

Rééquilibrage de la zone euro : plus facile avec le bon diagnostic !

François Geerolf & Thomas Grjebine*

La crise sanitaire remet au centre du débat l'hétérogénéité des niveaux de désindustrialisation et de balances commerciales des pays européens, et plus particulièrement au sein du couple franco-allemand. Cet écart est généralement imputé aux différences de compétitivité entre les deux pays, qui conduisent à prescrire des politiques de baisses de coût du travail en France. Pourtant, ces différences de performances extérieures s'expliquent davantage par des politiques de demande (notamment fiscales) opposées. Un tel diagnostic amène à des recommandations nouvelles et plus facilement actionnables pour réduire les déséquilibres en zone euro. Car si l'on s'en tient à l'approche par la compétitivité, le rééquilibrage est à la limite de l'insurmontable : pour le financer, la baisse des cotisations sociales nécessaire en France réclamerait une hausse de TVA d'au moins 8 points de pourcentage ! En revanche, lorsqu'on change d'angle, en empruntant celui de la demande agrégée, les efforts à consentir pour parvenir à un rééquilibrage sont bien moins importants, et les conséquences beaucoup moins lourdes si ce sont les pays excédentaires qui s'ajustent. D'après nos estimations, une baisse pérenne de la TVA de 3 points en Allemagne, accompagnée d'une augmentation des dépenses sociales de 1 point de PIB, serait suffisante pour ramener le compte courant allemand à sa valeur d'équilibre calculée par le FMI (2,5 % du PIB).

■ L'échec de l'approche par la compétitivité

La crise de la Covid-19 a mis en lumière la désindustrialisation accélérée que connaît la France depuis vingt ans, la dégradation de sa balance commerciale et, en miroir, la solidité de l'appareil industriel et des excédents extérieurs allemands¹. À cela une explication : une compétitivité soutenue grâce une forte modération salariale en Allemagne et l'inverse en France. C'est d'ailleurs sur la base d'un tel diagnostic, qui met la compétitivité au cœur des déséquilibres, que, à la suite de la crise de l'euro en 2011-2013, les pays déficitaires avaient été sommés de rétablir leur compétitivité afin d'améliorer leur balance commerciale. Car, selon la théorie du « désajustement nominal », c'est l'absence de taux de change nominal entre pays de la zone euro qui met les pays européens en état de déséquilibre de leur balance extérieure, dans la mesure où les exportations sont freinées dans les pays où les salaires nominaux sont trop élevés.

La France n'a pas échappé à cet engouement pour les politiques de compétitivité, et le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE),

décidé fin 2012, en est la mesure la plus emblématique. Son objectif était de réaliser une « dévaluation fiscale » et de reproduire ainsi les effets d'une dévaluation du taux de change (impossible en zone euro) par une baisse du coût du travail (en pratique, un crédit d'impôt dans le cas du CICE) financée par une hausse de la TVA (ainsi que d'autres impôts sur les ménages). Selon l'approche néo-keynésienne, cette dévaluation fiscale est équivalente à une subvention à l'exportation et à une taxe sur les importations : la baisse du coût du travail est censée augmenter la compétitivité des exportateurs, la TVA renchérir les produits importés et la compensation de la baisse du coût du travail par la hausse de la TVA n'avoir aucun effet sur les prix des biens produits et consommés localement (la hausse de la TVA compensant exactement la baisse de prix des biens induite par celle du coût du travail). Une dévaluation fiscale permettrait ainsi de récupérer de la demande externe en diminuant le coût des produits vendus à l'étranger, de gagner des parts de marché à l'exportation et de décourager les importations.

Toutefois, les évaluations du CICE utilisant des données microéconomiques aboutissent à des résultats convergents et très décevants : les effets sont nuls sur les exportations et l'investissement, très faibles sur l'emploi total, et

* François Geerolf est conseiller scientifique au CEPII et professeur assistant à l'université de Californie, Los Angeles (UCLA). Thomas Grjebine est économiste au CEPII et responsable du programme scientifique Macroéconomie et finance internationales.

