En outre, l'ajustement aux États-Unis est progressif et s'opère dans un contexte de reprise de l'activité. À l'inverse, dans la zone euro, les plans de consolidation portent dans une large mesure sur les pays les plus fragiles, où la demande privée s'ajuste dans un contexte d'assainissement des bilans et entraînent des effets croisés du fait de la forte intégration commerciale des économies. La fragmentation financière en zone euro se traduit par des conditions de financement du secteur privé moins favorables qu'aux États-Unis, notamment pour les pays les plus fragiles.
- Toutefois, ce découplage pourrait être amené à se réduire dans les années qui viennent. Dans la zone euro, la situation financière s'améliore assez nettement depuis l'été 2012, grâce aux mesures prises par la BCE, (dont l'annonce des Opérations monétaires sur titres -OMT-) et à l'annonce de la mise en place d'un mécanisme unique de supervision, première étape vers la constitution d'une union bancaire. Aux États-Unis, les efforts qui restent à mener en termes de réduction des déficits publics et courants sont plus conséquents qu'en zone euro. À moyen terme, la situation structurelle des finances publiques est moins favorable que dans la zone euro.



Sources : BEA, Eurostat.

1. Les trajectoires de croissance aux États-Unis et en zone euro, jusqu' alors fortement liées, divergent depuis la mi-2011, principalement en raison de moteurs privés en panne en zone euro

Bien que la crise de 2007/2008 trouve son origine aux États-Unis, l'activité américaine a été légèrement moins affectée, avec une chute de 4,7 % entre le 4^e trimestre de 2007 et le 2^e trimestre de 2009 contre 5,2 % pour la zone euro sur la même période. À partir de la mi-2009, les deux régions ont globalement connu des reprises parallèles mais ce n'est plus le cas depuis la mi-2011, lorsque la crise des dettes souveraines s'est étendue à l'Espagne et l'Italie. Depuis la mi-2011, les dynamiques de croissance divergent fortement (cf. graphique 1), avec des disparités importantes entre pays.

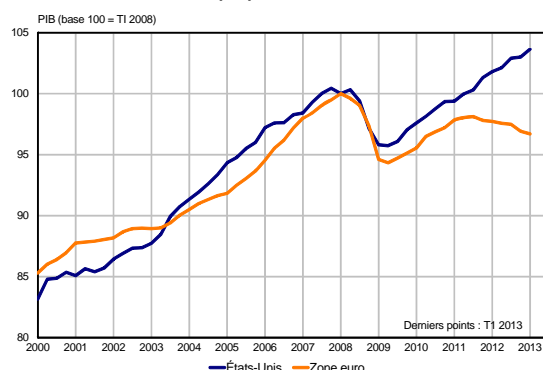
En 2012, la différence de croissance entre les États-Unis et la zone euro atteint près de 3 pts (+2,2 % contre -0,6 %), car les moteurs privés, qui soutiennent la croissance aux États-Unis, sont en panne en zone euro.

- **La consommation privée a été résiliente aux États-Unis** (contribution de 1,3 pt contre -0,6 pt). Soutenue par l'emploi et les salaires, elle a constitué le principal moteur de la croissance américaine. À l'inverse, en zone euro, la consommation privée est restée déprimée, en raison d'un revenu disponible affecté par les pertes d'emploi, de la modération salariale dans un grand nombre d'économies et de la consolidation budgétaire. Les effets de richesse négatifs (en Espagne et en Italie notamment), ainsi que la hausse du chômage et de l'incertitude, sont également venues pénaliser la consommation.
- **L'investissement et les stocks sont aussi relativement dynamiques aux États-Unis tandis qu'ils ont reculé en zone euro** (+1,2 pt contre -1,4 pt). Pour la première fois depuis l'éclatement de la crise, l'investissement résidentiel a contribué positivement à la croissance

américaine en 2012. *A contrario*, l'investissement a reculé en zone euro, tant résidentiel (notamment en Espagne et aux Pays-Bas), qu'en biens d'équipement, en raison des faibles perspectives de demande et d'une incertitude élevée.

- **Les autres postes de la demande sont venus limiter la différence de croissance entre les deux régions.** Aux États-Unis, les échanges avec l'extérieur ont eu un effet neutre sur la croissance tandis qu'ils ont constitué l'unique soutien à l'activité en zone euro (contribution de +1,6 pt), notamment dans les pays périphériques. C'est un signe du rééquilibrage en cours de ces économies. En effet, leurs importations ont été faibles du fait de la récession et leurs exportations se sont améliorées grâce à la résorption graduelle du déficit de compétitivité-coût. Enfin, la consommation publique a représenté un frein légèrement plus important aux États-Unis.

Graphique 1 : PIB des États-Unis et de la zone euro



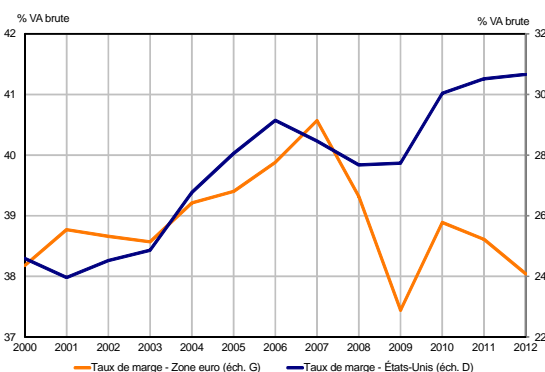
2. L'économie américaine réagit plus fortement aux chocs que la zone euro et rebondit plus vivement en période de reprise

Les stabilisateurs automatiques sont moins élevés aux États-Unis qu'en zone euro, ce qui rend l'économie américaine plus vulnérable aux chocs. Les stabilisateurs automatiques permettraient d'y minorer la volatilité de l'activité d'environ 10 % contre 25 % en zone euro, avec une assez grande disparité entre les pays (cf. encadré 1). Les chocs sont donc davantage amortis en Europe par un système fiscal et social plus dense et plus progressif. Si la crise a finalement eu moins d'impact sur le PIB américain, c'est essentiellement dû à la différence de taille des plans de relance adoptés, deux fois plus importants aux États-Unis (voir *infra*).

