

Le *policy-mix* en zone euro et aux États-Unis de 1999 à aujourd'hui¹

Entre 1999, début de la zone euro, et 2005, l'orientation conjointe des politiques monétaires et budgétaires, encore appelée «*policy-mix*», a connu des évolutions contrastées aux États-Unis et dans la zone euro. Celles-ci s'expliquent en particulier par des évolutions conjoncturelles (cycles économiques plus marqués aux États-Unis) et des contraintes de politique économique différentes, tout en sachant que le *policy-mix* aussi peut avoir une influence sur le cycle.

- Du point de vue de la politique monétaire, **les banques centrales américaine et européenne ont chacune réagi au retournement conjoncturel de 2001 en abaissant leurs taux directeurs** : la FED a fortement relâché sa politique de taux dès le début de 2001, la BCE a initié ce mouvement plus tard et plus progressivement. Les effets des politiques monétaires accommodantes ont néanmoins été amoindries par l'effondrement des marchés boursiers aux États-Unis et l'appréciation de la monnaie en zone euro. En 2005, les conditions monétaires et financières soutenaient encore la croissance dans les deux zones.
- **Les politiques budgétaires ont été expansives aux États-Unis et en zone euro à partir de 2001.** La politique budgétaire a été cependant nettement plus contra-cyclique aux États-Unis, en phase haute comme en phase basse du cycle. **Depuis 2004, elle est plus restrictive dans les deux zones.**
- **Dans les deux zones les politiques monétaires et budgétaires étaient toutes deux contra-cycliques au début du retournement conjoncturel.** Relativement à l'écart de production, le soutien à la croissance globale des politiques économiques est d'ampleur comparable aux États-Unis et dans la zone euro mais les évolutions cycliques ayant été de moindre ampleur en zone euro, le *policy-mix* y a été moins marqué. En outre, le soutien à la croissance s'y est réduit plus rapidement

Avec le recul, la politique budgétaire restrictive aux États-Unis en 2000, en phase haute du cycle, a sans doute permis de dégager des marges de manœuvre budgétaires plus importantes, dans le contexte conjoncturel défavorable, à partir de 2003, que dans la zone euro, où la politique budgétaire a été accommodante et pro-cyclique en 2000, au vu des données actuelles.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Sommaire

des derniers numéros parus

Juin 2006	n°112	• Une analyse de l'inflation en France depuis le lancement de l'euro, <i>Benoît Heitz, Julie Muro</i>
	n°111	• Caractéristiques des marchés du travail dans les pays de l'OCDE, <i>Romain Bouis, Jean-Paul Renne</i>
Mai 2006	n°110	• Evolutions comparées des exportations en zone euro, <i>Thibault Cruzet, Antoine Langlet</i>
	n°109	• Analyse de l'évolution des bénéficiaires de la PPE, <i>Ludivine Barnaud, Gaël Bescond</i>
	n°108	• L'investissement en Chine est-il excessif ? <i>Benjamin Delozière, Diana Hochbraich</i>
Avril 2006	n°107	• Vers la fin de la déflation au Japon ? <i>Yann Pouëzat</i>
	n°106	• Enjeux économiques liés à l'intégration des industries post-marché en Europe, <i>Frédéric Cherbonnier, Séverine Vandelanoite</i>
Mars 2006	n°105	• Le ciblage d'inflation à travers l'expérience des pays latino-américains, <i>Sophie Chauvin, Olivier Basdevant</i>
	n°104	• La compétitivité de l'économie allemande, <i>Alexandre Espinoza</i>
	n°103	• La situation économique mondiale au printemps 2006, <i>Pierre Beynet, Nathalie Fourcade</i>
	n°102	• Structure et comportement des entreprises exportatrices françaises, <i>Nila Ceci, Bruno Valersteinas</i>
	n°101	• Le droit des défaillances d'entreprises, <i>Frédéric Cherbonnier, Anne Épaulard, Xavier Payet</i>
Fév. 2006	n°100	• Perspectives d'appréciation du taux de change réel chinois : une analyse économique, <i>Mars Y. Robert</i>
	n°99	• Une modélisation analytique des stratégies d'endettement de l'État, <i>Jean-Paul Renne, Nicolas Sagnes</i>
	n°98	• Les indicateurs de retournement : des compléments utiles à l'analyse conjoncturelle, <i>Pierre Emmanuel Ferraton</i>
Janv. 2006	n°97	• Bilan des finances locales depuis 1980, <i>Julie Marcoff</i>
	n°96	• Mondialisation et marché du travail dans les pays développés, <i>Nadia Terfous</i>
	n°95	• Les interventions de change japonaises semblent faire s'apprécier l'euro à court terme, <i>Benjamin Delozière</i>
Déc. 2005	n°94	• Croissances et réformes dans les pays arabes méditerranéens, <i>Jacques Ould-Aoudia</i>
	n°93	• L'Asie émergente et la libéralisation du compte de capital, <i>Pierre Mongrué, Marc Robert</i>

Les États-Unis et la zone euro ont tous les deux connu une phase d'expansion en 1999-2000 puis ont subi un retournement conjoncturel en 2001. Les évolutions de l'*output gap*² entre 1999 et 2005 ont toutefois été plus marquées aux États-Unis que dans la zone euro. Le creusement de l'*output gap* depuis 2001 a en effet été plus progressif mais plus persistant en zone euro. Le comblement de l'*output gap* observé aux États-Unis est intervenu dès 2004 alors qu'il n'a toujours pas été observé dans la zone euro.