1. Geerolf, F. & Grjebine, T. (2020), Désindustrialisation (accélérée) : le rôle des politiques macroéconomiques, *L'économie mondiale 2021*, La Découverte, p. 41-54.

encore plus faibles sur l'emploi industriel². Ceci, malgré le coût élevé de ce dispositif : avant sa transformation en allègement de cotisations sociales en 2019, environ 20 milliards d'euros y étaient alloués en année pleine, soit près de 1 % du PIB. De tels résultats ne sont surprenants que du point de vue des modèles théoriques néo-keynésiens, mais ils ne le sont pas au regard des études microéconomiques empiriques accumulées bien avant la mise en place du CICE.

Tout d'abord, on sait que les exportations sont peu sensibles aux taux de change, ce qui implique qu'il faudrait de fortes variations de change, et donc de coût du travail, pour qu'elles aient un effet sur les exportations³. Compte tenu de la faiblesse des élasticités, on pouvait donc prévoir qu'une baisse du coût du travail de l'ordre de 1 % du PIB, correspondant à une baisse du coût du travail d'environ 2,6 %⁴, ne pourrait contribuer que très marginalement à un essor des exportations. Sachant que la France était, dans les années 2010, tout comme aujourd'hui, surévaluée de plus de 10 % en termes réels par rapport à l'Allemagne (base EQCHANGE du CEPII), il aurait fallu une baisse de cotisations sociales de 4 points de PIB (10/2,6) financée par une hausse de TVA d'au moins 8 points (car 1 point de TVA représente environ 0,5 % du PIB) pour aboutir à la dévaluation nominale qui était nécessaire⁵. Une politique impossible à mettre en œuvre compte tenu des conséquences économiques et sociales d'une telle hausse de la TVA. On pouvait ensuite s'attendre à ce que le crédit d'impôt visant à faire baisser le coût du travail ne soit pas intégralement répercuté sur les prix, car, contrairement au caractère inflationniste de la TVA, ceci n'a rien de mécanique. Et Carbonnier et al. (2020⁶) ou le rapport d'évaluation de France Stratégie (2020) montrent que le CICE s'est davantage traduit par une hausse des marges et des profits des entreprises, mais aussi des salaires de leurs cadres, que par une baisse des prix à l'exportation⁷. Par conséquent, la dévaluation fiscale n'a pas été neutre sur les prix des biens et services produits et consommés en France. Elle a été fortement récessive, en opérant un transfert du revenu disponible des ménages vers les entreprises, leurs détenteurs et les ménages aisés, avec pour conséquence d'affecter directement les soldes extérieurs par l'intermédiaire de mécanismes keynésiens classiques de compression des importations. D'autant que la fiscalité pesant sur les ménages avait déjà fortement augmenté dès la fin 2011⁸. Le CICE a ainsi pu jouer sur le solde extérieur, non par une amélioration de la compétitivité, mais par une baisse accrue de la demande agrégée.

Les dévaluations fiscales sont donc des politiques de compression de la demande. Loin de permettre de récupérer de la demande externe par une meilleure compétitivité, comme le prévoit la théorie néo-keynésienne des dévaluations fiscales, elles fonctionnent au contraire via des mécanismes anti-keynésiens. J.M. Keynes était d'ailleurs farouchement opposé à de telles politiques de baisses des coûts, qu'il considérait comme très dommageables pour l'économie : « Chaque chef d'entreprise voit les avantages qu'il tirera d'une réduction des salaires qu'il paye lui-même, mais néglige les conséquences de la diminution des revenus de ses clients⁹ ». Les excédents records allemands permettent d'illustrer parfaitement ces mécanismes de compression de la demande interne accompagnés d'une croissance par la demande externe.

■ Le succès de l'approche par la demande agrégée : l'exemple de l'Allemagne

L'excédent courant allemand est le plus important du monde depuis quatre ans ; il représentait en 2019 plus de 7 % du PIB. Selon l'institut allemand de conjoncture Ifo, il serait renforcé à la suite de la crise de la Covid-19 et pourrait atteindre 8 % du PIB en 2021. Les excédents se sont développés de façon très rapide au début des années 2000, alors que, dans les années 1990, l'Allemagne connaissait des déficits. Comment expliquer ce retournement ?