Pendant la crise, aux États-Unis, une grande part de l'ajustement a porté sur le marché du travail, très flexible, ce qui a permis aux entreprises de préserver leur situation financière, alors qu'en zone euro, elles ont rogné leurs marges pour préserver l'emploi et les salaires (cf. graphique 2). Sur la période 2008-2009, l'économie américaine a ainsi détruit près de 8 millions d'emplois, le taux de chômage a été multiplié par deux, passant de 4,6 % en 2007 à 9,3 % en 2009 (cf. graphique 3) et les salaires réels ont reculé de 0,6 %. Dans la zone euro, les partenaires sociaux ont favorisé la préservation des salaires et de l'emploi avec notamment la mise en place d'accords sur le chômage partiel en Allemagne, en Italie et en France. Entre 2007 et 2009, le chômage a donc augmenté moins fortement,

passant de 7,6 % à 9,6 %, et les salaires ont continué de progresser (+2,4 % en termes réels). Cependant, cela masque d'importantes disparités entre pays : le chômage a bondi de 8,3 % à 18,0 % en Espagne et de 4,7 % à 12,0 % en Irlande. Ces pays en déficit de compétitivité et besoin de désendettement ont vu leur demande intérieure s'effondrer.

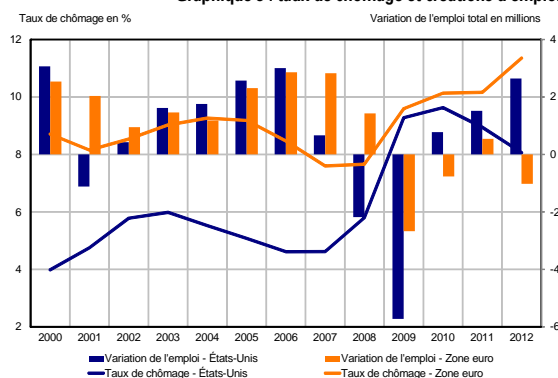
Graphique 2 : taux de marge des sociétés non-financières



Sources : Bureau of Economic Analysis et Eurostat.

Note de lecture : le taux de marge des sociétés non-financières (excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée brute) est de 31 % en 2012 aux États-Unis contre 38 % en zone euro.

Graphique 3 : taux de chômage et créations d'emploi



Sources : Bureau of Labor Statistics et Eurostat.

Note de lecture : en 2009, 5,7 millions d'emplois ont été détruits aux États-Unis et 2,7 millions en zone euro, portant le taux de chômage respectivement à 9,3 % et 9,6 %.

Depuis le point bas atteint en 2009, l'économie américaine a rebondi plus vivement. Les entreprises américaines, par ailleurs entrées dans la crise avec un niveau d'endettement beaucoup plus faible qu'en zone euro (97 % de leur valeur ajoutée fin 2008 contre 133 %), disposent d'une solide assise financière. En raison d'un phénomène accélérateur classique, l'investissement a rebondi lorsque l'activité est repartie en 2011. Les salaires progressent de manière relativement dynamique, ce qui soutient le revenu des ménages et la consommation. En revanche dans la zone euro, les entreprises créent peu ou continuent de détruire des emplois et modèrent la progression salariale pour restaurer leur rentabilité. Le chômage augmente. D'une part, le revenu des ménages est peu dynamique et pèse sur la consommation. D'autre part, les entreprises investissent moins et déstockent. Ces tendances sont surtout visibles dans les économies les plus fragiles (pays sous programme, Espagne et Italie).

Encadré 1 : Les stabilisateurs automatiques et leur impact sur l'activité

Les stabilisateurs automatiques désignent les réactions spontanées du système fiscal-social qui atténuent les variations cycliques de l'économie. Par exemple, la destruction d'emploi qui découle de la contraction de l'activité donne lieu automatiquement au versement de prestations chômage qui viennent soutenir le revenu des ménages et la consommation pour finalement atténuer l'effet initial du choc sur l'économie. À l'inverse, en période d'expansion économique, un système d'imposition progressif vient ralentir l'activité, les prélèvements fiscaux augmentant plus vite que les revenus d'activité, ce qui réduit le revenu disponible et donc la consommation.

Il est possible de quantifier l'effet des stabilisateurs automatiques sur l'économie, en comparant la variation du PIB suite à un choc exogène, lorsque le système fiscal et social opère (« scénario avec stabilisateurs ») et lorsqu'il est neutralisé - c'est-à-dire que les recettes et dépenses publiques sont fixées à leur niveau structurel - (« scénario sans stabilisateurs »). Ainsi Van der Noord^a évalue le rôle des stabilisateurs automatiques dans les pays de l'OCDE dans les années 1990 à l'aide du modèle INTERLINK de la manière suivante :

$$\text{impact stab auto} = \sqrt{\frac{\frac{1}{10} \sum_{1991}^{2000} \left[\frac{(y_t^{ss} - y_t^*)^2}{y_t^*} \right]}{\frac{1}{10} \sum_{1991}^{2000} \left[\frac{(y_t^{as} - y_t^*)^2}{y_t^*} \right]}} - 1$$

avec y^* le PIB potentiel, y^{ss} (resp. y^{as}) le PIB dans le scénario sans (resp. avec) stabilisateurs automatiques.