On peut se demander si l'orientation et l'intensité des politiques monétaires et budgétaires de part et d'autre de l'Atlantique peuvent expliquer une partie de ces évolutions contrastées. On s'intéresse ici aux *policy-mix* des deux zones depuis 1999, le *policy-mix* étant défini comme l'orientation conjointe des politiques monétaire et budgétaire, à un moment donné du cycle économique. Le *policy-mix* est par exemple «contra-cyclique» lorsqu'en phase haute et ascendante du cycle, son orientation est plutôt restrictive pour éviter une surchauffe, ou lorsqu'en phase basse et descendante, elle est accommodante afin de limiter l'impact récessif du retournement. La causalité entre le *policy-mix* et position cyclique est toutefois double dans la mesure où les politiques économiques interagissent avec le cycle.

Un précédent DPAE³ analysait le *policy-mix* dans la zone euro et aux États-Unis entre 1999 et 2003 et concluait que les politiques économiques aux États-Unis avaient été sensiblement plus réactives à la décélération de l'activité à partir de 2001 que dans la zone euro. En outre, les effets favorables sur la croissance américaine de ces politiques conjoncturelles ont été renforcés entre 2002 et 2003 par l'impact de la dépréciation du dollar, alors que l'appréciation de l'euro a pesé sur l'activité dans la zone euro.

Nous prolongeons ici cette analyse jusqu'en 2005, notamment pour prendre en compte la période de comblement de l'*output gap* aux États-Unis, entre 2003 et 2005. Nous affinons certains indicateurs de politique économique utilisés, en prenant par exemple en compte, dans l'analyse des politiques budgétaires européennes, les mesures «non-pérennes» au sens qui leur est donné par la Commission européenne (c'est-à-dire les mesures budgétaires exceptionnelles qui jouent ponctuellement une année donnée) et en détaillant l'évolution des indices de conditions monétaires et financières. Nous tentons enfin, à l'aide d'un indicateur simple, d'évaluer l'impact global sur la croissance du *policy-mix* dans les deux zones étudiées.

2. L'*output gap* ou écart de production représente l'écart entre le niveau observé de la production et la production potentielle, production qui serait réalisé en utilisant au mieux les facteurs de production sans engendrer de tensions inflationnistes.

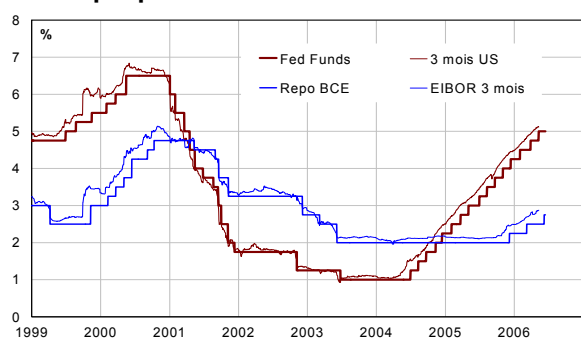
3. Vladimir Borgey, Frédéric Gonand, Nicolas Sagnes (2003) : «Le *policy-mix* dans la zone euro et aux États-Unis : évolution et impact depuis 2001», DPAE n° 19, novembre 2003.

1. Politique monétaire

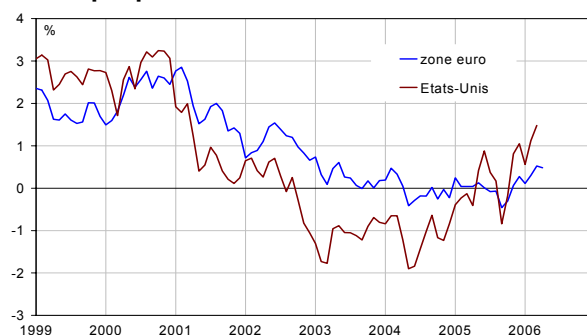
1.1 Les évolutions de taux d'intérêt courts ont été globalement contra-cycliques depuis 1999

À partir de 2001, après deux ans de relative stabilité, les banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique ont vivement réagi au retournement conjoncturel en abaissant leurs taux directeurs. Cette détente a été plus prononcée aux États-Unis où les taux directeurs réels (resp. nominaux) ont été abaissés de 400pb (resp. de 550 pb) en deux ans alors qu'ils se sont détendus de 250pb (resp. 275 pb) en trois ans dans la zone euro (cf. graphiques 1 et 2). Le cycle de taux s'est inversé en 2004 aux États-Unis et fin 2005 en zone euro, rapidement aux États-Unis, plus progressivement en zone euro.