L'explication la plus souvent avancée lie la performance exportatrice allemande à sa compétitivité, et notamment aux réformes du marché du travail menées dans les années 2000 – les fameuses réformes Hartz – qui auraient contribué à comprimer les salaires en Allemagne. Pourtant, cette explication se heurte à une première difficulté : les lois Hartz ont été votées entre 2003 et 2005, alors que le surplus commercial allemand a commencé à augmenter au début des années 2000. Le ralentissement des prix et des salaires, également intervenu au début des années 2000, peut donc difficilement résulter de ces réformes. Un autre argument souvent évoqué est celui de la compétitivité hors prix de l'Allemagne. Si le savoir-faire industriel allemand est incontestable, il est peu probable que la qualité des produits allemands se soit améliorée en si peu de temps, et que l'Allemagne, qui connaissait des déficits courants dans les années 1990, ait soudainement connu une révolution de la qualité de ses produits.

2. Pour l'effet sur les exportations, voir Malgouyres, C. & Mayer, T. (2018), Exports and Labor Costs: Evidence from a French Policy, *Review of World Economics*, 154(3), 429-454. Concernant l'emploi total, selon le rapport 2020 du comité de suivi du CICE de France Stratégie qui s'appuie sur les résultats du laboratoire TEPP, « l'effet total reste estimé à 100 000 emplois environ, ce qui est faible, rapporté au coût du CICE » (Baiz, A., Naboulet, A. & Tabary, G. (2020), Évaluation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, *Synthèse des travaux d'approfondissement*, France Stratégie). Pour l'équipe de Sciences Po LIEPP, la mesure n'aurait même eu aucun effet sur l'emploi total (« Évaluation interdisciplinaire des impacts du CICE en matière d'emplois et des salaires », août 2018). Quoi qu'il en soit, ces évaluations ne prennent pas en compte les effets du financement de la mesure qui auraient même pu rendre l'effet total sur l'emploi négatif, y compris en retenant les 100 000 emplois créés selon le laboratoire TEPP. Concernant l'emploi industriel, « les effets sur l'emploi ressortent moins », selon France Stratégie (2020), ce qui signifie « un effet sur l'emploi plus net ou important dans les services que dans l'industrie ». Le rapport de France Stratégie souligne également qu'un « effet sur l'investissement demeure difficile à établir ».

3. Les élasticités mesurées dans les études empiriques sont généralement inférieures à 1 : 1 % de dépréciation du change se traduirait ainsi au mieux par une hausse des exportations de 1 %, soit environ 0,3 % du PIB dans le cas de la France. Voir, par exemple Fontagné, L., Martin, P. & Orefice, G. (2018), The international elasticity puzzle is worse than you think, *Journal of International Economics*, 115-129. Les élasticités prix des exportations, plus représentatives de celles au coût du travail que les élasticités aux taux de change, peuvent être beaucoup plus élevées, mais il s'agit : d'une part d'élasticités microéconomiques, or ce qui importe ici c'est l'effet macroéconomique sur les exportations ; d'autre part d'élasticités à une variation de coût pérenne, or l'effet recherché dans une dévaluation fiscale est un effet temporaire, conformément au cadre néokeynésien dans lequel les prix ne sont rigides qu'à court terme.

4. Plane, M. (2012), Évaluation de l'impact économique du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), *Revue de l'OFCE*, n° 126.

5. Et même de plus de 20 % selon les estimations du FMI, ce qui aurait nécessité une baisse de cotisations sociales d'environ 7,5 points de PIB financée par une hausse de TVA d'au moins 15 points (FMI (2017), External Balance Assessment, External sectoral report 2017).