Le PIB avec stabilisateurs est le PIB effectif. Le PIB sans stabilisateurs correspond au niveau d'activité qui aurait été constaté si les recettes et les dépenses publiques avaient été fixées à leur niveau structurel. Ce niveau structurel, est estimé en déduisant des recettes et dépenses publiques effectives leur composante cyclique, qui dépend de l'écart de production et de l'élasticité des différentes recettes et dépenses à cet écart de production.

L'impact des stabilisateurs automatiques varie fortement, non seulement avec l'étendue du système fiscal et de protection sociale, mais également selon la nature du choc considéré (demande ou offre), le degré d'ouverture des économies, et la réaction de la politique monétaire considérée.

- Aux États-Unis, suite à un choc de demande, les stabilisateurs automatiques permettraient d'atténuer d'environ 10 % la volatilité de l'activité (8 à 12 % selon Cohen et Follette^b, 8 % selon Auerbach et Feenberg^c, 25 % selon Van der Noord), mais n'auraient quasiment aucun effet suite à un choc d'offre (Cohen et Follette).
- En zone euro, d'après Van der Noord, l'effet amortisseur des stabilisateurs automatiques serait d'environ 25 % avec d'importantes disparités entre pays (autour de 20 % pour la France, l'Espagne ou la Grèce contre plus de 50 % pour l'Allemagne ou la Finlande). Mais selon Barrel et Pina^d, les stabilisateurs automatiques ne lisseraient les fluctuations du cycle qu'à hauteur de 11 % en moyenne pour la zone euro, de 7 % pour la France et au plus de 18 % pour l'Allemagne, notamment parce que les stabilisateurs sont relativement inefficaces face aux chocs d'offre. Enfin Espinoza^e estime à l'aide du modèle MESANGE qu'en France les stabilisateurs atténuent les chocs de demande d'environ 10 % la première année et 20 % au bout de 2 ans. Cependant, ils seraient moins efficaces face à un choc d'offre et pourraient même s'avérer pro-cycliques dans certains cas (choc pétrolier).

a. Van den Noord, (2000), "The size and role of automatic fiscal stabilizers in the 1990s and beyond", OECD WP.

b. Cohen et Follette, (2000), "The automatic fiscal stabilizers: quietly doing their thing", *FED of New York Economic Policy Review*, avril.

c. Auerbach A.J. et Feenberg D., (2000), "The significance of federal taxes as automatic stabilizers", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 14(3), pages 37-56, Summer.

d. Barrel R. et Pina A. M. (2003), "How Important are Automatic Stabilizers in Europe ? A Stochastic Simulation Assessment", *Economic Modelling*, vol. 21, pp. 1-35.

e. Espinoza, R., (2007), « Les stabilisateurs automatiques en France », *Économie et prévision*, 1/2007 (n° 177), p. 1-17.

3. Les politiques budgétaires sont venues accentuer les divergences, surtout à partir de l'été 2011 ...

Pendant la crise, les deux zones ont relancé leurs économies, mais les États-Unis l'ont fait plus massivement. Sur la période 2008-2010, l'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro s'est élevé à 1 pt de PIB. Dans le même temps, le stimulus a été deux fois plus important aux États-Unis (variation du solde structurel primaire de -5,9 pts de PIB potentiel contre -3,0 pts en zone euro selon le FMI, cf. graphique 4). L'État fédéral a en effet adopté immédiatement deux plans de relance consécutifs, d'un montant total cumulé

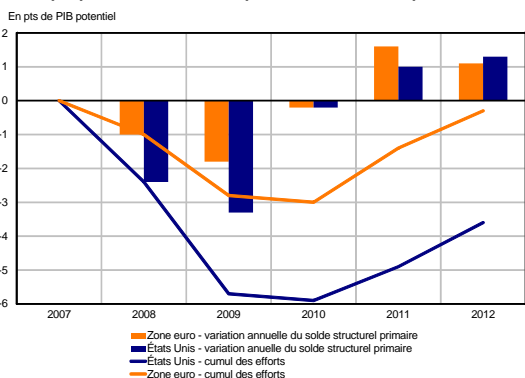
de près de 1000 Md\$ (cf. encadré 2) ainsi que des plans ciblés sur les secteurs particulièrement touchés (secteurs financier, automobile et immobilier). La consolidation budgétaire réalisée par l'ensemble des États fédérés du fait de leurs règles budgétaires a été compensée, au plus fort de la crise, par le stimulus budgétaire de l'État fédéral (la quasi-totalité des États fédérés a l'obligation légale de présenter un budget opérationnel équilibré : un éventuel déficit ne peut être financé par l'émission de dette, sauf s'il est destiné à des investissements).

