

# Espagne : le défi de l'emploi

Thibault Mercier

La crise des dettes souveraines européennes a révélé les défauts de construction de l'Union Economique et Monétaire (UEM). L'adoption de l'euro, censée favoriser la convergence entre Etats membres, a, au contraire, creusé les déséquilibres. Portés par une forte croissance, les pays du Sud de l'UEM ont été, notamment, peu incités à mettre en œuvre les réformes nécessaires à la modernisation de leur structure productive.

En Espagne, l'effondrement du modèle de croissance d'avant crise, assis sur une bulle immobilière, a provoqué une hausse exceptionnelle du chômage. Cette dernière a été exacerbée par l'austérité budgétaire, seule option envisagée pour sortir de la crise de la dette.

Les exportations, particulièrement dynamiques, ont permis de modérer la récession. Couplées à la chute des importations elles ont également participé à la restauration de l'équilibre extérieur. Pour la première fois depuis 1986, l'Espagne affiche un excédent de son solde courant (+0,8% du PIB en 2013).

Alors que le pays renoue avec la croissance, le rebond potentiel de l'emploi est l'objet de toutes les conjectures. Il est étroitement lié à la question du niveau structurel du taux de chômage, au centre de nombreuses controverses depuis le début de la crise. Il dépendra en outre de la capacité de l'économie espagnole à recréer des emplois tout en maintenant des excédents courants suffisants pour respecter les critères renforcés du Pacte de Stabilité et de Croissance (*Six-Pack*).

## Un ajustement par l'emploi

Les effets de la crise économique sur le marché du travail en Espagne ont été d'une ampleur sans égale parmi les pays développés. Entre 2007 et 2013, la

correction de l'emploi a atteint des proportions considérables (-16,7% entre 2007 et 2013) au regard d'une récession relativement modérée (-6,7%). Nous revenons dans cette partie sur les raisons d'un tel ajustement

### Un modèle de croissance insoutenable...

Un bref retour sur le modèle de croissance d'avant-crise est nécessaire pour comprendre l'ajustement opéré sur le marché du travail à partir de 2008.

Alors qu'entre le début des années 1960 et le milieu des années 1990, le niveau d'emploi en Espagne était resté quasiment stable, fluctuant autour de 13 millions de personnes, celui-ci est passé de 13,5 en 1995 à 20,7 millions de personnes en 2007. L'entrée de l'Espagne dans l'UEM s'est accompagnée d'un puissant choc de demande. L'ancrage nominal au système monétaire européen au début des années 1990 a permis une forte modération de l'inflation (passée de 6,7% en 1990 à 2% en 1997-1999) et une baisse correspondante des primes de risque. Avec l'entrée dans la zone euro, celles-ci ont complètement disparu. L'afflux massif de capitaux étrangers a alimenté le rattrapage économique du pays, générant à nouveau une croissance rapide des prix à la consommation, supérieure au 2% fixé par la Banque Centrale Européenne (BCE). En l'absence d'ajustement du taux de change, ce différentiel d'inflation (renforcé par la modération salariale allemande) a été au cœur du processus de dérive des coûts salariaux unitaires et du creusement des déficits courants (voir encadré 1). Dans le cadre d'une politique monétaire unique fondée sur la moyenne de l'inflation de la zone, il a également généré une période prolongée de taux d'intérêt réels négatifs en Espagne, encourageant le recours à l'endettement des agents privés (voir graphique 1).

### Coûts salariaux unitaires et inflation

La forte croissance des coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux est souvent invoquée pour expliquer la perte de compétitivité de l'économie espagnole entre 2000 et 2007. Les CSU expriment les coûts salariaux par unité produite. Leur évolution retrace la croissance des coûts salariaux nominaux moyens par rapport à la productivité du travail. Entre 2000 et 2007, ils ont augmenté de près de 25% en Espagne, contre 12% pour la moyenne de la zone euro, il est vrai, largement tirée vers le bas par la modération allemande (les CSU nominaux ont baissé de 2,2% en Allemagne entre 2000 et 2007). Néanmoins, et contrairement à une idée répandue, cette dérive des CSU nominaux n'équivaut pas à une dérive salariale. Si les salaires nominaux ont effectivement augmenté bien plus rapidement que la productivité du travail, il convient de distinguer ce qui provient d'une accélération des salaires réels de ce qui résulte d'une inflation élevée. Les CSU réels mesurent le rapport entre le salaire réel (déflaté par les prix de la production<sup>1</sup>) et la productivité. Ils permettent d'appréhender la part des salaires dans le PIB. Que constate-t-on en Espagne ? Entre 2000 et 2007, les CSU réels ont baissé, de 5,7%, contre -4,5% pour la moyenne de la zone euro et -9,0% en Allemagne. La baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée a donc été une tendance générale en zone euro à laquelle l'Espagne n'a pas échappée.

Exprimé autrement cela signifie que la progression des salaires réels a été plus lente que la productivité du travail. Or cette dernière a été extrêmement faible en Espagne sur la période 2000-2007. Les salaires réels ont donc non seulement progressé moins vite que la productivité mais ils ont même légèrement baissé entre 2000 et 2007 (-0,4% par an en moyenne). En zone euro et en Allemagne, la baisse des CSU réels n'a pas empêché la progression, certes lente, des salaires réels compte tenu de gains de productivité relativement dynamiques. En réalité donc, la hausse des CSU nominaux en Espagne n'est pas tant le fait d'une hausse excessive des salaires que de la faiblesse des gains de productivité et d'une inflation élevée, entretenue par l'afflux massif de capitaux étrangers (voir graphique 4). Il est intéressant par ailleurs de constater la très bonne performance des exportations espagnoles dans ce contexte de dégradation marquée des indicateurs de compétitivité (voir graphique 3). Ce « paradoxe espagnol » s'explique en partie par la dualité de l'économie qui voit les caractéristiques des entreprises exportatrices (taille, productivité notamment) différer sensiblement de la moyenne nationale.

L'évolution des CSU réels s'accorde bien avec celle des déficits courants. Si entre 2000 et 2007 ceux-ci se sont creusés de 6 points (passant de 4% du PIB à 10%), l'essentiel de cette augmentation est venue d'une hausse du taux d'investissement (+4,7 points de pourcentage), tirée par la construction. L'épargne nationale (c'est-à-dire la part non consommée de la production totale de biens et services) est restée relativement stable (-1,3pp), ce qui traduit, en grande partie, la baisse des salaires dans le PIB.

L'endettement des ménages est passé de 68% du revenu disponible brut (RDB) en 2000 à 130% en 2007. Les sociétés non financières (SNF) ont également profité des conditions de financement extrêmement favorables pour accroître leur levier d'endettement. Leur dette a augmenté de 50% de leur valeur ajoutée en 1997 à 131% en 2007. Le bouclage financier a été aisément réalisé par l'extérieur et notamment par l'épargne excédentaire des pays du Nord, circulant librement dans l'UEM et finançant largement les déficits courants des pays du Sud. La position extérieure nette espagnole (soit les actifs étrangers détenus par des espagnols moins les actifs espagnols détenus par des non-résidents) s'est fortement détériorée, passant de -35% du PIB en 2001 à -80% en 2007 (voir graphique 2).

Dans ce contexte, l'allocation des ressources a été largement sous-optimale, renforçant les déséquilibres existants. Ainsi, les capitaux étrangers ont amplement financé le développement des secteurs abrités (construction, biens et services non échangeables) qui représentaient un poids structurellement important dans l'économie espagnole. Le secteur de la construction et des activités immobilières, porté par une politique fiscale favorable à la propriété et une forte croissance démographique, absorbaient déjà 12% de l'emploi en 2000, contre 8,5% pour la zone euro. Très intensifs en main-d'œuvre peu qualifiée, ces secteurs ont été les principaux vecteurs de la croissance soutenue de l'emploi (3,5% par an en moyenne entre 2001 et 2007) et de la baisse correspondante du taux de chômage (de 20,6% en 1997 à

8,2% en 2007). Sur les 3,8mn d'emplois créés en Espagne entre 2001 et 2007, 24% étaient liés à la construction et aux activités immobilières, 33% aux activités de *commerce, transport, hébergement et activités de restauration*. Compte tenu de leur faible contenu en valeur ajoutée, l'économie espagnole a accusé un net recul de la productivité du travail, passant de 1,9% par an en moyenne entre 1980 et 1994 à 0,1% entre 1995 et 2007. La formidable période d'expansion de 1995-2007 a donc principalement résulté d'une augmentation du nombre d'emplois peu qualifiés, dont une part significative était liée à un phénomène de bulle (graphique 5&6). A titre d'exemple, si, entre 2001 et 2007, l'emploi dans le secteur de la construction et des activités immobilières avait crû en Espagne comme dans la moyenne de la zone euro, 623 000 emplois n'auraient pas vu le jour. Toutes choses égales par ailleurs, le taux de chômage aurait atteint 11% en 2007 plutôt que 8,2%.

Comme certains pouvaient le craindre<sup>2</sup>, la création d'une union monétaire dénuée de fédéralisme budgétaire a non seulement mis fin au processus de convergence initié au début des années 1990 mais a également accentué les déséquilibres pré-existants. L'exemple de l'immobilier en Espagne est typique. Alimentée par l'afflux de capitaux étrangers, des taux d'intérêt réels négatifs et une forte croissance démographique, le prix des logements a augmenté de 11% par an en moyenne entre 2001 et 2007 contre 6,6% entre 1995 et 2000.