Graphique 1 : taux directeurs et taux 3 mois



Graphique 2 : taux d'intérêt court terme réels



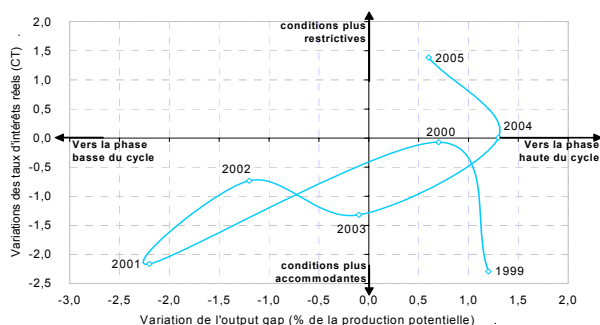
Source : Datastream et calculs DGTPE.

Les politiques monétaires ont été globalement cohérentes avec le cycle économique, comme le montrent les graphiques 3 et 4 (variations des taux courts réels en fonction des variations de l'écart de production⁴).

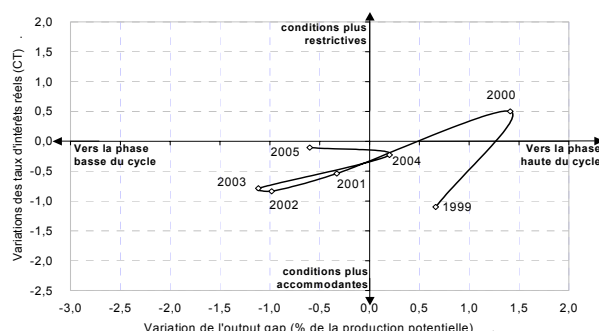
- Aux **États-Unis**, les variations ont été amples, en lien avec l'ampleur du creusement de l'écart de production (2,2 points de PIB en 2001 et 1,2 point en 2002). En 2003 cependant, alors que la position dans le cycle s'améliorait, la politique monétaire de la Fed est restée fortement accommodante.

4. Les graphiques représentant l'impulsion de politique économique en fonction de la position dans le cycle (variation de l'écart de production) permettent d'apprécier la synchronisation des politiques avec le cycle. L'interprétation de ces graphiques doit toutefois se faire avec prudence. D'une part, le choix de la variation de l'écart de production comme indicateur de la position dans le cycle est généralement plus pertinent lorsque l'on analyse les impulsions de politique économique, que l'indicateur d'*output gap* en niveau, mais l'un comme l'autre restent sujets aux erreurs de mesures liées au calcul de la croissance potentielle. D'autre part, la politique monétaire a des délais d'action, de l'ordre de 18 mois.

Graphique 3 : US, variations des taux courts réels et déplacement sur le cycle



Graphique 4 : zone euro, variations des taux courts réels et déplacement sur le cycle



Source : OCDE (États-Unis), Commission Européenne (zone euro) et calculs DGTPE.

Encadré 1 : la composante monétaire du *policy-mix*

Le volet monétaire et financier du *policy-mix* en zone euro peut être analysé à partir de la variation des taux courts réels, ou à partir de l'évolution des conditions monétaires et financières.

(1) L'utilisation des taux d'intérêt courts réels permet de rendre compte directement de l'action de la banque centrale dans la mesure où ils en constituent le principal outil. Par exemple, une baisse des taux nominaux se répercute sur les taux réels bien qu'elle puisse être atténuée si l'inflation diminue. Toutefois, l'utilisation des seuls taux courts ne permet pas de rendre compte de la transmission de la politique monétaire par les canaux des taux longs, du taux de change et du prix des actifs.

(2) Les « indices de conditions monétaires et financières » (ICMF) permettent de tenir compte des évolutions des taux longs, du taux de change et des indices boursiers^a. L'avantage en est une caractérisation plus complète de l'environnement monétaire et financier global, même si sont utilisées des variables en partie exogènes aux actions de la BCE, comme les fluctuations du change ou les taux longs (qui subissent également l'influence des taux longs US par exemple).

Afin de déterminer l'orientation des conditions monétaires et financières, nous estimons leur soutien à la croissance, tel qu'il dérive du calcul d'un ICMF dynamique, afin de tenir compte du profil temporel de réaction du PIB aux chocs monétaires.

a. Cf. Mickaël Le Mestric, Fabrice Montagné (2005) : «Les conditions monétaires et financières aux Etats-Unis et dans la zone euro», *DPAE n° 76*, juin 2005.

- En **zone euro**, depuis les baisses régulières de taux courts réels de 2001 à 2003 (-220 pb sur trois ans), l'impulsion monétaire est proche de la neutralité.

1.2 L'environnement monétaire et financier a cependant parfois été dominé par les évolutions du taux de change et/ou des performances boursières

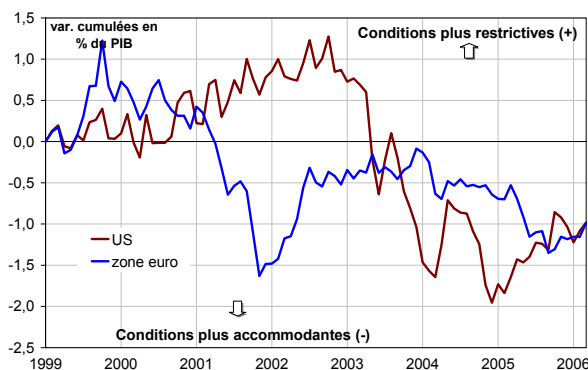
Les Indices de Conditions Monétaires et Financières (ICMF), qui tiennent compte des évolutions des taux longs, du taux de change et des indices boursiers (cf. encadré 1), ont connu des évolutions assez différentes aux États-Unis et en zone euro.