Encadré 2 : Les principales mesures budgétaires adoptées en réponse à la crise

États-Unis	Zone Euro
<ul style="list-style-type: none"> • Plans de relance (2008-2010) <ul style="list-style-type: none"> • Secteur bancaire <ul style="list-style-type: none"> - Assurer la stabilité financière via l'achat et la garantie des actifs « toxiques » : Plan TARP (<i>Troubled Assets Relief Program</i>), octobre 2008. • Ménages, entreprises, secteur public <ul style="list-style-type: none"> - Crédits d'impôts : <i>Economic Stimulus Act of 2008</i>, février 2008. - Crédits d'impôts, aide aux ménages en difficulté, investissements publics : <i>ARRA (American Recovery and Reinvestment Act)</i>, février 2009. - Prolongation de mesures de l'ARRA en faveur des ménages et entreprises : <i>Tax Relief Act (Tax Relief Act, Unemployment Insurance Reauthorization Act and Job Creation Act)</i>, décembre 2010. • Sectoriel <ul style="list-style-type: none"> - Soutien au secteur automobile (GM, Chrysler) : via le TARP. - Aide au secteur immobilier : nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac, septembre 2008 ; programmes HARP (<i>Home Affordable Refinance Program</i>) et HAMP (<i>Home Affordable Modification Program</i>), pour faciliter le refinancement et l'aménagement des prêts hypothécaires, mars 2009. • Mesures de consolidation (2011-2012) <ul style="list-style-type: none"> - Dépenses : baisse des dépenses publiques sur 10 ans, <i>BCA (Budget Control Act)</i>, août 2011. - Recettes : expiration des mesures de relance (fin de la baisse du taux de cotisations sociales et des crédits d'impôts pour les plus riches). 	<ul style="list-style-type: none"> • Plans de relance (2008-2010)^a <ul style="list-style-type: none"> • Secteur bancaire <ul style="list-style-type: none"> - Mesures de consolidation des passifs bancaires (octroi de garanties pour faciliter l'accès des banques à la liquidité/ressources à moyen terme, renforcement des fonds propres par recapitalisation/nationalisation). - Mesures de traitement des actifs (apurement des bilans via la garantie, le cantonnement ou le rachat des actifs risqués). • Ménages, entreprises, secteur public <ul style="list-style-type: none"> - Primes salariales, baisses/déductions d'impôts, création de fonds publics d'investissement/R&D, soutien aux PME. - Soutien au marché du travail (chômage partiel, exonérations de charges, primes à l'embauche). • Sectoriel <ul style="list-style-type: none"> - Soutien au secteur automobile (prêts aux constructeurs automobiles, primes à la casse). - Soutien au secteur immobilier (logements sociaux, fiscalité incitative). • Mesures de consolidation (2011-2012) <ul style="list-style-type: none"> - Dépenses : diminution des dépenses sociales (éducation, emploi, santé, retraites), des transferts aux collectivités locales, des dépenses des ministères (dépenses courantes et investissements en infrastructures). - Recettes : réduction des niches fiscales, hausse de la fiscalité directe (ex : taxe foncière, impôt sur le revenu, impôt sur le patrimoine, impôt sur les sociétés) et indirecte (ex : accises, TVA), lutte contre la fraude et l'évasion fiscale.

a. Banque de France (2010), « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, janvier.

Graphique 4 : effort structurel primaire cumulé sur la période 2008-2012



Note de lecture : en 2012, l'effort structurel en zone euro s'est élevé à 1,1 pt de PIB potentiel portant l'effort structurel cumulé sur la période 2007-2012 à -0,3 pt de PIB potentiel, tandis qu'aux États-Unis il s'est élevé à 1,3 pt de PIB potentiel, portant l'effort structurel cumulé à -3,6 pts de PIB sur la même période.

À partir de 2011, la zone euro a réalisé une consolidation budgétaire légèrement plus marquée qu'aux États-Unis. En zone euro, l'ajustement structurel, en partie opéré sous la pression des marchés, s'est élevé selon le FMI à près de 2,7 pts de PIB potentiel en 2011-2012. Les autorités américaines ont opéré une consolidation budgétaire de 2,3 pts, alors que le déficit structurel avait beaucoup plus augmenté que dans la zone euro avec l'adoption des plans de relance de 2008/2009.

En particulier, l'intensification de la crise des dettes souveraines et son extension à l'Espagne et à l'Italie à l'été 2011 a contraint les pays concernés à s'engager dans un processus de consolidation budgétaire massive, pénalisant très fortement leur activité. Depuis la mi-2011, de nouvelles mesures de consolidation ont ainsi été engagées. En 2012, l'Espagne et l'Italie auraient ainsi amélioré leur solde primaire ajusté du cycle de respectivement 3,1 et 2,3 pts de PIB potentiel selon le FMI, contre un effort initialement attendu de 0,8 pt et de 1,9 pt respectivement en septembre 2011¹. La dégradation continue de leur activité sur l'année 2012 a porté la récession à 1,4 % et 2,4 % respectivement (cf. tableau). À

(1) FMI, *Fiscal Monitor*, septembre 2011 et avril 2013.

titre de comparaison, le FMI estime selon sa propre méthodologie que l'ajustement budgétaire en 2012 a été moindre en Allemagne (1,4 pt) et en France (0,7 pt), pour une activité en croissance modérée ou stable.

Les ajustements budgétaires simultanés ont pénalisé la croissance de la zone euro dans son ensemble. Les économies européennes sont relativement petites et fortement intégrées commercialement. C'est pourquoi la consolidation

budgétaire menée dans une économie occasionne des externalités négatives sur l'activité des autres pays. Cet impact n'est pas négligeable et peut dans certains cas dominer l'effet du plan national. Par exemple, l'impact des plans des principaux partenaires de la zone euro sur la Belgique, le Portugal et les Pays-Bas peut ainsi être estimé à environ ½ pt de croissance chaque année depuis 2011.

Tableau : Hétérogénéité de la zone euro

	États-Unis	Zone Euro	Allemagne	France	Espagne	Italie
PIB 2012	2,2	-0,6	0,9	0,0	-1,4	-2,4
Solde structurel primaire en 2010	-6,7	-2,4	-1,4	-2,9	-6,9	0,8
Ajustement structurel en 2011	1,0	1,6	2,3	1,5	1,2	0,9
Ajustement structurel en 2012	1,3	1,1	1,4	0,7	3,1	2,3

Sources : FMI, Fiscal Monitor - avril 2013, BEA, Destatis, Ine, Insee, Istat.

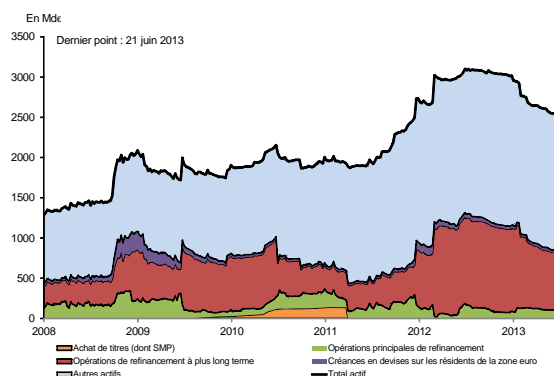
4. ... et les politiques monétaires ont été différentes

Depuis la crise de 2008/2009, les politiques monétaires ont été largement accommodantes dans les deux zones mais avec des différences notables (cf. encadré 3).