### ...confronté à une double crise de liquidité

La croissance espagnole d'avant-crise était profondément déséquilibrée, dépendante des flux de capitaux étrangers et de ce fait très vulnérable aux chocs externes. Par ailleurs, avant même la crise financière mondiale de 2008-2009, des signes de ralentissement étaient déjà observables sur le marché de l'immobilier. Tandis que les prix des logements avaient augmenté en moyenne, de 12,2% en glissement annuel entre le premier trimestre de l'année 2000 et le quatrième trimestre de 2005, ils ne progressaient plus « que » de 5,7% entre le premier trimestre 2006 et le quatrième trimestre 2008. Cette évolution est à mettre en lien avec le resserrement monétaire opéré par la BCE : entre décembre 2005 et juillet 2007, le taux d'intérêt directeur de la Banque a été relevé de 2% à 4,25%. Dans le même temps, l'inflation a ralenti, ce qui s'est traduit par une augmentation importante des taux d'intérêt réels espagnols. De -1,4% en janvier 2006, les taux réels à 12 mois ont atteint 2,3% en août 2007.

### Crise financière de 2008-2009

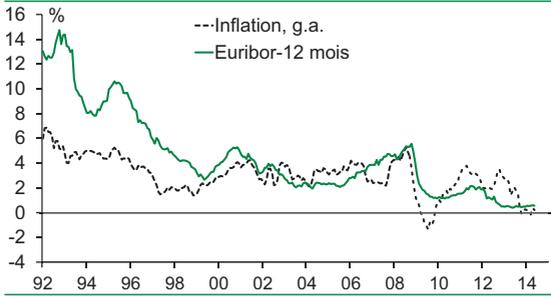
La crise financière de 2008-2009 a entraîné un arrêt brutal des entrées de capitaux qui finançaient jusque-là le déficit extérieur du pays. Ce choc de liquidité a joué un rôle de catalyseur dans l'éclatement de la bulle immobilière. Le ralentissement des prix immobiliers s'est rapidement mué en une chute marquée. Au quatrième trimestre 2008, les prix des logements étaient en baisse de 2,8% en glissement annuel après +0,7% au troisième trimestre. Le repli s'est accentué tout au long de l'année 2009, pour atteindre une baisse en moyenne annuelle de 7,2%. La correction sur le marché du travail a été encore plus radicale. Entre 2007 et 2009, l'emploi dans la construction s'est effondré de 31% (soit une réduction d'effectif de 866k personnes, supérieure à la hausse de 2001-2007) contribuant à plus de 60% des destructions totales d'emploi (-6,6% entre 2007 et 2009).

La violence de l'ajustement dans l'immobilier ne doit cependant pas occulter l'ampleur des destructions d'emploi dans l'industrie et les services en 2008-2009. Ainsi en 2009, l'emploi dans l'industrie s'est effondré de 12,4% en Espagne, contre une baisse limitée à 4,7% dans la zone euro. Dans le *commerce, transport et tourisme*, il a baissé de 5,3% contre 1,6% dans la zone euro. Une partie de ces différences s'explique sans doute par l'intensité du resserrement du crédit et son effet dévastateur sur les petites entreprises, moteur traditionnel de l'emploi en Espagne. Les PME y représentent environ 75% de l'emploi total. Les micro-entreprises (moins de 10 salariés) comptent pour 40% à elles seules.

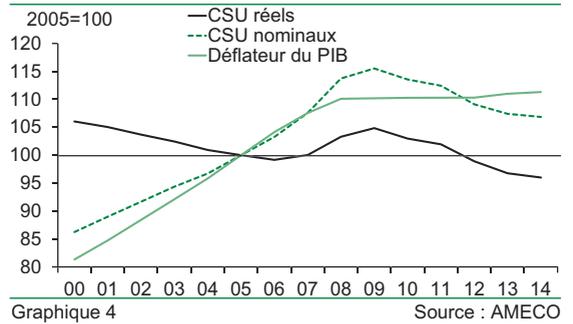
Plusieurs facteurs semblent avoir joué. La littérature<sup>3</sup> met notamment en avant le lien positif entre la dépendance du secteur bancaire au financement interbancaire et l'ampleur du *credit crunch*, le lien négatif entre la solvabilité des banques et le *credit crunch* et l'effet accru du rationnement du crédit sur les faillites d'entreprises de petite taille, en particulier les plus jeunes et les moins productives.

Ainsi, le secteur bancaire espagnol, très dépendant du financement interbancaire, confronté à la hausse rapide des prêts non performants, a réduit drastiquement l'offre de crédit. Compte tenu également de la baisse de la demande, les flux de crédit bruts (nouveaux prêts et renouvellement d'encours confondus) se sont effondrés. Entre janvier 2008 et janvier 2010, ils se sont contractés, en moyenne, de 6,8% en glissement annuel par mois en Espagne contre une hausse de 0,8% dans la zone euro.

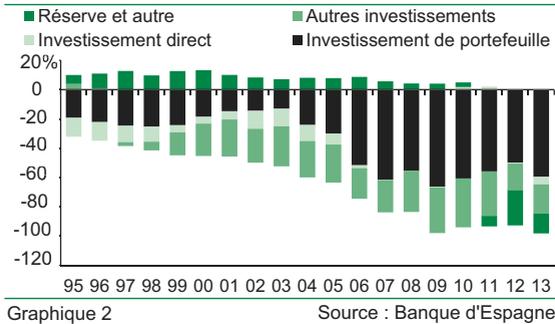
## Taux d'intérêt réels



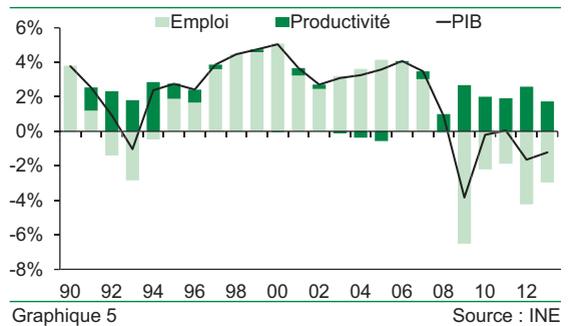
## Coûts salariaux unitaires



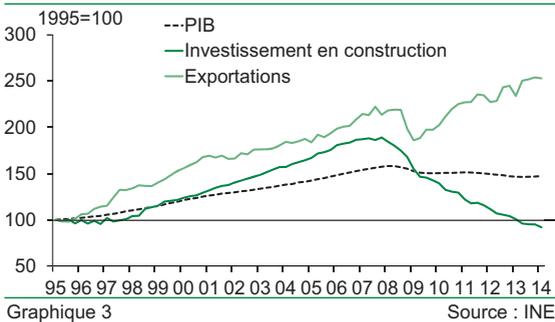
## Position extérieure nette, en % du PIB



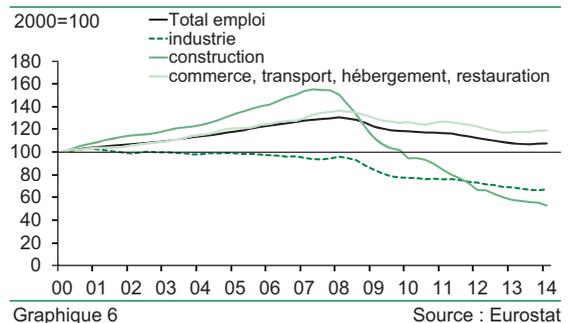
## Contribution à l'évolution du PIB



## Composantes de l'activité



## Evolution de l'emploi



La baisse a été essentiellement concentrée sur les prêts d'un montant inférieur ou égal à EUR 1 mn. Ils ont accusé un recul moyen de 18,3% en glissement annuel par mois sur la période (contre -7,8% dans la zone euro) tandis que les prêts de plus de EUR 1mn ont continué à progresser, de 1,2%, en glissement annuel, en moyenne par mois (contre +4,2% dans la zone euro) (graphique 7)

Les enquêtes menées par la BCE auprès des entreprises à partir de 2009 confirment que l'accès au crédit a été extrêmement restrictif pour les petites et moyennes entreprises. Plus touchées par le rationnement du crédit, elles en ont également davantage souffert. Souvent privées de financement alternatif et généralement moins profitables, nombre d'entre elles ont été contraintes à la faillite (voir graphique 8). Compte tenu de leur rôle dans l'économie espagnole, l'effet sur l'emploi a été particulièrement important.

### **Crise de la dette en zone euro**

Alors que l'activité semblait se stabiliser en 2010, que le rythme de destruction d'emplois comme le resserrement du crédit se modéraient, l'éclatement de la crise de la dette souveraine en zone euro a ravivé les problèmes de financement de l'économie espagnole. Cette dernière est retombée en récession à partir du deuxième trimestre 2011, récession que les politiques d'austérité budgétaire menées en réponse à la crise (et pour partie inévitables) ont contribué à aggraver.