Aux **États-Unis**, après une période de resserrement jusqu'en 2002 (hausse des taux longs puis éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques), l'indice s'est fortement détendu en 2003 grâce aux effets conjugués de ses quatre composantes : baisses de taux d'intérêt par la Fed (concentrées en 2001 mais poursuivies jusqu'en 2003) permettant une baisse des taux courts réels ; baisse des taux longs réels (-30 pb sur l'année) ; dépréciation effective réelle du dollar (8,8% en un an) ; redressement des marchés financiers (l'indice Dow Jones gagne 11,7% en 2003). Inversement, le retournement de l'indice en 2005 traduit aussi bien le resserrement de la politique monétaire de la Fed que l'appréciation du dollar.

En raison de la persistance du choc financier de 2001 et de ses effets, l'impact des conditions monétaires et financières sur la croissance n'est cependant devenu positif que très tardivement. Les baisses massives de taux d'intérêt par la Fed en

2001 n'auraient pas été suffisantes pour accommoder, dans la durée, le retournement des marchés financiers suite à l'éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques. Ce n'est qu'en 2004, après deux ans de dépréciation du dollar et de rétablissement des marchés financiers que les conditions monétaires et financières ont de nouveau soutenu la croissance (cf. graphique 6). **De fait elles auront donc été contra-cycliques en 2001 et pro-cycliques depuis : restrictives de 2002 à 2003 alors que l'output gap se creusait et expansives en 2004 et 2005 alors que la croissance du PIB se redressait.**

Graphique 5 : indice de conditions monétaires et financières (ICMF)



Source : Datastream et calculs DGTPE.

Note : Le rebasage des indices en niveau en janvier 1999 est arbitraire.

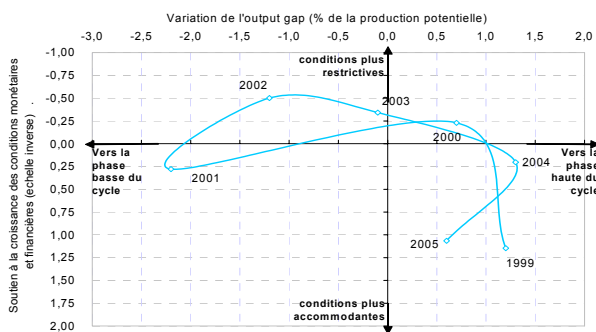
En zone euro, les évolutions des différentes composantes de l'indice ont eu tendance à se compenser. L'indice a par exemple été particulièrement stable de mi 2002 à début 2005, alors même que taux d'intérêt

et taux de change ont connu des évolutions assez marquées. Avant et après cette période, l'indice reflète les périodes de dépréciation de l'euro en 1999-2000 puis en 2005, ainsi que la baisse tendancielle des taux longs depuis 2000 (-35 pb/an en moyenne).

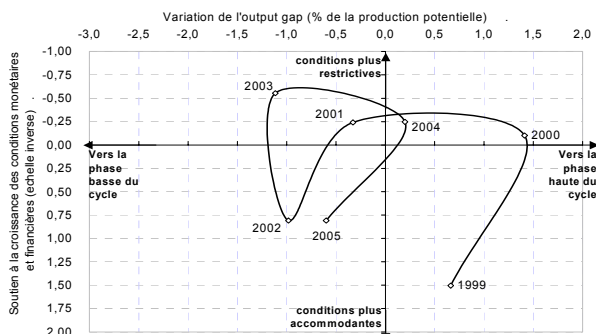
L'effet de la baisse des taux d'intérêt de la BCE de 2001 à 2003 sur l'activité a été contrarié par la hausse du taux de change de l'euro. A cause du délai d'action de la politique monétaire, les baisses de taux de 2001 n'ont réellement commencé à porter leurs fruits qu'en 2002. **De 2002 à 2004, l'impact sur la croissance des taux d'intérêt diminue régulièrement puis disparaît fin 2004.** Rapidement, les baisses de taux ne suffisent plus à compenser l'appréciation de l'euro. En 2005, alors que le taux directeur est stable depuis mi 2003, la dépréciation de l'euro permet aux conditions monétaires et financières de soutenir à nouveau la croissance.

1.3 Les banques centrales américaine et européenne n'ont pas fait face au même environnement

Graphique 6 : US, soutien à la croissance et position cyclique



Graphique 7 : Zone Euro, soutien à la croissance et position cyclique



Source : OCDE (États-Unis), Commission Européenne (zone euro) et calculs DGTFPE.

Si la FED a répondu de manière forte à l'effondrement des marchés boursiers c'est sans doute pour compenser des effets richesse négatifs bien plus prononcés aux États-Unis.