Côté politique monétaire « conventionnelle », si la BCE et la Réserve fédérale ont désormais toutes deux fixé leurs taux directeurs à des niveaux proches du plancher, les baisses de taux ont été plus rapides aux États-Unis. Côté politique monétaire « non-conventionnelle », la BCE et la Fed ont toutes deux pleinement joué le rôle de prêteur en dernier ressort au système bancaire lors de la première phase de la crise (2007-2009). Lors de la deuxième phase (2010-2012), la BCE, tout en refusant de jouer pleinement le rôle de prêteur en dernier ressort aux États², est surtout intervenue pour assurer le bon

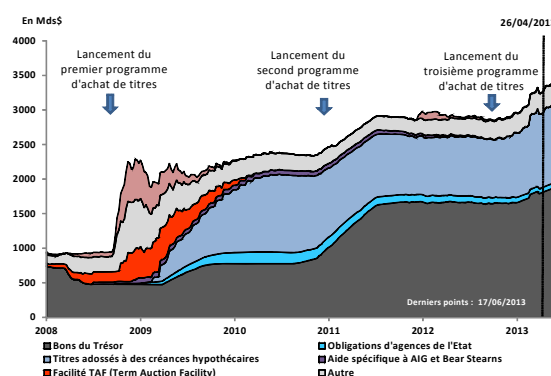
fonctionnement du système bancaire, puis pour sauvegarder l'intégrité même de la zone euro (achats de dette publique limités à un peu plus de 200 Md€ ou 2,5 % du PIB de la zone euro, mais forte hausse de l'encours des opérations de refinancement au secteur bancaire, (cf. graphique 5), contribuant en partie à l'apaisement des tensions sur les dettes souveraines, puis annonce du programme OMT³). De son côté, alors que les tensions financières s'étaient résorbées aux États-Unis, la Fed a réalisé des achats massifs de titres adossés à des créances hypothécaires (*Mortgage Backed Securities* - MBS) et des titres du Trésor (20 % du PIB et 90 % de son actif, cf. graphique 6), dans l'optique de soutenir la croissance et la reprise du marché immobilier.

Graphique 5 : actif du bilan de l'Eurosystème



Sources : BCE, calculs DG Trésor.

Graphique 6 : actif du bilan de la FED



Sources : FED, calculs SER de Washington.

Dans un contexte de demande de crédit modeste, les assouplissements monétaires ont globalement favorisé le redressement du prix des actifs et la baisse du coût du crédit, mais de manière plus notable aux États-Unis. Aux États-Unis, la politique monétaire a conduit à un assouplissement rapide des conditions d'octroi de crédit, tant pour les ménages que pour les entreprises. Stimulée en partie par la baisse des taux, la hausse du prix des actifs, financiers et immobiliers, joue un rôle important dans le soutien du revenu des

ménages, ce qui accélère leur désendettement et favorise la consommation *via* des effets richesses. En zone euro, après une première phase d'apaisement, les conditions de crédit se sont resserrées suite à la crise des dettes souveraines. Le financement de l'économie a donc été pénalisé, d'autant plus que le rôle des banques y est plus important qu'aux États-Unis. Depuis quelques trimestres, les conditions de crédit s'assouplissent progressivement grâce aux interventions de la BCE. Pour autant, la demande de crédit demeure peu dynamique.

- (2) La réticence de la BCE à acheter des titres de dette européenne s'explique en partie par des raisons juridiques, les traités européens et les statuts de la BCE interdisant un financement explicite des États-membres par l'Eurosystème.
- (3) L'été 2012 a marqué un tournant, M. Draghi promettant le 26 juillet que la BCE ferait tout ce qui est en son pouvoir ("*whatever it takes*"... "*and believe me it will be enough*") pour assurer la pérennité de l'euro, ce qui a été suivi en août et septembre 2012 par l'annonce d'un programme d'achat de titres souverains (OMT), *ex ante* illimité mais conditionné à une demande d'assistance financière MES (Mécanisme Européen de Stabilité).

Encadré 3 : Les principales mesures de politique monétaire adoptées en réponse à la crise et les variations des taux de change sur la période récente