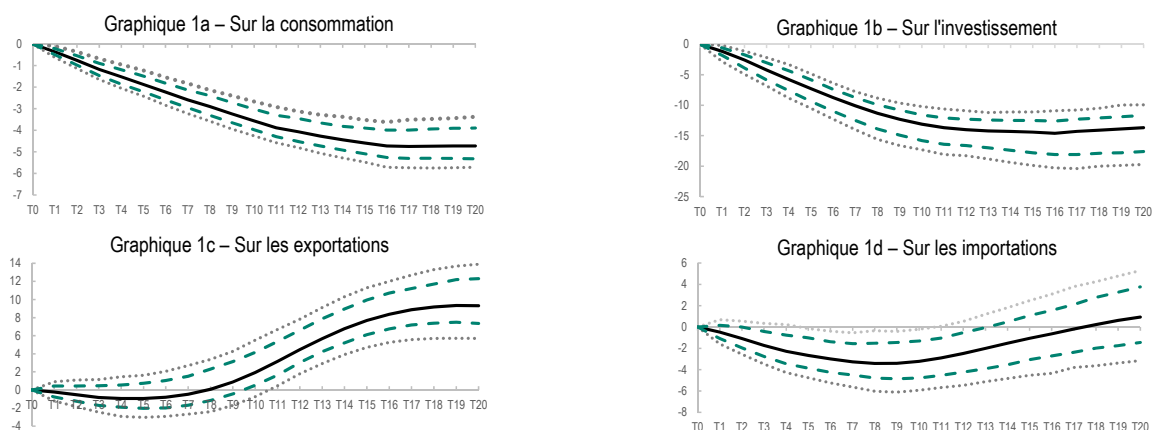
6. Carbonnier, C., Malgouyres, C., Py, L. & Urvoy, C. (2020), Who Benefits from Tax Incentives? The Heterogeneous Wage Incidence of a Tax Credit, *PSE Working Papers*, n° 2020-08.

7. Cette absence de répercussion sur les prix pourrait provenir d'une asymétrie des réponses des entreprises, qui répercutent les hausses de coûts mais pas les baisses. Voir Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J. & Kosonen, T. (2020), What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes, *Journal of Political Economy*, décembre.

8. D'ailleurs, selon l'OMC, les importations françaises en volume ont baissé de 4 % entre 2012 et 2016.

9. Keynes, J.-M. (7 mars 1931), Propositions en vue de l'établissement d'un nouveau tarif douanier, *The New Statesman and Nation*.

Graphique 1 – Effets en Allemagne d'une hausse des impôts sur les ménages d'un point de PIB, en pourcentage



Lecture : Une hausse d'impôts sur les ménages d'un point de PIB conduit au bout de 4 ans à une baisse de la consommation de 4,7 %, de l'investissement de 14,5 %, et des exportations de 8,4 %. L'effet négatif sur les importations cesse d'être significatif à l'horizon de 3 ans.

Notes : Ces effets résultent de l'estimation des réponses des différentes composantes du PIB à des chocs fiscaux sur les ménages exogènes (voir encadré). Les courbes en pointillés gris représentent l'intervalle de confiance à 95 %, celles en pointillés verts celui à 68 %. T = trimestre.

Source : Calculs des auteurs.

En réalité, un tel tournant s'explique surtout par les changements majeurs de politique fiscale et sociale intervenus au début des années 2000¹⁰. Du point de vue fiscal, les chanceliers Schröder puis Merkel ont mené une politique volontariste de compression de la demande interne, initiée dès la fin des années 1990. Les gouvernements allemands ont d'abord décidé de hausses très importantes des impôts sur les ménages, via notamment les impôts indirects : avec deux augmentations de TVA entre 1998 et 2006, de 15 % à 16 %, puis de 16 % à 19 %, et des hausses régulières des taxes sur les carburants. Cet alourdissement de la fiscalité, essentiellement supporté par les classes moyennes et modestes dont la propension à consommer est la plus importante, a fortement affecté la consommation (graphique 1a), stimulé l'épargne et pénalisé l'investissement via la baisse des commandes (graphique 1b).

La diminution du revenu disponible des ménages a été amplifiée par une forte baisse des dépenses sociales (de 3 points de PIB entre 2002 et 2014), en particulier sous la forme d'une réduction des dépenses de retraites et du niveau des pensions. En 2001, le système de retraite a été fondamentalement modifié avec la réforme dite « Riester », qui a abouti à la fois à une baisse de la générosité du système par répartition (une réduction des pensions dans le régime de base) et au développement d'un système par capitalisation, deux facteurs ayant réduit la consommation des générations à la retraite et stimulé l'épargne des générations en âge de travailler : 1,4 million de contrats de retraite Riester ont ainsi été souscrits en 2001 et 15 millions en 2010. Ces réformes ont fait diminuer les pensions de 20 % en termes réels entre 2000 et 2010 ! Au total, selon nos calculs, les ménages allemands ont supporté l'équivalent d'une hausse d'impôts de plus 5 points de PIB entre 2001 et 2018, sans compter l'effet sur l'épargne du développement d'un système de retraite par capitalisation.