Lors de la crise financière, les écarts de rendements des titres d'Etat espagnols vis-à-vis du Bund (*spread*) s'étaient creusés pour atteindre un pic à 125 points de base (pb). Leur repli, amorcé en février 2009, s'est vu stoppé en novembre de la même année par la révélation de l'ampleur véritable du déficit budgétaire grec et l'effet de contagion induit : grandement fragilisée par la crise de 2008-2009 et l'éclatement de la bulle immobilière, la situation budgétaire de l'Espagne a commencé, elle-aussi, à susciter l'inquiétude des investisseurs, qui est allée *crecendo*. A partir d'avril 2010, l'exclusion de l'Etat grec des marchés financiers suivi de son sauvetage en catastrophe par la zone euro et le FMI a généré de fortes tensions sur le *spread* souverain espagnol. En juillet 2010, les taux à 10 ans incorporaient une prime de risque de plus de 200pb vis-à-vis du Bund. La difficile mise en place de pare-feux financiers européens initialement sous-dimensionnés (Fonds Européen de Stabilité Financière, Mécanisme Européen de Stabilité), n'ayant permis ni d'endiguer la

contagion, ni de réduire la crainte du défaut de paiement, les investisseurs se sont massivement délogés des pays jugés les plus fragiles (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne). Au plus fort de la crise (juillet 2012), et en dépit d'importants efforts de consolidation budgétaire, le *spread* de l'Espagne atteignait un pic à plus de 630pb menaçant l'autonomie financière du pays (graphique 9). Il aura fallu attendre le sommet du 29 juin 2012 avec le plan pour l'Union bancaire et, surtout, l'intervention du Président de la BCE, M. Draghi, annonçant le programme d'Opération Monétaire sur Titres (OMT) pour restaurer la confiance dans l'irréversibilité de l'euro et faire baisser les écarts de rendements entre le « cœur » et la « périphérie » de l'Union monétaire.

Au-delà des raisons fondamentales qui ont pu alimenter la défiance des investisseurs vis-à-vis de l'Espagne - au premier rang desquelles figure la reconnaissance incomplète et tardive des besoins de recapitalisation des banques et de leur coût potentiel pour l'Etat - la gestion hasardeuse de la crise européenne a probablement contribué à accentuer ses difficultés économiques. En particulier, la possibilité, entretenue politiquement, d'une exclusion de la Grèce de la zone euro a largement participé à la chute de la confiance et de l'activité, non seulement en Grèce mais aussi dans les autres pays périphériques, dont l'Espagne. La perception d'un risque de change latent a provoqué des sorties massives de capitaux (voir graphique 10) forçant un ajustement brutal de la demande intérieure, aggravant les difficultés bancaires et le *credit crunch*. Entre janvier 2011 et janvier 2013, les flux de crédit se sont contractés, en moyenne, de 14,3% en glissement annuel par mois, touchant aussi bien les prêts de petits (inférieurs à EUR 1mn) que de grands montants (supérieurs à EUR 1mn). Par ailleurs, contrairement à la crise de 2008-2009, la contraction du crédit s'est accompagnée d'une importante hausse des taux bancaires. Sur les prêts inférieurs à EUR 1mn, ils sont passés de 4,6% en mai 2010 à 6,6% en août 2012, en dépit d'une politique monétaire très accommodante (voir graphique 11).

Dans ce contexte d'extrême tension sur la liquidité et de dysfonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire, les politiques d'austérité ont eu un effet particulièrement néfaste sur la demande intérieure. En particulier, la consommation intérieure (publique et privée) qui avait plutôt bien résisté après le choc de 2008 - essentiellement il est vrai grâce à la relance budgétaire - a reculé de 2,1% entre 2010 et

2013. Face à cette chute, les entreprises espagnoles ont été contraintes de s'internationaliser. Celles incapables d'exporter, ou d'augmenter leur volume de ventes à l'étranger, ont été durement touchées. Les secteurs abrités, intensifs en emplois mais pauvres en valeur ajoutée, ont naturellement subi le plus gros de l'ajustement. Mais dans le secteur manufacturier aussi, les PME ont également beaucoup souffert, du fait de leur faible propension à exporter. Sur la période 1995-2010, Correa-López et Domenech (2012) calculent que le pourcentage de firmes exportatrices de moins de 20 salariés était inférieur à 30%. Ce même chiffre restait inférieur à 50% pour les entreprises de 21 à 50 employés. La difficulté des petites entreprises à exporter est d'abord due à leur insuffisante productivité qui ne leur permet pas de faire face aux pressions compétitives sur les marchés internationaux. Correa-López et Domenech (2012) estiment que les firmes industrielles espagnoles comptant moins de 10 salariés ont une productivité inférieure de 45% à la moyenne du secteur. A l'inverse, celles de plus de 250 personnes sont 65% plus productives que la moyenne, présentant même un niveau de productivité supérieur à leurs homologues européennes. Dans un contexte où l'internationalisation des firmes s'est imposée comme l'unique possibilité de croissance, l'économie espagnole s'est concentrée autour de ses entreprises les plus productives, capables d'exporter. L'élévation de la productivité moyenne, en hausse de 13,3% entre 2009 et 2013, reflète essentiellement ce phénomène (voir graphique 12).

Finalement, au-delà de l'ajustement dans la construction, la vulnérabilité intrinsèque de la structure productive espagnole (composée majoritairement de petites entreprises, tournée vers les secteurs non échangeables) et la violence des chocs subis expliquent l'ampleur des pertes d'emplois. Entre 2007 et 2013, 3,5 millions de personnes ont perdu leur emploi : 51% des pertes d'emplois ont eu lieu dans la construction, 22% dans l'industrie et 18% dans la *commerce, transport, hébergement et activités de restauration* (graphique 6)

### Les institutions du marché du travail

Le rôle des institutions du marché du travail a souvent été mis en avant pour expliquer la mauvaise performance de l'emploi en Espagne durant la crise. La Commission Européenne a notamment pointé le manque de flexibilité interne des firmes, la dualité du marché du travail ou encore le degré de centralisation des négociations salariales.

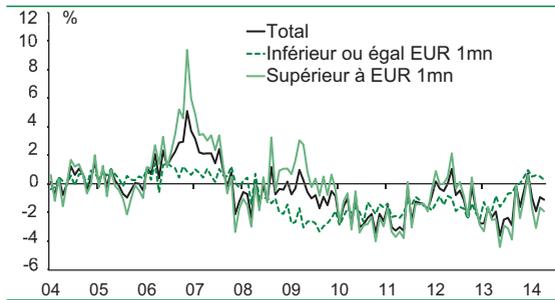
Avant la réforme du marché du travail de 2012 (encadré 2), les négociations collectives espagnoles étaient réalisées par secteur d'activité et parfois par région. Si des clauses dérogatoires - permettant de ne pas appliquer les hausses de salaires négociées collectivement en cas de difficultés économiques - existaient, elles n'étaient, en pratique, que très peu appliquées. La théorie souligne le lien entre la centralisation des négociations salariales, le degré de concurrence sur les marchés des biens et services et l'emploi. Ainsi, lorsque les négociations sont réalisées à un niveau intermédiaire (au niveau sectoriel ou régional par exemple), les différences de pouvoir de marché des entreprises peuvent se traduire par un salaire trop élevé pour certaines d'entre elles, qui sont alors contraintes de réduire l'emploi pour ajuster leur masse salariale (modèle du droit à gérer). La décentralisation des négociations salariales au niveau des entreprises permet de mieux ajuster les hausses de salaires à hauteur des gains de productivité de chaque entreprise, ce qui permet de préserver l'emploi.

Par ailleurs, l'importance des contrats temporaires, très peu protégés, participait d'une forte dualité du marché du travail espagnol. Avant la crise, ils représentaient près de 32% de l'emploi salarié avec un taux de conversion en emploi permanent de seulement 3%. Dans l'ensemble, l'OCDE note que, traditionnellement, la grande majorité des entreprises espagnoles (70%) réagissait à un choc de demande en réduisant l'emploi (surtout les contrats temporaires) contre 40% des entreprises de la zone euro.

Cette tendance a semble-t-il été confirmée dans les premières années de crise. Ainsi, en 2008-2009, alors que l'emploi s'écroulait de 7,2% en Espagne, le nombre d'heures travaillées par employé augmentait de 1,1% et les salaires réels moyens de 4,4%<sup>4</sup>, avec une hausse de 3,5% sur la seule année 2009. Par comparaison, en zone euro, l'emploi se contractait de 1% mais le nombre d'heures travaillées par employé diminuait de 1,8% et les salaires réels moyens n'augmentaient que de 1,4%.

Une analyse plus détaillée indique cependant que les modifications dans la composition de la population employée ont joué un rôle important dans ces évolutions. De la même manière qu'elles ont élevé la productivité moyenne de l'économie, les nombreuses faillites d'entreprises faiblement productives ont également tiré les salaires moyens à la hausse : la majorité des destructions d'emplois ayant concerné des emplois temporaires et/ou peu qualifiés, la composition de la population employée s'est modifiée accordant un poids plus important aux salariés les mieux rémunérés et dotés de contrat à durée indéterminée.

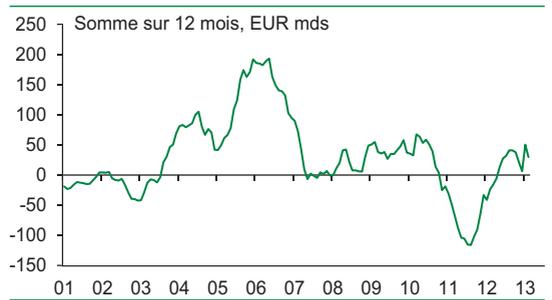
## Flux bruts de crédit (g.a.)