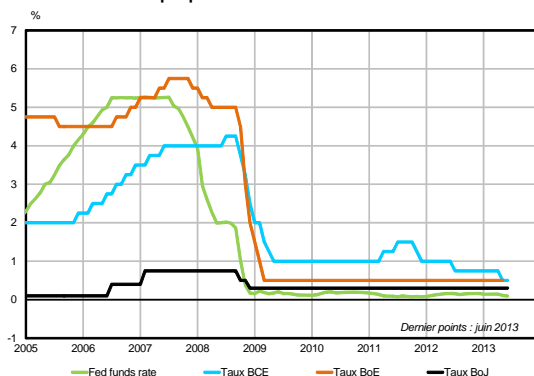
États-Unis

- **Politiques conventionnelles : taux d'intérêts**
 - **Mai 2007-décembre 2008** : forte et rapide baisse des taux (de 5,25 % à une fourchette de 0 à 0,25 % - cf. graphique 7).
- **Mesures non conventionnelles au secteur bancaire**
 - **2007-2010** :
 - Conclusion de *swaps* de devises avec quatorze banques centrales pour assurer l'offre de liquidité de court terme ;
 - Mesures facilitant le refinancement à court terme des banques (*Term Securities Lending Facility* et *Term Auction Facility*) ;
 - Octroi de liquidités supplémentaires (*Funding Facility* et *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*).
- **Mesures non conventionnelles sur les marchés souverains et immobiliers :**
 - « *Quantitative easing* » (*QE*), *extension et modification du bilan de la Fed* :
 - (i) **QE1, novembre 2008** : achat de 500 Md\$ Mortgage Backed Securities (MBS) + 100 Md\$ d'obligations d'agences de l'État, **mars 2009** : achat de 300 Md\$ de bons du trésor + 750 Md\$ MBS + 100 Md\$ de titres d'agences de l'État ;
 - (ii) **QE2, novembre 2010** : achat de 600 Md\$ de bons du trésor ;
 - (iii) **QE3, septembre 2012** : programme « illimité » d'achats de MBS pour 40 Md\$/mois jusqu'à amélioration « significative » du marché de travail et depuis janvier 2013 : achat de 45 Md\$ par mois de bons du trésor de maturité supérieure à 3 ans.
 - « *Operation Twist* », *allongement de la maturité du portefeuille de la Fed* :
 - Septembre 2011 à décembre 2012** : vente de 667 Md\$ de bons du trésor à court terme pour financer l'achat de titres longs.
 - « *Forward guidance* », *stratégie de communication de la Fed visant à restaurer la confiance et ancrer les anticipations* :
 - août 2011** : engagement à maintenir des taux bas jusqu'à mi-2013.
 - Janvier 2012** : engagement à maintenir des taux bas jusque fin 2014 et explicitation de la cible d'inflation de long terme de 2 %, jusqu'alors implicite.
 - Septembre 2012** : engagement prolongé à mi-2015.
 - Décembre 2012** : engagement à maintenir les taux bas tant que le taux de chômage est supérieur à 6,5 %, dans la limite où les projections d'inflation à deux ans se maintiennent en deçà de 2,5 % et les anticipations d'inflation à long terme restent stables.
- **Taux de change réel (cf. graphique 8) :**
 - Le taux de change effectif réel américain, après s'être apprécié rapidement fin 2008, a ensuite légèrement diminué pour rester relativement stable depuis la mi-2009.

Zone Euro

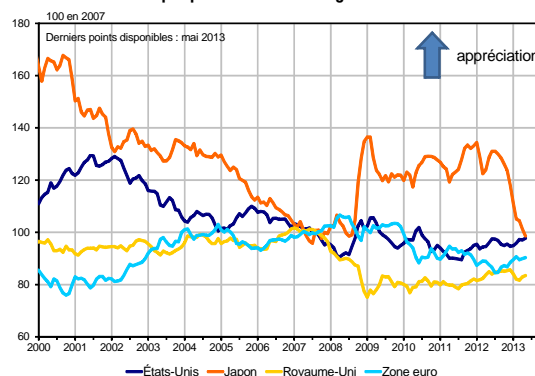
- **Politiques conventionnelles : taux d'intérêts**
 - **Octobre 2008-mai 2009** : baisse de 325 pbb.
 - **Avril et juillet 2011** : deux nouvelles hausses de 25 pbb.
 - **2012** : trois baisses successives portant finalement le taux principal de refinancement à 0,75 % et le taux de la facilité de dépôt - qui joue un rôle de taux plancher pour le taux au jour le jour sur le marché interbancaire (EONIA) - à 0 % (cf. graphique 7).
- **Mesures non conventionnelles au secteur bancaire**
 - **Depuis décembre 2007** :
 - Opérations de *swap* de devises avec d'autres banques centrales (dont Fed), permettant une provision de liquidité en devises (dollars).
 - **Depuis octobre 2008** :
 - Opérations de refinancement à allocation illimitée (taux fixe) ;
 - Allongement de la maturité des opérations de refinancement (3 mois, 6 mois, un an et désormais 3 ans depuis décembre 2011).
 - Assouplissement des critères d'éligibilité du collatéral pris en pension pour les opérations de refinancement.
 - **Septembre et décembre 2011** : nouvel élargissement de la gamme des collatéraux, dont acceptation de créances bancaires supplémentaires, en lien avec l'annonce des opérations à 3 ans.
- **Mesures non conventionnelles sur les marchés souverains :**
 - **Mai 2010** : lancement d'un programme d'achats de titres dont l'encours a atteint *in fine* un peu plus de 200 Md€ (ou 2,3 % du PIB de la zone euro) dans le cadre du *Securities Market Programme* (SMP). Réactivé en août 2011 pour l'Espagne et l'Italie. Achats annoncés comme temporaires et limités (les marchés ayant intégré une limite haute de 20 Md€ par semaine), limitant l'impact du programme.
 - **Septembre 2012** : mise en place d'un nouveau programme d'achats de titres souverains (Opérations monétaires sur titres - OMT), *ex ante* illimité mais conditionné à une demande d'assistance financière MES.
- **Taux de change réel (cf. graphique 8) :**
 - Le taux de change effectif réel de la zone euro s'est déprécié depuis la crise, favorisant ainsi les exportations de la zone. Le mouvement s'inverse cependant depuis quelques mois, en lien avec la dépréciation du yen, qui a débuté à l'été 2012.

Graphique 7 : taux d'intérêts directeurs



Source : Data Insight.

Graphique 8 : taux de change effectif réel

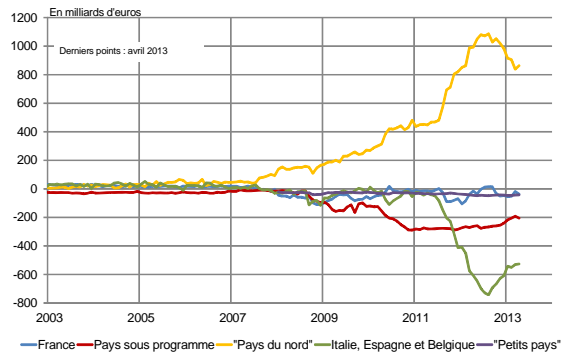


Source : Data Insight, calculs DG Trésor.