Par la compression durable de la demande interne qu'elles exercent, ces mesures permanentes expliquent en grande partie l'augmentation durable, elle aussi, du surplus commercial. Les hausses d'impôts entraînent en effet

une réduction de la demande et donc des importations (graphique 1d). La dépréciation du taux de change réel qui accompagne en moyenne une telle baisse de la demande agrégée¹¹, du fait d'une baisse de l'inflation en changes fixes, ou d'une dépréciation du taux de change nominal en changes flexibles rend également les importations plus onéreuses, et les exportations plus compétitives (graphique 1c).

L'augmentation des exportations consécutive à une politique de rigueur s'explique aussi par un mécanisme d'« évacuation des surplus domestiques » (*vent for surplus*), déjà discuté par Adam Smith dans *La Richesse des nations*, qui consiste pour les entreprises à compenser la baisse de leurs ventes sur leur marché intérieur par une recherche active de débouchés à l'extérieur. Almunia et al. (2018¹²) montrent ainsi que l'effondrement de la demande interne en Espagne entre 2009 et 2013 permet d'expliquer près de la moitié de la hausse spectaculaire des exportations espagnoles sur la période. L'évolution en Allemagne à partir du début des années 2000 pourrait relever d'un phénomène similaire : la compression de la demande interne a poussé les industriels, en particulier dans le secteur automobile, à compenser la baisse de leurs ventes sur le marché intérieur par des exportations sur des marchés dynamiques (voir notamment les rapports annuels de Volkswagen de 2001 à 2003). Au total, ces politiques de compression de la demande permettent d'expliquer très largement les évolutions du solde courant allemand depuis 2000 (graphique de l'encadré).

■ De la nécessité d'un rééquilibrage de la demande en zone euro

Un enjeu majeur des négociations entre dirigeants européens ouvertes depuis le 15 octobre 2020 sera la coordination des plans de relance nationaux. Deux possibilités s'offrent à eux.

10. Geerolf, F. & Grjebine, T. (2020), Germany's Trade Balance: The Role of Fiscal Policy And Pension Reform, *Document de travail CEPII*, à paraître.

11. Geerolf, F. (2019), The Phillips Curve: a Relation between Real Exchange Rate Growth and Unemployment, *UCLA Working Paper*.

12. Almunia, M., Antràs, P., Lopez-Rodriguez, D., & Morales, E. (2018), Venting Out: Exports during a Domestic Slump, *NBER Working Paper 25372* (en révision à l'*American Economic Review*).

Encadré – Un chiffrage des mesures nécessaires pour un rééquilibrage en zone euro

Deux scénarios à même de réduire significativement les excédents allemands sont ici proposés.

Le premier, par une baisse pérenne d'impôts sur les ménages de 3 points de PIB, permettrait de réduire l'excédent allemand de 6,4 % du PIB aujourd'hui à 0,5 % du PIB en 2024.

Le second, par une pérennisation de la baisse de TVA de 3 points au-delà de 2020 (équivalente à une baisse d'impôts de 1,2 point de PIB) accompagnée d'une augmentation des dépenses sociales de 1 point de PIB (par exemple des dépenses de retraite), permettrait de ramener l'excédent allemand à 2,1 % du PIB en 2024, soit à un niveau proche de sa valeur d'équilibre de long terme telle que calculée par le FMI (2,5 % du PIB).

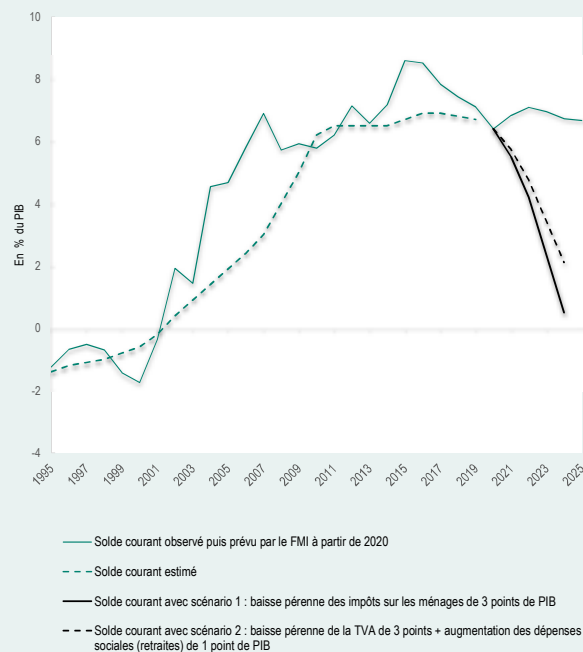
Comment sont effectués ces chiffrages ?