En zone euro, le choc principal aurait plutôt été celui de l'appréciation de l'euro. En effet, l'impact des variations de change serait plus important en zone euro, celle-ci étant traditionnellement plus ouverte au commerce international que les États-Unis⁵. Les graphiques 6 et 7 illustrent le caractère asymétrique des

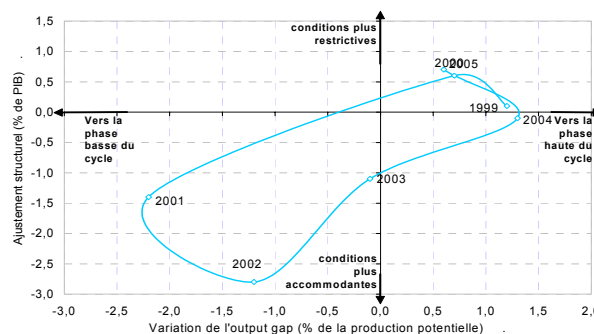
5. Le degré d'ouverture (exportations + importations en parts de PIB divisées par deux) est plus élevé dans la zone euro (17%) qu'aux États-Unis (13%) en 2004 (source : Eurostat (2006) : échanges de biens et services, hors échanges «intra» pour la zone euro).

chocs conjoncturels et de la nature de la réponse de politique monétaire : aux États-Unis, suite à l'effondrement des marchés boursiers dès 2001, la FED a répondu par une impulsion tout aussi forte afin de composer avec des effets richesse négatifs importants. En zone euro, la BCE a répondu progressivement et sur trois ans à un choc progressif sur le taux de change intervenu à partir de 2002.

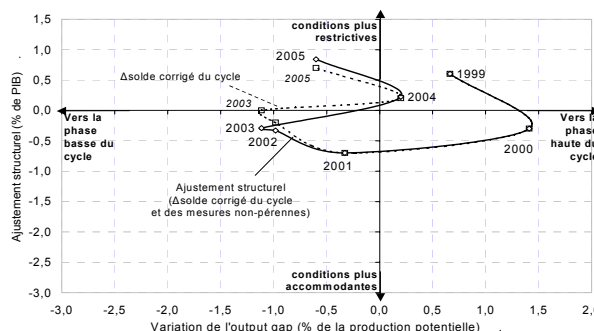
2. Politique budgétaire

2.1 La politique budgétaire a été nettement plus contra-cyclique aux États-Unis qu'en zone euro, en phase haute comme en phase basse du cycle

Graphique 8 : États-Unis, politique budgétaire et variations de l'output gap



Graphique 9 : zone euro, politique budgétaire et variations de l'output gap



Les graphiques 8 et 9 représentent les impulsions budgétaires de part et d'autre de l'Atlantique en réponse aux variations de l'output gap entre 1999 et 2005⁶. L'encadré 2 décrit la méthode utilisée pour définir ces impulsions budgétaires.

Entre 2001 et 2003, la politique budgétaire était fortement expansive aux États-Unis pour soutenir l'activité (creusement du déficit structurel de 5,3 points de PIB entre 2000 et 2003). L'ampleur de l'impulsion s'est progressivement réduite jusqu'en 2004.

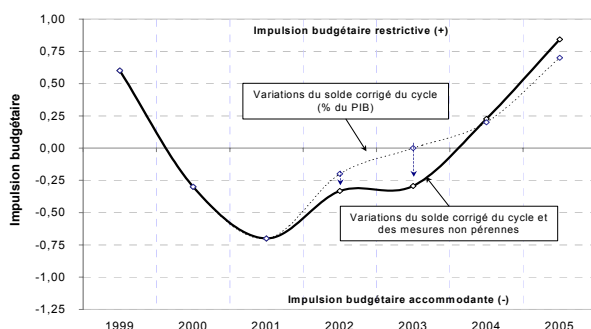
Dans la zone euro, l'impulsion budgétaire était accommodante en 2000, en phase haute du cycle (croissance supérieure à son potentiel), alors qu'elle était restrictive aux États-Unis à cette date. De nombreux pays de la zone euro ont en effet consenti des baisses d'impôts cette année-là. Le caractère pro-cyclique de la politique budgétaire, paraissait de moindre ampleur sur le moment. En effet au premier semestre 2000 les instituts de prévisions s'attendaient à une

6. Par la suite, «l'ajustement structurel» désigne la variation du solde public corrigé du cycle et, dans le cas de la zone euro, des mesures non-pérennes.

réduction de l'écart de production pour l'année en cours, mais celui-ci devait rester négatif. Ainsi, l'OCDE prévoyait un écart de production de $-0,1\%$ en 2000 après $-1,1\%$ en 1999, et la Commission, respectivement $-1,2\%$ après $-2,0\%$. Ceci reposait en particulier sur une sous-estimation de la croissance effective. De fait, la Commission affiche désormais, dans ses prévisions de printemps 2006, un PIB au-dessus du PIB potentiel pour l'année 2000 (écart de prévision positif, de $1,9\%$ en 2000, après $0,3\%$ en 1999) de même que l'OCDE ($+1,5\%$ en 2000 après $-0,3\%$ en 1999).