Graphique 7

Source : BCE

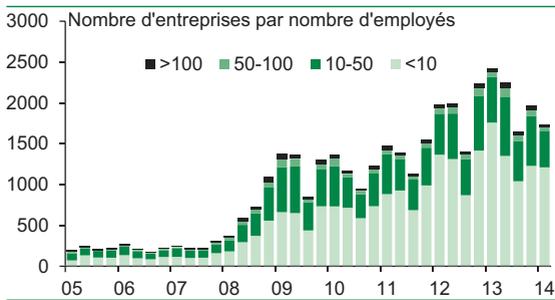
## Flux d'investissement de portefeuille (net)



Graphique 10

Source : Banque d'Espagne

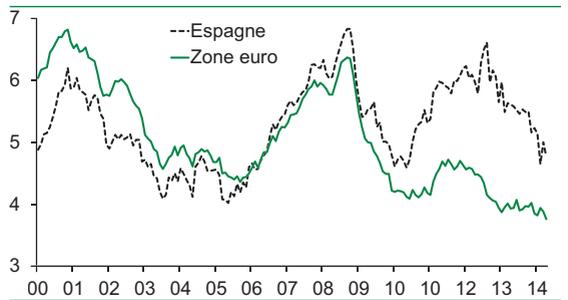
## Faillites d'entreprises



Graphique 8

Source : INE

## Taux d'intérêt sur les prêts inférieurs à EUR 1mn



Graphique 11

Source : BCE

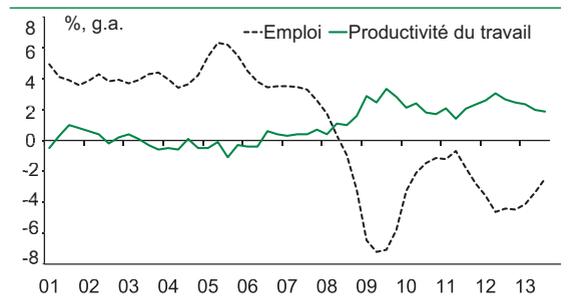
## Ecarts de rendements vis-à-vis du Bund



Graphique 9

Source : Thomson Reuters

## Productivité et emploi



Graphique 12

Source : Eurostat

Une étude de la banque d'Espagne<sup>5</sup> montre que sur la période 2008-2012, les effets de composition ont contribué en moyenne à hauteur de 1,3 point par an à la croissance des salaires réels, avec un pic à plus de 2 points en 2009. Les auteurs précisent toutefois qu'en faisant abstraction de ces effets, les salaires réels auraient tout de même augmenté dans les premières années de crise (2008-2009). Ce n'est qu'à partir de 2010 que les salaires réels hors effet de composition ont commencé à baisser, faisant plus que compenser les pressions à la hausse exercées par les effets de composition. Ainsi, à partir de 2010, les salaires réels ont reculé (-6,4% entre 2010 et 2013) sous le double effet d'une modération des salaires nominaux et d'une inflation dopée par les hausses de TVA. Le temps de travail a également baissé de 1,1%, surtout à partir de 2012.

En définitive, la faible réactivité apparente des salaires et du temps de travail à l'évolution de la conjoncture reflète aussi, largement, les changements dans la composition de la population employée. Il est dès lors difficile de mesurer sa part dans l'ampleur des destructions d'emplois. L'évolution des salaires hors effet de composition suggère que le manque de réactivité a pu jouer un rôle au cours des premières années de la crise. Par la suite, la modération salariale et les mécanismes de flexibilité introduits, notamment avec la réforme du marché du travail de février 2012, ont probablement contribué à limiter les pertes d'emplois.

## Encadré 2

### La réforme de 2012

*La réforme du marché du travail de 2012 inclut trois principaux changements susceptibles d'accroître la flexibilité du marché du travail.*

*1/La décentralisation des négociations collectives, donnant désormais la priorité aux accords réalisés au sein des entreprises sur les accords de branche.*

*2/La réduction des coûts de licenciement pour les licenciements sans justification (passés de 45 jours de compensation par mois travaillés à 33 jours, avec un maximum de 24 mois).*

*3/La promotion des mécanismes d'ajustement interne des firmes en facilitant les modifications des contrats de travail (en termes de salaires et de temps de travail notamment), en réduisant les justifications économiques et financières à invoquer pour se soustraire aux négociations collectives.*

## Quel niveau de chômage structurel ?

L'ajustement sur le marché du travail espagnol a répondu en grande partie aux déséquilibres accumulés suite à l'entrée dans l'UEM. Il a aussi été exacerbé par une double crise de liquidité et de confiance, par nature exceptionnelle. En six ans, le taux de chômage a augmenté de 18 points passant de 8,3% en 2007 à 26,4% en 2013. Alors que l'économie espagnole affiche de véritables signes de reprise, la question du niveau structurel du taux de chômage est centrale, à la fois pour appréhender le rebond potentiel de l'emploi mais aussi pour définir le bon dosage des politiques budgétaires.

### Le taux de chômage structurel

Le taux de chômage structurel désigne le taux de chômage qui prévaudrait, à long terme, en l'absence de chocs macroéconomiques. En d'autres termes, il s'agit du taux de chômage qui ne dépend pas des variations cycliques de l'activité, déterminé uniquement par la structure de l'économie, des facteurs institutionnels ou technologiques. Il se distingue du plein-emploi qui désigne l'emploi de toute la population en âge de travailler, au chômage frictionnel près<sup>6</sup>. Bien que le taux de chômage structurel ne soit pas directement observable, son estimation est au cœur de la politique économique. En effet, l'écart entre le taux de chômage observé et le chômage structurel permet d'appréhender la position de l'économie dans le cycle (*output gap*)<sup>7</sup>, et, par extension, l'ampleur des soldes publics structurels, un enjeu majeur pour les pays périphériques de la zone euro. En particulier, si la partie structurelle du chômage est faible (le chômage cyclique est élevé) alors des politiques de soutien à la demande permettraient de le réduire et, du même coup, de consolider les finances publiques. Si, à l'inverse, le chômage structurel est élevé, la stimulation de la demande est, au mieux, inefficace, sinon génératrice d'inflation. Seules des mesures structurelles sont alors susceptibles de réduire chômage et déficit public.

### Le NAIRU (ou NAWRU) et la courbe de Phillips

L'estimation la plus commune du taux de chômage structurel est le NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) ou taux de chômage non accélérateur de l'inflation. Il s'agit du taux de chômage

qui, compte tenu du capital humain et de la structure productive, permet d'égaliser offre et demande de travail sans générer de tensions inflationnistes. La Commission Européenne utilise un concept proche du NAIRU, le NAWRU (*Non-accelerating wage rate of unemployment*) ou taux de chômage n'accéléralant pas la croissance des salaires. En présence d'indexation des salaires nominaux aux prix, cela revient à estimer le taux de chômage compatible avec un salaire constant.

Le lien, négatif, entre le taux de variation du salaire nominal et le taux de chômage est décrit empiriquement par la courbe de Phillips (1958). L'interprétation est intuitive. Lorsque le taux de chômage est élevé (supérieur à son niveau structurel), les actifs au chômage sont prêts à accepter un salaire plus faible pour être embauchés, ce qui réduit le pouvoir de négociation des employés. A l'inverse, lorsque le taux de chômage est faible, les travailleurs sont en position de force pour obtenir des hausses de salaires. De la courbe de Phillips naît l'idée d'un arbitrage possible entre inflation et chômage (Samuelson et Solow, 1960) : le taux de chômage peut baisser en deçà de son niveau d'équilibre mais au prix d'une inflation plus élevée et *vice versa*. Les décideurs politiques peuvent alors cibler un point le long de la courbe de Phillips selon les préférences collectives.

A la fin des années 1960, Milton Friedman et Edmund Phelps contestent l'idée d'un arbitrage *inflation-chômage* en faisant remarquer que les négociations salariales portaient directement sur les salaires réels. En effet, les agents économiques voulant maintenir leur pouvoir d'achat, cherchent à obtenir des revalorisations salariales en ligne avec leurs anticipations d'inflation (à productivité constante). La variable d'équilibre devient le salaire réel et la courbe de Phillips est alors « augmentée » des anticipations d'inflation.

Un arbitrage *inflation-chômage* reste possible mais seulement à court terme, via une inflation « surprise » c'est à dire non anticipée. La raison est que les salaires nominaux, présentant une certaine rigidité (parce qu'ils font l'objet de contrats par exemple), ne réagissent pas immédiatement à la hausse de l'inflation, ce qui réduit le coût réel du travail, donc en augmente la demande et fait baisser le chômage. A la période suivante, en revanche, les salariés adaptent leurs anticipations d'inflation à la hausse, et la courbe de Phillips se déplace vers la droite. La baisse du chômage requiert des niveaux d'inflation toujours plus élevés, c'est-à-dire une accélération de la croissance des prix. On parle alors de courbe de Phillips « accélérationniste ». A long terme, l'arbitrage disparaît. Il n'existe alors qu'un seul taux de chômage qui n'accélère

pas l'inflation, la courbe de Phillips est verticale et le taux de chômage d'équilibre est égal au NAIRU (ou NAWRU) (voir encadré 3).