Tout d'abord en ne retenant, parmi les mesures d'imposition des ménages mises en œuvre en Allemagne entre 1965 et 2018, que celles prises indépendamment du contexte économique (mesures exogènes), suivant en cela l'approche narrative d'identification des chocs fiscaux*.

Ensuite, en estimant la réponse du solde courant allemand à ces mesures fiscales exogènes.

À partir de là, nous calculons (sur le passé) le solde courant estimé (courbe verte en pointillés), en multipliant l'évolution discrétionnaire des impôts sur les ménages par son impact estimé, et nous sommes en mesure de projeter sur la période 2020-2024 ce que serait le solde courant allemand selon les deux scénarios présentés plus haut. Sachant qu'une baisse d'impôts sur les ménages de 1 point de PIB a un effet sur le compte courant maximal de -1,95 % au bout de 4 ans (significatif à 95 %, avec des effets respectivement de -0,3 % au bout de 1 an, -0,75 % au bout de 2 ans, -1,4 % au bout de 3 ans), une baisse pérenne en 2020 de 3 points de PIB des impôts sur les ménages en Allemagne permettrait de réduire l'excédent allemand de 6,4 % aujourd'hui à 4,2 % en 2022 et près de 0,5 % en 2024.

Graphique – Comment rééquilibrer le solde courant allemand ?



Sources : Calculs des auteurs et FMI, World Economic Outlook Database, octobre 2020.

* Romer, C. & Romer, D. (2010), The Macroeconomic Effects of Tax changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks, *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, juin.

La première, clairement la meilleure, serait que la France et les pays du Sud de l'Europe parviennent à négocier un rééquilibrage durable de la demande au sein de la zone euro. Pour cela, il faudrait que les pays en surplus commercial, et notamment l'Allemagne, acceptent de relancer leur demande de façon pérenne. Nos estimations (voir encadré) montrent que cela n'est pas hors de portée : une pérennisation de la baisse de TVA de 3 points (prévue pour l'instant jusqu'à la fin de l'année) en Allemagne, accompagnée d'une augmentation de 1 point des dépenses sociales (par exemple via les pensions de retraite), permettrait de réduire significativement l'excédent allemand. L'Allemagne pourrait même conserver sa politique d'équilibre budgétaire en finançant ces mesures à partir d'impôts sur les entreprises, ou d'impôts plus progressifs sur le revenu des ménages.

L'autre possibilité serait, pour les pays déficitaires, de suivre la voie allemande, c'est-à-dire de mener une politique de compression de la demande. Dans le contexte actuel, en l'absence de relais de la demande externe, cela les obligerait à prendre des mesures très récessives¹³, avec pour conséquence une forte aggravation du chômage. Ceci d'autant plus que l'euro s'apprécierait, le surplus commercial de la zone euro étant déjà colossal. En outre, cette option non coopérative risquerait d'aviver des tensions commerciales déjà fortes et, surtout, de conduire à une surenchère de politiques d'austérité, comme lors de la crise des dettes souveraines en 2011-2013 – des politiques qui avaient cassé durablement la croissance européenne. Le risque serait alors que la situation devienne intenable pour les pays déficitaires et que la zone euro n'y survive pas.

13. La stratégie allemande de croissance par les exportations n'a pu fonctionner que parce que les partenaires commerciaux de l'Allemagne relaient leur demande interne dans le même temps. En économie fermée, la politique allemande de compression de la demande intérieure aurait abouti à une baisse durable du PIB et de l'emploi.

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2020

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepii.fr – @CEPII_Paris

RÉDACTRICE EN CHEF :
Isabelle Bensedoune

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RESPONSABLE DES PUBLICATIONS :
Isabelle Bensedoune

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPII
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepii.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepii.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Octobre 2020
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