Après une détérioration budgétaire (ajustement structurel fortement négatif en 2001 : $-0,7\%$ de PIB) qui a soutenu l'activité en phase basse du cycle et qui était donc contra-cyclique, les impulsions budgétaires sont devenues très peu directionnelles entre 2002 et 2004 dans la zone euro : le déficit structurel est resté relativement stable sur cette période, à environ -3% du PIB.

Graphique 10 : impulsions budgétaires en zone euro et correction des mesures non pérennes



Source : Commission Européenne.

La prise en compte ou non des mesures non-pérennes ne change pas l'orientation budgétaire générale de la politique budgétaire en zone euro entre 1999 et 2005

(cf. graphique 10). Toutefois, en 2002 et 2003, l'exclusion des mesures non-pérennes suggérerait peu d'ajustement structurel, au contraire de ce que laisserait supposer l'analyse des variations du solde corrigé du cycle. Inversement, en 2004 et, dans une plus forte mesure, en 2005, l'ajustement structurel aurait été un peu plus marqué que ne l'indique la variation du solde public seulement corrigé du cycle.

En tout état de cause, la politique budgétaire européenne était peu directionnelle en 2002 et 2003.

2.2 Depuis 2004, les politiques budgétaires sont plus restrictives dans les deux zones

Après la réduction progressive du caractère expansif de l'impulsion budgétaire depuis le début de l'année 2000, la politique budgétaire aux États-Unis est devenue restrictive en 2005, en réponse d'une part à un resserrement de l'output gap (il vaut 0 en 2005 contre $-0,6\%$ en 2004 et $-1,9\%$ en 2003), mais aussi parce que le besoin de consolidation des finances publiques est plus prégnant (déficit structurel de $-4,4\%$ de PIB en 2004, augmentation de la dette publique, de $58,1\%$ de PIB en 2000 à $64,0\%$ de PIB en 2004 d'après l'OCDE).

Depuis 2004, les politiques budgétaires européennes ont elles aussi été plus restrictives, dans un contexte de proximité ou de dépassement des seuils nominaux de déficit public fixés par le traité de Maastricht. Le déficit structurel de la zone euro s'est donc réduit sur la période récente, passant de $-3,2\%$ de PIB en 2003 à $-2,2\%$ de PIB en 2005 d'après les prévisions de printemps 2006 de la Commission.

Avec le recul, une consolidation budgétaire contra-cyclique en 1999 mais aussi en 2000 dans la zone euro aurait sans doute permis de dégager des marges de manœuvre budgétaires plus importantes dans un contexte de conjoncture défavorable à partir de 2003.

Encadré 2 : La composante budgétaire du *policy-mix*

L'indicateur généralement utilisé pour qualifier l'orientation de la politique budgétaire est la variation du solde public corrigé du cycle. La neutralisation de la composante conjoncturelle du solde public ne permet pas pour autant d'obtenir directement «l'effort discrétionnaire» du gouvernement : elle inclut notamment des effets d'élasticité des recettes à la croissance (Cf. Sandrine Duchene, Dan Levi (2003) : «Solde structurel et effort structurel : un essai d'évaluation de la composante discrétionnaire de la politique budgétaire», *DPAE n° 18, nov. 2003*).

Le Pacte de Stabilité et de Croissance, réformé en mars 2005, prend pour sa part comme référence la variation du solde public corrigé du cycle et hors mesures non pérennes^a. Ceci permet de mieux prendre en compte les évolutions sous-jacentes des politiques budgétaires nationales.

Toutefois, lorsque l'on considère l'impulsion budgétaire sous l'angle non plus de «l'effort budgétaire» mais de son effet sur la conjoncture, le choix d'exclure les mesures non-pérennes ne s'impose pas nécessairement. Au-delà de la difficulté de définir une mesure non-pérenne^b, l'effet économique d'une telle mesure dépend de sa nature. Certaines opérations temporaires peuvent avoir un effet faible à court terme sur l'économie - titrisation, versement d'une soulte, dont le paiement est étalé sur plusieurs années (c'est le cas de la soulte des industries électriques et gazières comptabilisée en 2005 en France) - . Ce n'est toutefois pas nécessairement le cas.

Ainsi, les impulsions budgétaires y compris mesures non-pérennes et hors mesures non-pérennes sont utiles pour l'analyse de la composante budgétaire du *policy-mix*.

- La Commission définit les mesures non-pérennes comme des mesures ayant un effet transitoire sur les finances publiques et qui n'entraînent pas un changement durable dans la position budgétaire intertemporelle. Des exemples de mesures non pérennes faisant diminuer le déficit public sont les amnisties fiscales, la vente d'actifs immobiliers ou de licences UMTS, les opérations de titrisation et les soultes.
- Des mesures qui sont, prises individuellement, non-pérennes, peuvent s'inscrire dans un ensemble stable au cours du temps (exemple des recettes hors prélèvements obligatoires en France, qui atteignent en moyen $6,8\%$ de PIB entre 1998 et 2004).