Depuis 2008, mais de manière accélérée en 2010 et 2011, la zone euro a connu une forte fragmentation financière, avec une « renationalisation » des flux bancaires et des investissements et une défiance des banques, investisseurs et déposants vis-à-vis des pays sous tension. Cette fragmentation financière s'est traduite par des différences de taux d'intérêt pour les agents à l'intérieur de la zone euro. En effet, les pays de la zone euro sous tension ont subi une sortie massive des capitaux privés : en 2008, l'Irlande et la Grèce, rejointes en 2010 par le Portugal, et en 2011 par l'Italie et l'Espagne. À l'inverse, les pays dont la situation financière a été jugée solide ont fait l'objet d'un afflux net de capitaux privés, résultant surtout d'un rapatriement de capitaux placés à l'étranger (pays du Nord dont l'Allemagne, mais aussi la France en 2010 et avant que la tendance ne s'inverse brutalement en 2011, l'Italie et l'Espagne, cf. graphique 9).

La fragmentation financière en zone euro s'est atténuée significativement depuis l'été 2012, suite notamment à l'annonce de l'OMT. Alors que les opérations de refinancement à 3 ans conduites mi-décembre 2011 et fin février 2012 avaient été accompagnées d'une accélération de la segmentation financière transfrontalière, l'annonce des OMT a permis au contraire une réintégration partielle des marchés de capitaux en zone euro.

Graphique 9 : créances nettes des BCN sur l'Eurosystème liées à TARGET



Source : International Financial Statistics, FMI.

Légende : « Pays sous programme » : Grèce, Irlande, Portugal ; « Pays du nord » : Allemagne, Pays-Bas, Finlande, Luxembourg ; « Petits Pays » : Slovénie, Malte, Autriche ; données non disponibles pour les autres pays.

Note : positions nettes en liquidité des banques centrales nationales (BCN) auprès du système de paiement de l'Eurosystème (TARGET2). L'estimation est réalisée en déduisant des créances nettes intra euro système les créances nettes liées aux émissions de billets. Les créances nettes liées aux transferts de réserves de change des BCN à la BCE sont ici négligées (montants faibles).

5. Ce découplage devrait toutefois se réduire partiellement dans les années à venir, du fait de déséquilibres encore marqués aux États-Unis et d'importantes réformes structurelles menées dans la zone euro

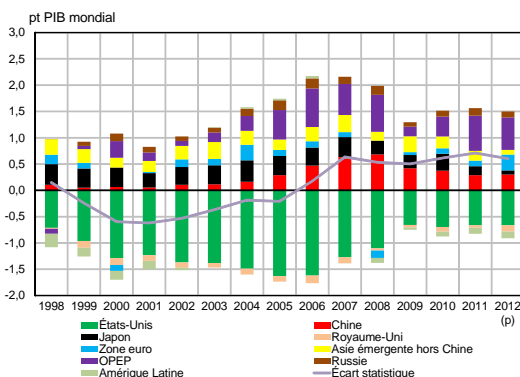
Les déséquilibres en termes de balance courante et de finances publiques sont encore importants aux États-Unis.

Les États-Unis restent l'un des principaux contributeurs aux déséquilibres mondiaux : leur déficit courant, stable depuis la crise, représente toujours 0,7 pt de PIB mondial en 2012. De son côté, la zone euro est passée d'un solde courant quasi-équilibré en 2009 à un excédent de 0,3 pt de PIB mondial en 2012 (cf. graphique 10). En outre, la dette publique américaine⁵, qui était inférieure en 2006 à celle de la zone euro a fortement augmenté en 6 ans pour atteindre 107 % du PIB, contre 93 % en zone euro en 2012 selon le FMI (cf. graphique 11). À court terme, le déficit public de la zone euro se réduirait. Il resterait plus élevé aux États-Unis mais diminuerait également, en lien notamment avec des facteurs exceptionnels en 2013 (versement de dividendes par Fannie Mae et Freddie Mac à hauteur de 0,6 pt de PIB et dynamisme des

rentrées fiscales⁵) qui s'ajouteraient à l'effort de consolidation. La dette se stabiliserait pour atteindre 107 % du PIB à horizon 2018⁶, contre 90 % en zone euro. Pour infléchir le niveau de la dette américaine, le pays devra adopter de nouvelles mesures de consolidation afin de placer les finances publiques sur une trajectoire soutenable.

Les autres déséquilibres internes auxquels font face ces deux régions sont en voie de résorption. Aux États-Unis, les prix immobiliers sont repartis à la hausse en 2012 après quatre années de baisse consécutives. Conjugée à la bonne orientation des autres indicateurs (hausse des ventes de logement, des mises en chantier et des permis de construire, baisse des stocks de logements), cette hausse confirme la reprise du marché immobilier américain. D'autre part, l'ajustement du bilan des ménages américains serait en passe d'être achevé (cf. graphique 12).

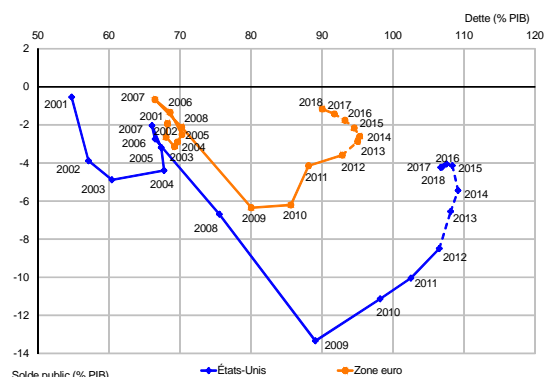
Graphique 10 : monde : balances courantes



Source : FMI, Base de données des Perspectives économiques mondiales, avril 2013.