### Encadré 3

#### Le calcul du NAIRU

Le NAIRU se calcule à partir d'une courbe de Phillips augmentée

$$\Delta w_t = a + \Delta p_t^e - c u_t + \varepsilon_t$$

Et une équation de fixation des prix :

$$p_t = w_t - q_t$$

Le taux de croissance de la productivité est supposé constant :

$$\Delta q_t = \gamma$$

Les variables sont exprimées en logarithme :  $w$  désigne le salaire nominal,  $p$  le niveau des prix,  $u$  le taux de chômage,  $q$  la productivité du travail,  $a$  et  $c$  sont des paramètres positifs et  $\varepsilon$  est une variable d'erreur. Enfin,  $e$  désigne les variables anticipées.

On peut écrire :

$$\Delta p_t = \Delta w_t - \gamma = a + \Delta p_t^e - c u_t - \gamma + \varepsilon_t$$

En supposant que les anticipations d'inflation sont statiques :  $\Delta p_t^e = \Delta p_{t-1}$  on peut réécrire :

$$\Delta p_t - \Delta p_{t-1} = a - \gamma - c u_t + \varepsilon_t$$

Le NAIRU est le taux de chômage compatible avec une inflation stable ( $\Delta p_t = \Delta p_{t-1}$ ).

$$\text{NAIRU} = u^* = \frac{a - \gamma}{c}$$

Soit, en remplaçant les prix par les salaires nominaux :

$$\text{NAWRU} = \frac{a - \gamma}{c}$$

Son niveau dépend uniquement :

- de facteurs institutionnels : il peut s'agir de la fiscalité sur le travail, qui entraîne une inflation plus forte pour un même taux de chômage, du niveau du revenu de remplacement (lié à l'assurance chômage) qui peut augmenter le pouvoir de marché des salariés, des politiques actives du marché du travail (pour faciliter la réinsertion professionnelle, lutter contre les trappes à inactivité etc...), de l'efficacité des services publics d'emploi, des modalités de négociations salariales ou du degré de concurrence sur les marchés des biens et services.

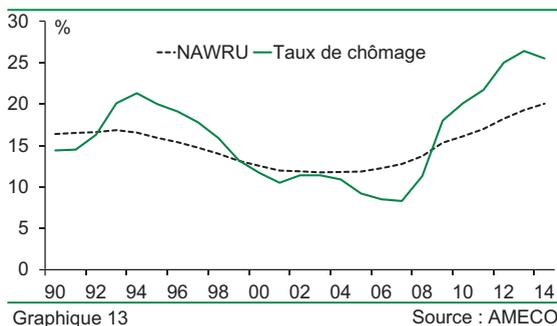
- de facteurs liés à la structure de l'économie, comme le rythme des gains de productivité, l'adéquation entre l'offre et la demande de travail ou la mobilité géographique. Une hausse des gains de productivité tendanciels contribue, par exemple, à réduire le chômage structurel en permettant d'octroyer des hausses de salaires réels sans générer d'inflation. A l'inverse, une inadéquation entre l'offre et la demande de travail résultant, par exemple, d'une pénurie relative d'actifs qualifiés et/ou d'une faible mobilité géographique peut accroître le NAWRU.

### NAWRU, rigidités nominales et rigidités réelles : le cas espagnol

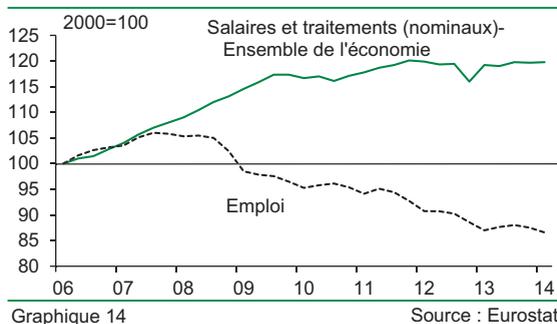
Les estimations du NAWRU par la Commission Européenne ont fait l'objet de vives critiques<sup>8</sup>, pointant notamment leur trop grande pro-cyclicité (graphique 13) et leurs conséquences néfastes en termes de politiques économiques. En estimant que l'essentiel de la hausse du chômage espagnol en 2007-2013 était liée à une hausse du NAWRU, la Commission a, du même coup, considéré que la détérioration des finances publiques était de nature structurelle, donnant lieu à des plans d'austérité drastiques qui ont aggravé la récession.

L'estimation très élevée du NAWRU espagnol repose sur l'idée qu'une hausse cyclique (plutôt que structurelle) du chômage aurait dû entraîner une baisse beaucoup plus marquée des salaires, engendrant une véritable déflation. C'est ignorer qu'il existe des rigidités nominales sur les salaires et les prix qui contraignent les ajustements sur le marché du travail (graphique 14). Comme nous l'avons évoqué plus haut, ces dernières résultent souvent de contrats qui fixent les salaires et les prix pour une période donnée (Taylor, 1980). Mais un certain degré d'illusion monétaire peut également opérer. Ainsi par exemple, une hausse des salaires de 3 % alors que l'inflation est de 5% est mieux acceptée qu'une diminution des salaires de 2 % avec une inflation égale à zéro. La rigidité des prix peut également trouver sa source dans les coûts d'ajustements importants liés aux changements trop fréquents de prix (appelés couramment coûts de catalogue en référence aux coûts d'impression desdits catalogues). Dans ce cas, il n'est pas rationnel pour les entreprises d'adapter systématiquement leurs prix aux modifications de la demande.

### Chômage et chômage structurel



### Salaires et emploi



Comme elle l'a récemment reconnu, la CE a sous-estimé le poids des rigidités nominales interprétant une hausse durable du chômage comme une hausse du chômage structurel. Dans ses dernières prévisions (Printemps 2014), elle utilise de nouvelles spécifications de la courbe de Phillips afin de mieux prendre en compte ces rigidités. Cela a conduit à des révisions importantes du NAWRU en Espagne (voir encadré 4).

Toutefois, même en tenant compte des révisions, le NAWRU reste à des niveaux extrêmement élevés. La Commission l'estime désormais à 20% en 2014 pour un chômage observé de 26,4% en 2013. La raison est qu'il existe, outre des rigidités nominales, des rigidités réelles qui peuvent également contraindre les ajustements de prix face à une baisse de la demande. Les salaires nominaux peuvent ainsi évoluer en ligne avec les prix à la consommation sans que leur rapport ne soit profondément modifié. Pour des raisons stratégiques les firmes ne souhaitent pas (ou peuvent difficilement) réduire les salaires réels.

## Encadré 4

### D'un NAWRU à l'autre

Dans ses dernières prévisions (Printemps 2014), la Commission Européenne a fortement révisé à la baisse ses estimations de NAWRU pour l'Espagne. Le NAWRU de 2014 est ainsi passé de 24% (dans les prévisions d'Hiver 2014) à 20%. Cette révision est due à un changement de méthodologie portant sur la spécification des anticipations d'inflation.

Traditionnellement, la courbe de Phillips de la CE est basée sur des anticipations d'inflation statiques :

$$\Delta p_t^e = \Delta p_{t-1}$$

Dans ce modèle, le chômage cyclique dépend de la variation du taux de croissance des coûts salariaux unitaires nominaux ( $csun$ ) :

$$\Delta^2 csun_t = -\beta (u_t - u^*)$$

La courbe de Phillips est « accélérationniste » : un chômage cyclique ( $(u_t - u^*)_t > 0$ ) est révélé par l'accélération de la baisse (ou une accentuation du ralentissement) des  $csun$ . L'hypothèse sous-jacente est que les agents anticipent que l'inflation va réagir rapidement à une accentuation de la baisse des  $csu$  nominaux. Ainsi, une baisse des  $csu$  nominaux, mais à un rythme constant, indique que le chômage est de nature structurel.

Dans ses prévisions de Printemps 2014, la Commission a introduit une nouvelle spécification de la courbe de Phillips basée sur des anticipations rationnelles intégrant des rigidités nominales. Dans ce modèle, les agents sont bien informés de l'inflation et fondent leurs anticipations rationnellement. En particulier, les entreprises, conscientes qu'elles ne peuvent pas ajuster leur prix à toutes les dates, n'anticipent pas de réaction rapide de l'inflation face aux évolutions de salaires. Dans ce modèle, appelé courbe de Phillips des nouveaux Keynésiens (New Keynesian Phillips Curve, NKPC), le chômage cyclique dépend du taux de croissance des  $csu$  réels :

$$\Delta csur_t = -\beta (u_t - u^*)$$

Tant que les salaires réels baissent (vis-à-vis de la productivité), le chômage est de nature cyclique. Ce n'est que lorsqu'ils se stabilisent que le chômage est structurel. La relation originelle entre évolution des salaires et chômage est rétablie.<sup>9</sup>

Le passage de la courbe de Phillips « accélérationniste » à la NKPC permet de limiter la pro-cyclicité du NAWRU lié aux rigidités nominales. Ainsi, une même accélération de la baisse des salaires nominaux reflète un chômage cyclique plus important avec la NKPC qu'avec la courbe de Phillips traditionnelle.