3. Le *policy-mix*

3.1 Des deux côtés de l'Atlantique, les politiques monétaire et budgétaire étaient synchronisées dans l'ensemble (mêmes orientations aux mêmes moments) et ont soutenu la croissance pendant la phase de retournement du cycle

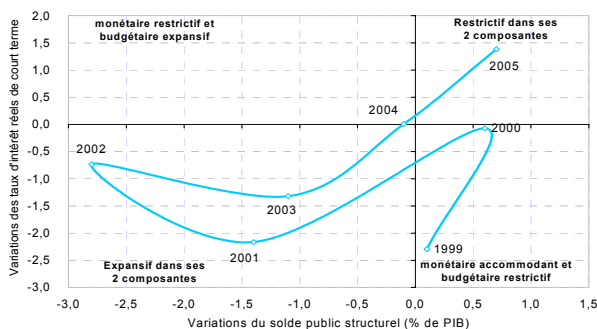
Le *policy-mix* est l'orientation conjointe des politiques monétaire et budgétaire⁷. Lorsque l'on estime l'impulsion monétaire par la variation du taux d'intérêt réel (cf. graphiques 11 et 12), le *policy-mix* aurait été accommodant dans ses deux composantes aussi bien aux États-Unis qu'en zone euro entre 2001 et 2003. Depuis 2004, dans la zone euro, les taux d'intérêt court terme réels sont relativement stables alors que la politique budgétaire est restrictive. Les politiques monétaires et budgétaires ne sont donc

plus synchronisées. Aux États-Unis, le *policy-mix* devient restrictif dans ses deux composantes en 2005.

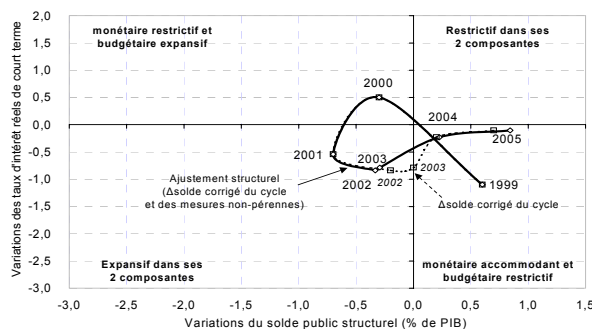
La prise en compte des autres variables financières dans le calcul de l'impulsion monétaire renvoie toutefois une image assez différente de la synchronisation des politiques économiques (cf. graphiques 13 et 14). Ainsi, de 2002 à 2003 aux États-Unis et en 2003 dans la zone euro, les conditions monétaires et financières étaient restrictives alors que les politiques budgétaires restaient accommodantes.

7. Le «*policy-mix*» s'interprète sur les graphes représentant en abscisse l'impulsion budgétaire et en ordonnée l'impulsion monétaire. Les quatre cadrans correspondent aux cas suivants : (1) **expansif dans ses deux composantes** : cadran sud-ouest, (2) **restrictif dans ses deux composantes** : cadran nord-est, (3) **monétaire restrictif et budgétaire expansif** : cadran nord-ouest, et (4) **monétaire accommodant et budgétaire restrictif** : cadran sud-est. Si les politiques économiques sont synchronisées alors la courbe se déplace sur la première diagonale.

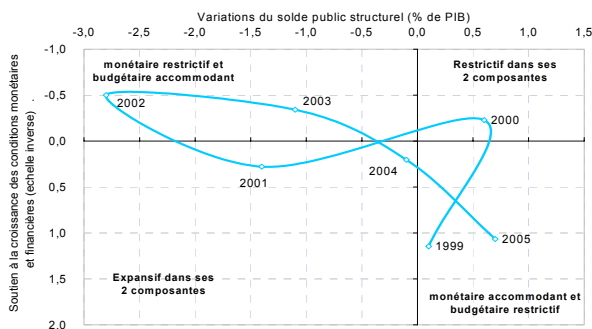
Graphique 11 : *policy-mix* États-Unis (taux court réel)



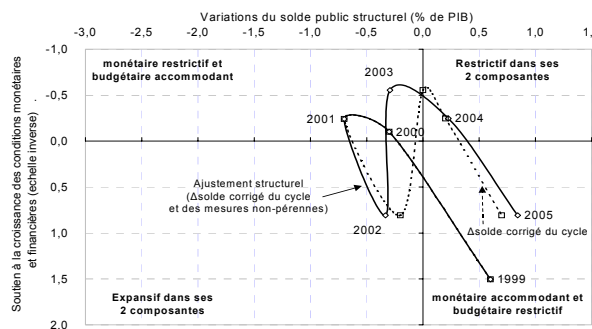
Graphique 12 : *policy-mix* zone euro (taux court réel)



Graphique 13 : *policy-mix* États-Unis (ICMF)



Graphique 14 : *policy-mix* zone euro (ICMF)



Encadré 3 : détermination de l'orientation du *policy-mix*

Pour se prononcer sur le caractère plus ou moins expansif du *policy-mix* global, nous estimons une impulsion conjointe de la manière suivante :

1/ En considérant un multiplicateur keynésien μ de 0,7 pour la zone euro et de 1,0 pour les États-Unis^a, l'impact sur le PIB de l'impulsion budgétaire se déduit directement de l'ajustement structurel. Cet impact est à interpréter avec prudence en raison de l'incertitude sur le multiplicateur keynésien, qui peut différer selon le modèle utilisé et selon l'instrument de politique budgétaire utilisé. De plus, ce multiplicateur est généralement estimé sans considération sur le caractère pérenne ou non des mesures prises.