Note de lecture : en 2012, la balance courante américaine était déficitaire de 0,7 pt de PIB mondial tandis que celle de la zone euro était excédentaire de 0,3 pt de PIB mondial.

Graphique 11 : dette et déficit



Source : FMI, Base de données des Perspectives économiques mondiales, avril 2013.

Note de lecture : En 2012, selon le FMI, le déficit public et la dette publique américaine représentaient respectivement 8,5 % et 107 % du PIB, tandis qu'en zone euro, le déficit public atteignait 3,6 % et la dette publique 93 % du PIB.

(4) Engagements financiers bruts des administrations publiques.

(5) Congressional Budget Office, (2013), «Updated budget projections: fiscal years 2013 to 2023», Mai.

(6) La révision des comptes nationaux à l'été 2013 en lien avec le système comptable devrait revoir à la hausse le niveau du PIB ce qui mécaniquement réduirait le niveau de dette exprimé en point de PIB.

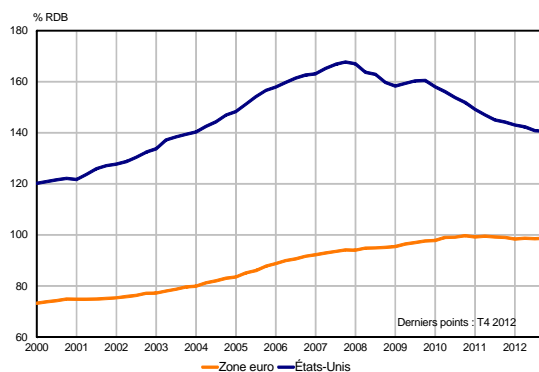
Dans la zone euro, les marchés immobiliers poursuivent leur correction en Espagne et aux Pays-Bas mais les prix progressent en Allemagne. Au niveau agrégé, les prix sont ainsi relativement stables dans la zone. Enfin, l'endettement des ménages européens, exprimé en points de revenu, se stabilise depuis la mi-2010 à un niveau élevé - qui reste toutefois inférieur à celui des ménages américains.

En outre, les réformes structurelles menées par les États-Membres de la zone contribueraient à augmenter le potentiel de croissance de la zone euro et pourraient venir réduire l'écart avec les États-Unis.

En 2012, la croissance potentielle atteint 1,8 % aux États-Unis contre 0,8 % en zone euro, selon l'OCDE. Ces estimations de croissance potentielle sont toutefois sujettes à caution. L'écart de production s'est considérablement creusé suite à la crise dans les deux économies, et atteindrait le même niveau en 2012 (cf. graphique 13). De plus, l'économie américaine

bénéficie de solides atouts. D'une part, les dépenses de R&D et d'éducation y sont plus élevées, d'autre part le pays est en mutation énergétique : il est devenu exportateur de produits pétroliers en 2011 en raison notamment du développement massif de la production d'énergie non conventionnelle. L'ampleur de cette mutation dépendra en particulier de la rentabilité de l'extraction de gaz de schiste, de sa soutenabilité et de la substituabilité énergétique. Toutefois la différence de croissance potentielle entre les deux zones pourrait se réduire dans les années à venir : l'économie européenne mène depuis deux ans de nombreuses réformes structurelles sur le marché du travail et sur le marché des biens et des services. Ces mesures diminueraient le taux de chômage structurel et accroîtraient la productivité globale des facteurs. À l'inverse, une période prolongée d'*output gap* creusé peut conduire à des destructions permanentes de capacités de production et des effets d'hystérèse sur le marché du travail.

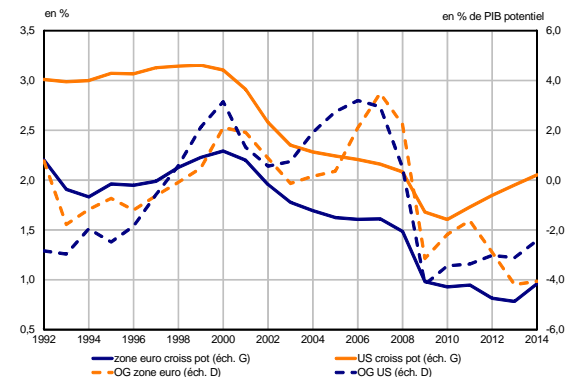
Graphique 12 : taux d'endettement des ménages



Source : Banque de France.

Note de lecture : au T4 2012, la dette des ménages américains représentait 141 % de leur revenu disponible et celle des ménages européens 99 %.

Graphique 13 : croissance potentielle et écart de production



Source : OCDE, Perspectives économiques, mai 2013.

Note de lecture : en 2012, l'OCDE estime la croissance potentielle des États-Unis à 1,8 % et celle de la zone euro à 0,8 %. L'écart de production serait d'environ 3 % pour les deux zones.

Marie ALBERT, Nicolas CAUDAL, Violaine FAUBERT,

Vincent GROSSMANN-WIRTH, Marie MAGNIEN et Amine TAZI

Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances et Ministère du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Claire Waysand

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Mai 2013

n°113. Le système bancaire parallèle aux États-Unis : évolution et enjeux économiques
Timothée Jaulin, Benjamin Nefussi

Avril 2013

n°112. La situation économique mondiale au printemps 2013 : un début d'éclaircie ?
Pierre Lissot et Amine Tazi
n°111. Incertitude conjoncturelle : comment la mesurer ?
Raul Sampognaro

Mars 2013

n°110. Réformes Hartz : quels effets sur le marché du travail allemand ?
Flore Bouvard, Laurence Rambert, Lucile Romanello, Nicolas Studer

Février 2013

n°109. L'Asie à l'horizon 2020 : modèles de croissance et déséquilibres
Stéphane Colliac

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>