Diverses explications à la rigidité des salaires réels ont été avancées dans la littérature. Elles se placent dans un cadre d'information imparfaite et d'agents rationnels (i.e. non victimes d'illusion monétaire). Ainsi, d'après la théorie du salaire d'efficience (Yellen, 1984), les entreprises, qui ne peuvent pas observer directement la productivité du travail, n'ont pas intérêt à réduire les salaires réels pour ne pas décourager les employés. Le modèle *insider-outsider* (Lidbeck et Snower, 1986) explique la rigidité des salaires réels par la dualité du marché du travail : les *insiders* (les salariés avec un contrat à durée indéterminée par exemple) peuvent obtenir une hausse (ou le maintien) des salaires réels, au détriment des *outsiders* (les chômeurs ou les salariés

avec un contrat temporaire) car ils savent que leur coût de remplacement par des nouveaux venus est élevé. Cela peut venir directement des coûts de licenciements mais aussi des coûts liés au recrutement et à la formation des *outsiders*. Enfin, les rigidités réelles peuvent également résulter de contrats implicites (Azariadis, 1975) entre employeurs - désireux de limiter les coûts de transaction - et employés - adverses au risque - qui s'entendent pour lisser l'évolution des salaires réels à travers le cycle. Par ailleurs, lorsque l'inflation est basse, la rigidité à la baisse des salaires nominaux, devient une rigidité réelle<sup>10</sup>. Les entreprises subissant un choc négatif et ne pouvant baisser les salaires nominaux font face à un salaire réel trop élevé et réduisent d'autant plus l'emploi.

## Equilibre intérieur – Equilibre extérieur

Face à une baisse temporaire de la demande, la viscosité des salaires, nominaux et réels, contribue donc à élever durablement le chômage, sans pour autant que celui-ci ne soit de nature structurelle. C'est cette incapacité des salaires à réagir totalement à une faible demande qui explique alors la pro-cyclicité du NAWRU. Dans une note récente<sup>11</sup>, la Commission Européenne a évalué le NAWRU uniquement sur la base de facteurs structurels et institutionnels. Cette évaluation, qui n'est pas utilisée officiellement, est établie autour de 15% de la population active en Espagne et n'a que très peu varié durant la crise. Cela revient à considérer qu'aucune modification structurelle substantielle ne s'est produite sur le marché du travail au cours des dernières années : l'Espagne qui était en surchauffe au début des années 2000<sup>12</sup>, a subi une forte correction de l'emploi dans la construction et les secteurs attachés. Au-delà de cet ajustement, beaucoup de postes ont été détruits faute de financement et/ou de demande adéquate.

Dès lors, au moins deux observations peuvent être faites. Premièrement, la reprise de l'activité en Espagne se traduira probablement par des créations d'emplois plus robustes que ce que ne suggère l'estimation actuelle du NAWRU. En effet, si le taux de chômage structurel se situe bien à 15%, plus de 10 points de chômage devraient être résorbés avec la fermeture de l'écart de production. La baisse du chômage pourrait être encore plus importante si les différentes réformes du marché du travail introduites en 2012 parvenaient à réduire le chômage structurel à l'avenir.

Deuxièmement, la révision à la baisse du NAWRU (voir encadré 4) et la réduction correspondante des déficits structurels<sup>13</sup> devraient normalement entraîner un assouplissement de la politique de rigueur. La Commission Européenne insiste sur le maintien des efforts budgétaires décidés avant la révision mais sa position pourrait s'assouplir *de facto* si l'amélioration des finances publiques se révélait plus forte que prévu grâce au rebond de l'activité. Par ailleurs, la phase aigüe de la crise surmontée, le respect de la règle d'or (i.e. un déficit public structurel inférieur à 0,5% du PIB à moyen terme) pourrait davantage dépendre de nouvelles révisions à la baisse du NAWRU par la Commission que de l'empilement de mesures d'austérité.

La reprise économique espagnole s'accompagne d'une question, rendue nécessaire par la crise des dettes en zone euro : comment, à l'avenir, concilier équilibre intérieur et équilibre extérieur ?

### La nécessité du désendettement extérieur

La crise des dettes souveraines en zone euro a mis en lumière l'interdépendance des problématiques d'endettements public et privé. Hormis en Grèce, où la crise est née d'une mauvaise gestion des finances publiques *stricto sensu*, les difficultés budgétaires des autres pays périphériques (Espagne, Portugal, Irlande) sont issus de déséquilibres macroéconomiques pour partie inévitables dans une zone monétaire dénuée de fédéralisme budgétaire (voir *supra*). Avec le tarissement des flux de capitaux extérieurs consécutif à la crise mondiale, les déficits du secteur privé espagnol ont engendré ceux du secteur public. La dette publique qui avait fortement baissé suite à l'entrée dans l'UEM, a quasiment triplé entre 2007 et 2013. L'endettement privé a été partiellement mutualisé, exposant l'Etat espagnol à la défiance des investisseurs. Finalement, alors que la création d'une monnaie unique était censée exclure la possibilité d'une crise de balance des paiements, cette dernière s'est matérialisée sous la forme d'une crise de dette souveraine.

Afin de prévenir la répétition d'un tel enchaînement, la surveillance des finances publiques des Etats membres a été étendue aux déséquilibres macroéconomiques avec la mise en place du *Six-Pack* en 2011. Dans ce cadre de supervision élargi, l'accent est mis sur la résorption des déséquilibres extérieurs dont la crise a montré qu'ils représentaient un risque pour la stabilité financière des Etats. En particulier, la position extérieure nette (i.e. le solde de l'actif et du passif financier d'un pays vis-à-vis du reste du monde) ne devra pas, à l'avenir, dépasser -35% du PIB. Pour les pays qui, comme l'Espagne, ont accumulé un stock important de dette externe, l'ajustement promet d'être long. Fin 2013, la position extérieure nette de l'Espagne atteignait -98% du PIB.

La position extérieure nette très négative de l'Espagne est le résultat de l'accumulation de déficits courants importants entre 2001 et 2008. Sa réduction suppose, à l'inverse, une période prolongée d'excédents courants. Dans son dernier rapport sur les déséquilibres macroéconomiques, la Commission Européenne estime, sur la base de prévisions plutôt favorables et en négligeant les effets de valeur<sup>14</sup>, qu'un excédent courant moyen de 3,4% du PIB serait nécessaire pour ramener la position extérieure nette à -35% du PIB d'ici 2023. En retenant une cible plus souple, -50% du PIB en 2023, un excédent moyen de 1,7% serait toujours requis. Alors que l'économie espagnole redémarre et que la demande intérieure se redresse, sa capacité à générer durablement des excédents courants est mise en question.

### Le diagramme de Swan

Le diagramme de Swan (1955) offre une représentation interactive de l'équilibre intérieur et extérieur d'une économie en fonction du niveau de la demande intérieure et du taux de change effectif réel. Comme dans le modèle IS/LM, l'axe des abscisses représente une quantité, la demande intérieure, qui est le volume de production absorbée par l'économie nationale. L'axe des ordonnées correspond à un prix, le taux de change réel (TCR), c'est-à-dire le prix de la production nationale à l'étranger (voir graphique 15).

Deux droites d'équilibre sont définies. La droite (EI) représente l'équilibre intérieur et correspond à l'ensemble des combinaisons de taux change réel et de demande intérieure pour lesquelles le taux de chômage est égal à son niveau d'équilibre. La pente de la droite (EI) est positive : lorsque le taux de change réel s'apprécie, la baisse des exportations doit être compensée par une élévation de la demande intérieure afin de restaurer l'équilibre sur le marché du travail. Tous les points situés à gauche de (EI) correspondent à des situations où le taux chômage est supérieur à son niveau d'équilibre car la demande intérieure n'est pas assez élevée au regard du taux de change réel. À l'inverse, les points à droite de (EI) correspondent à des situations où l'excès de demande intérieure (par rapport au taux de change réel) génère des tensions inflationnistes.

La droite (EE) représente l'équilibre extérieur et correspond, de façon semblable, aux différentes combinaisons de taux de change et de demande intérieure qui assurent l'équilibre du compte courant

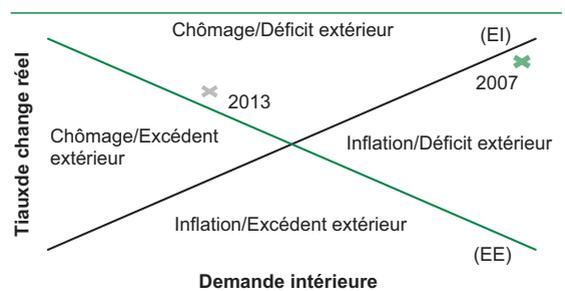
(celui-ci pouvant être défini comme un compte courant égal à zéro ou par rapport à une cible). Sa pente est négative : lorsque le taux de change réel s'apprécie, la perte de compétitivité des exportations doit être compensée par un recul de la demande intérieure et des importations pour restaurer l'équilibre extérieur. Les points situés à gauche de (EE) correspondent à des situations d'excédent courant. Les points situés à droite de (EE) correspondent à des situations de déficit courant.

L'équilibre global, défini comme la réalisation simultanée de l'équilibre intérieur et extérieur, correspond au point d'intersection des droites (EI) et (EE). Le diagramme de Swan permet de caractériser quatre situations de déséquilibres : chômage et déficit courant, chômage et excédent courant, inflation et déficit courant, inflation et excédent courant.