2/ La composante monétaire correspond à l'impact sur la croissance des conditions monétaires et financières, calculé à partir des ICFM dynamiques.

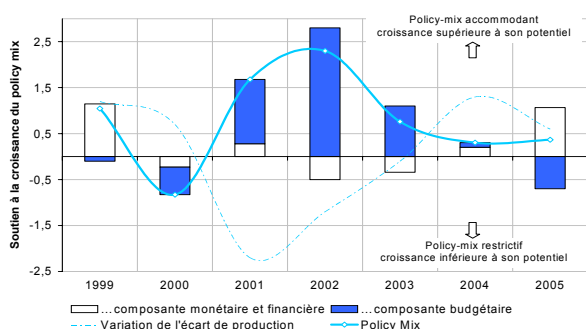
3/ L'équation de l'indicateur «*policy-mix*» résultant est finalement :

$$PMix = -\mu \cdot \Delta (\text{SOLDE Str}) + (\text{Soutien à la croissance des CMF passées})$$

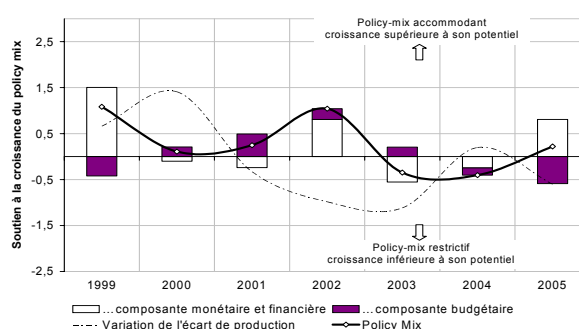
Le *Policy-mix* est restrictif si $PMix < 0$ et expansif si $PMix > 0$.

a. Les études économétriques estiment généralement un multiplicateur compris entre 0,5 et 1 pour les grands pays de la zone euro et d'environ 1 pour les États-Unis

Graphique 15 : *policy-mix* États-Unis



Graphique 16 : *policy-mix* zone euro



3.2 Le *policy-mix* moins marqué en zone euro qu'aux États-Unis répond à des évolutions cycliques moins prononcées

Dans les cas où les composantes du *policy-mix* ne sont pas orientées de la même manière, il est difficile de juger de l'orientation globale des politiques économiques. Un indicateur très simple, représenté dans les graphiques 15 et 16 et dont la construction est décrite dans l'encadré 3, donne une idée de l'impact global sur la croissance des politiques monétaires et budgétaires. Cet indicateur se veut pédagogique de par sa simplicité, mais doit être interprété avec beaucoup de prudence.

Le *policy-mix* serait ainsi accommodant depuis 2001 aux États-Unis, plus faiblement sur la période récente : de 2001 à 2003 cette orientation résulterait plutôt d'une forte impulsion budgétaire expansionniste, alors que depuis 2004 elle refléterait essentiellement un relâchement des conditions monétaires et financières. **En zone euro, le *policy-mix* aurait été accommodant en 2001 et 2002 mais légèrement restrictif en 2003 et 2004** -en raison des évolutions monétaires et financières moins favorables et de la consolidation budgétaire en 2004- avant de redevenir plus accommodant.

Le *policy-mix* aux États-Unis se caractérise par des impulsions tant monétaire que budgétaire plus fortes qu'en zone euro et par une contra-cyclicité plus prononcée (cf. graphiques 15 et 16) :

(1) Les politiques budgétaire et monétaire outre-Atlantique ont plus fortement réagi au retournement conjoncturel qu'en zone euro.

(2) Le *policy-mix* aux États-Unis est plus clairement contra-cyclique au moment du creusement d'output gap, légèrement en retard par rapport au cycle, mais de même ampleur que l'écart de production.

De plus l'ampleur de la composante monétaire et financière du *policy-mix* américain est faible au regard des impulsions budgétaires : le *policy-mix* reflète en grande partie les variations du solde budgétaire structurel, alors que dans la zone euro, les deux composantes sont d'amplitude comparable. Aux États-Unis, la politique monétaire n'aurait pas pu compenser entièrement les variations du change (dépréciation en 1999 par exemple) et du prix des actifs (éclatement de la bulle internet en 2001 et effets retardés de cette dernière).

Les impulsions sont, enfin, à mettre au regard de celles de l'output gap : **aux États-Unis comme en zone euro, les amplitudes des variations du *policy-mix* répondent respectivement à une variation de l'écart de production d'ampleur similaire. La faible amplitude du *policy-mix* en zone euro pourrait donc être liée notamment à une moindre volatilité de l'écart de production.**

Clotilde L'ANGEVIN, Fabrice MONTAGNÉ

Directeur de la Publication : Philippe BOUYOUX

Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN

Mise en page : Maryse DOS SANTOS

(01.44.87.18.51)