### Taux de change externe et interne

À l'aide du diagramme de Swan, il est possible de représenter schématiquement le changement de situation de l'économie espagnole entre 2007 et 2013. Le solde courant est passé d'un déficit de 10% du PIB à un excédent de 0,8% et le taux de chômage a augmenté de 18 points. L'économie espagnole s'est rapprochée de l'équilibre extérieur (défini ici comme l'excédent courant « cible » pour réduire la position extérieure nette à -50% du PIB) mais au prix d'un déséquilibre intérieur important (voir graphique 15).

### Diagramme de Swan



Graphique 15

Source : BNP Paribas

Ce déplacement est caractéristique des ajustements par « dévaluation interne » réalisés dans les pays périphériques de la zone euro. Sans possibilité de dévaluer, la baisse du taux de change réel a résulté uniquement de la compression de la demande intérieure et du ralentissement associé de l'inflation.

Pour comprendre les mécanismes à l'œuvre, il convient de distinguer les biens et services échangeables de ceux qui ne le sont pas<sup>15</sup>. Le taux de change réel (TCR) étant défini par rapport à l'évolution des prix d'un panier composé de biens et services échangeables et non échangeables, il peut donc être décomposé en deux sous-composantes : le TCR externe, défini par rapport au prix des biens et services échangeables, et le TCR interne, défini par rapport au prix relatif des biens et services non échangeables vis-à-vis des biens et services échangeables (voir encadré 5).

#### Encadré 5

##### Taux de change externe et interne

*Le taux de change réel est égal au taux de change nominal corrigé des prix*

$$q = e + p - p^*$$

*Les variables sont exprimées en logarithme : q désigne le taux de change réel, e le taux de change nominal, p est le niveau des prix nationaux et p\* le niveau des prix étrangers.*

*L'indice des prix comprend des biens et services échangeables et non échangeables*

$$p = \gamma p_e + (1 - \gamma) p_{ne}$$

*Où p<sub>e</sub> et p<sub>ne</sub> désignent respectivement les prix des biens et services échangeables et non échangeables et γ la part des biens et services échangeables dans la production.*

*Il est alors possible d'écrire :*

$$p = p_e + (1 - \gamma) * (p_{ne} - p_e)$$

*Ce qui est également valable à l'étranger:*

$$p^* = p_e^* + (1 - \gamma^*) * (p_{ne}^* - p_e^*)$$

*Le taux de change réel peut donc être exprimé de la manière suivante :*

$$q = e + p_e - p_e^* + (1 - \gamma)[(p_{ne} - p_e) - (p_{ne}^* - p_e^*)] + (\gamma - \gamma^*) (p_{ne}^* - p_e^*)$$

*Soit, en faisant l'hypothèse que  $\gamma \approx \gamma^*$*

$$q = q_e + (1 - \gamma)[(p_{ne} - p_e) - (p_{ne}^* - p_e^*)]$$

*Le taux de change réel dépend donc :*

*- d'une composante externe :*

$$q_e = e + p_e - p_e^*$$

*- d'une composante interne :*

$$(1 - \gamma)[(p_{ne} - p_e) - (p_{ne}^* - p_e^*)]$$

Le TCR externe est une mesure directe des termes de l'échange et donc de la compétitivité-prix des biens et services échangeables. Il dépend du taux de change nominal et du prix relatif des biens échangeables. Dans le cadre de l'UEM, la seule source de dépréciation du TCR externe est donc une baisse du prix relatif des biens et services échangeables nationaux par rapport aux biens et services échangeables des autres pays membres. Or, une telle discrimination n'est pas toujours possible. Le prix des biens et services échangeables étant soumis à une forte concurrence internationale, les producteurs sont généralement « price taker » et ne disposent, de ce fait, que de marges de manœuvre très limitées pour influencer sur les prix. L'intégration des marchés en zone euro a, de plus, renforcé l'uniformisation des prix des biens et services échangeables (Rogers, 2007). Ainsi, malgré la forte compression des coûts salariaux unitaires, le TCR externe espagnol intra-UEM n'a baissé que de 0,8% depuis début 2012, ne faisant qu'interrompre la forte appréciation à l'œuvre depuis 2000<sup>16</sup>.

Cela n'a pas empêché la très forte croissance des exportations entre 2007 et 2013 (+16% en volume). En réalité, la faiblesse de la base d'exportation espagnole avant la crise reflétait davantage le nombre important d'entreprises incapables d'exporter que l'insuffisante compétitivité des firmes exportatrices. La baisse des coûts de production unitaires à partir de 2010 a ainsi permis à de nouvelles entreprises, qui jusqu'alors n'arrivaient pas à atteindre le seuil de compétitivité-coût critique pour exporter, de se projeter à l'étranger. Par ailleurs, les exportations ont bénéficié de la compétitivité hors-prix des grandes entreprises espagnoles et de la diversification croissante de leurs débouchés hors-zone euro. Mesuré vis-à-vis d'un groupe plus large de 37 pays industriels, le TCR externe espagnol s'est déprécié de 3,5% par rapport au pic de 2009.

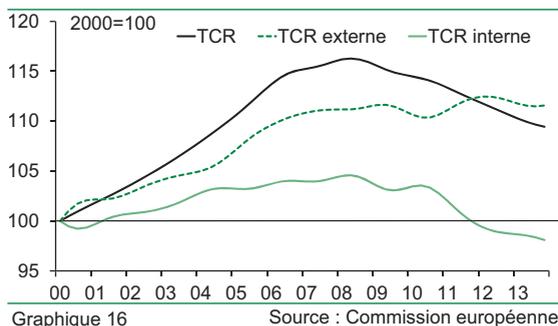
Le TCR interne est une mesure de la compétitivité interne d'un pays. Une dépréciation du TCR interne correspond, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse du prix relatif des biens et services non échangeables vis-à-vis des biens et services échangeables. Les biens et services non échangeables ne pouvant pas être exportés, leur prix varie en fonction de la demande intérieure. Celle-ci a baissé de plus de 15% entre 2007 et 2013 en Espagne, provoquant une dépréciation du TCR

interne intra-zone de 5,6%. Selon l'élasticité de substitution, une dépréciation du TCR interne provoque un déplacement de la demande intérieure en faveur des biens et services non échangeables, c'est-à-dire une plus forte contraction des importations. Elle constitue également une incitation à réallouer les ressources de l'économie depuis les secteurs des biens et services non échangeables vers ceux des biens et services échangeables ce qui peut, le cas échéant, accroître la capacité d'exportation de l'économie.

### De déséquilibres en déséquilibres ?

La dépréciation du TCR espagnol intra-UEM entre 2007 et 2013 est restée limitée (-5,9%) résultant essentiellement d'une baisse du prix relatif des biens et services non échangeables liée à l'austérité et à la crise immobilière (voir graphique 16). Il n'y a toutefois pas eu de véritable changement dans la structure de l'économie : la part relative de l'emploi dans les secteurs échangeables a stoppé sa chute et s'est stabilisée autour de 40%, principalement du fait de l'effondrement du secteur de la construction, mais elle a peu augmenté<sup>17</sup>. En définitive, l'amélioration du compte courant est principalement due à la contraction des importations et à l'internationalisation croissante des entreprises existantes face à l'absence de débouchés internes. Cette dernière a été réalisée à la fois via l'augmentation du nombre de firmes exportatrices (hausse de la marge extensive) et via l'augmentation des ventes à l'étranger des entreprises déjà exportatrices (hausse de la marge intensive).

### Taux de Change Réel intra-UEM



La reprise de la demande intérieure en Espagne devrait permettre à l'économie de tendre vers l'équilibre intérieur mais elle soulève naturellement la question de l'évolution du solde courant. Bien qu'une large part de l'ajustement extérieur réalisé durant la crise soit de nature permanente<sup>18</sup>, la fermeture de l'*output gap* semble contradictoire avec la hausse des excédents courants, à structure économique constante. En utilisant, une version simplifiée du modèle développé par Obsfeld et Rogoff (2000)<sup>19</sup>, nous calculons que la dépréciation du TCR interne requise pour générer l'excédent courant « cible » une fois l'équilibre intérieur atteint, est de l'ordre de 11% (voir encadré 6).

En l'absence de fortes créations d'emplois dans les secteurs susceptibles d'exporter, l'Espagne semble donc contrainte d'opérer durablement sous son potentiel pour poursuivre le désendettement extérieur, une perspective qui n'est pas sans risques, aussi bien politiquement qu'économiquement<sup>20</sup>.

### Condamnée au déséquilibre intérieur ?

L'atteinte d'un équilibre global dépendra donc beaucoup de l'évolution de la structure économique espagnole et donc, notamment, de la composition sectorielle des créations d'emplois. En effet, plus le poids des biens et services échangeables dans la production est élevé, plus l'ajustement repose sur une fraction importante de l'économie et moins la dépréciation du TCR nécessaire à l'équilibre extérieur est importante. Dans le même temps, l'équilibre intérieur dépend moins de la demande intérieure et davantage du commerce extérieur. Graphiquement, les courbes (EE) et (EI) se déplacent vers le haut.

Comme nous l'avons évoqué plus haut, la part des secteurs de biens et services échangeables dans l'économie a peu augmenté pendant la crise. Il est vrai que la faiblesse de la demande extérieure, la pénurie du crédit, la fuite des capitaux liée à la crise de confiance, ont probablement découragé et/ou entravé le développement de nouvelles entreprises exportatrices, et ce d'autant plus que ces dernières sont souvent intensives en capital. A l'inverse, l'amélioration des conditions de financement et des perspectives de croissance mondiale pourraient faciliter à l'avenir le déploiement des ressources vers les secteurs producteurs de biens et services

échangeables. Dans son dernier rapport sur les déséquilibres macroéconomiques, la Commission Européenne souligne que les secteurs exportateurs (automobile, pharmaceutique, industrie chimique, industrie d'équipement en particulier) présentaient, fin 2013, des perspectives d'emploi et d'investissement plus favorables que la moyenne de l'économie, en dépit de taux d'utilisation des capacités de production toujours faibles.

La transformation de la structure productive espagnole pourrait donc être en marche. Elle reste cependant contrainte par la faible employabilité des chômeurs, en particulier les anciens travailleurs de la construction. Une étude de la banque d'Espagne<sup>21</sup> comparant la structure du chômage en Espagne à celle de l'emploi en zone euro (i.e. davantage tournée vers les biens et services échangeables) montre un mésappariement important résultant de divergences entre le faible capital humain moyen des chômeurs, et les qualifications élevées généralement requises par les secteurs exposés à la concurrence internationale. Ainsi, plus d'un tiers des chercheurs d'emplois ne dispose pas de qualification formelle. Plus généralement, le système éducatif espagnol affiche des résultats inférieurs à la moyenne européenne. En 2013, seulement 55% de la population espagnole en âge de travailler avait achevé le deuxième cycle des études secondaires contre 70% dans la zone euro. Pour la tranche d'âge 20-24 ans, cette statistique n'atteignait que 64% en Espagne contre 79% dans la zone euro. Parmi les facteurs explicatifs, le décrochage scolaire, bien que diminuant, reste à des niveaux très élevés (23,5%).

Face à cette situation, les politiques de requalification des chômeurs, en particulier ceux de longue durée, apparaissent absolument nécessaires, de même que le développement de la formation continue, de l'alternance et des contrats d'apprentissage, qui sont moins utilisés en Espagne que dans le reste de la zone euro. Plus généralement, l'investissement dans le système éducatif est une priorité pour élever structurellement la productivité de l'économie espagnole, seule solution pour allier à l'avenir élévation durable des niveaux de vie et compétitivité externe.

Le développement des secteurs des biens et services échangeables pourrait être encore stimulé par des politiques publiques ciblées, destinées à

augmenter leur prix relatif sans peser sur la demande. Il peut s'agir, par exemple, de l'augmentation de la concurrence au sein des secteurs abrités : en réduisant les marges excessives de certaines activités non exposées à la concurrence internationale, cela permettrait de réorienter le capital vers les secteurs exportateurs et de réduire leurs coûts de production intermédiaires dont une partie est constituée de biens et services non échangeables. Dans un autre registre, des mesures de soutien à la R&D pourraient encourager la montée en gamme des biens et services échangeables. Les marges de progression sont vastes pour améliorer la qualité de la production scientifique, favoriser la collaboration public-privé<sup>22</sup> et faciliter la transformation des résultats de la recherche et de l'innovation en produits commerciaux. Dans la même veine, l'investissement public dans les infrastructures et notamment, compte tenu de la position géographique de l'Espagne, les transports, pourrait stimuler la compétitivité et la croissance des secteurs exportateurs. Enfin, la faiblesse de la base d'exportation étant aussi liée à la prédominance de petites entreprises, la levée des obstacles administratifs ou réglementaires qui entravent le potentiel de croissance des firmes constitue un enjeu de premier plan. Le FMI compte 2700 barrières réglementaires, la plupart au niveau régional, qui contraignent le développement des entreprises sur l'ensemble du territoire. La mise en application réussie de la Loi d'Unification du Marché, votée fin 2013, est essentielle pour lutter contre l'atomisation de la structure productive espagnole et ainsi accroître son potentiel d'internationalisation.

Enfin, si jusqu'ici nous avons traité la question du rééquilibrage des comptes extérieurs uniquement du point de vue espagnol, il va de soi qu'un ajustement plus symétrique en zone euro, mettant à contribution à la fois les pays excédentaires et déficitaires, le rendrait plus aisé. Une appréciation du TCR interne des pays à excédent structurel (Allemagne, Pays-Bas, Autriche en tête) réduirait d'autant la dépréciation nécessaire du TCR des pays déficitaires. Elle permettrait en outre de réduire les pressions à la hausse de l'euro, améliorant la compétitivité-prix des exportations espagnoles hors-UEM.

## Encadré 6

### Compte courant et prix relatifs

Obsfeld et Rogoff (2000) ont développé un modèle dans lequel la variation du solde courant ne dépend que de la variation de la demande intérieure pour les biens et services échangeables en fonction de leur prix relatif.

Le modèle fait l'hypothèse que l'allocation des facteurs de production est fixe et que l'utilité des consommateurs est décrite par l'équation suivante :

$$U = \left[ \gamma^{1/\theta} C_e^{\theta-1/\theta} + (1-\gamma)^{1/\theta} C_{ne}^{\theta-1/\theta} \right]^{\theta/\theta-1}$$

Où  $\gamma$  désigne la part des biens et services échangeables dans la production,  $C_e$  et  $C_{ne}$  la consommation respective de biens et services échangeables et non échangeables,  $\theta$  l'élasticité de substitution entre les biens et services échangeables et non échangeables.

A partir de l'optimisation de la fonction d'utilité les auteurs dérivent l'équation de prix relatif suivante :

$$p = \frac{p_{ne}}{p_e} = \left( \frac{1-\gamma}{\gamma} \right)^{1/\theta} \left( \frac{C_e}{Y_{ne}} \right)^{1/\theta}$$

Où  $Y_{ne}$  est la production de biens et services non échangeables. Cette équation peut être utilisée pour calculer la variation de prix relatif nécessaire au passage du solde courant structurel espagnol à son niveau « cible » de 1,7% du PIB, requis pour réduire la position extérieure nette à 50% du PIB en 2023.

Nous supposons ici que le solde courant espagnol structurel (c'est-à-dire lorsque le taux de chômage est à son niveau structurel) est en déficit de 3% du PIB<sup>23</sup>. Nous supposons en outre que l'élasticité de substitution est de 1 et que les biens et services échangeables représentent 40% de la production nationale. L'ajustement des prix relatifs correspondant est de 10,9%.

Les résultats sont détaillés dans le tableau suivant :

Solde courant (% PIB)	-3,0%	1,7%
$\theta$	1	1
$Y_{ne}$	60	60
$Y_e$	40	40
$C_e$	43	38,3
$p$	1.08	0.96
$\Delta p$		-10,9%



Européenne s'est dotée d'outils de supervision des déséquilibres macroéconomiques, une évolution positive au regard des enchainements à l'œuvre durant la crise. Il est cependant regrettable que ces déséquilibres soient principalement appréhendés du côté des déficits sans critères symétriques du côté des excédents<sup>24</sup> : la forte disparité des niveaux d'activité et de chômage entre Etats membres réduit incontestablement les bénéfices attendus d'une union monétaire. Elle menace par ailleurs l'adhésion démocratique au projet européen, une condition absolument nécessaire à son approfondissement.

Alors que l'Espagne émerge de l'une des pires crises économiques de son histoire, les conditions du retour à la prospérité demeurent nombreuses et exigeantes. Les difficultés structurelles, largement ignorées pendant les années de bulle immobilière, en partie traitées depuis 2010, restent importantes et devront être affrontées. Car si la très forte détérioration du marché du travail depuis 2007 ne revêt pas nécessairement un caractère permanent, le taux de chômage d'équilibre est historiquement élevé et le retour au modèle de croissance d'avant crise est *a priori* exclu. Le pays devra, à l'inverse, continuer à purger les excès de la décennie passée, ce qui amène à s'interroger sur sa capacité à répondre au défi du désendettement d'une façon socialement acceptable.

La réalisation simultanée d'un équilibre intérieur et extérieur suppose d'allouer davantage de ressources de l'économie à la production de biens et services échangeables. A cet effet, l'amélioration du capital humain via, notamment, des investissements dans l'éducation et la requalification des chômeurs de longue durée est capitale. Des mesures visant la réduction des marges excessives dans les secteurs protégés, l'orientation des investissements vers les activités porteuses d'innovation et l'élimination des barrières réglementaires à la croissance des entreprises apparaissent également nécessaires. Au moment où la détente des conditions financières et le retour de la croissance poussent au *statu quo*, la poursuite des réformes est un enjeu de premier plan.

L'évolution de la situation économique espagnole est également indissociable de l'évolution institutionnelle de la zone euro. Une plus grande prise en compte de l'hétérogénéité des pays membres conduisant l'Union monétaire à mettre en commun davantage de ressources réduirait l'ampleur et le coût de l'ajustement extérieur requis pour les pays structurellement déficitaires. Mais il s'agit de toute évidence d'un processus de long terme. A horizon rapproché, une meilleure synchronisation des politiques économiques au sein de l'UEM est souhaitable. La Commission

Achévé de rédiger le 30 mai 2014  
[thibault.mercier@bnpparibas.com](mailto:thibault.mercier@bnpparibas.com)

## NOTES

<sup>1</sup> L'inflation est ici appréhendée par rapport au prix du PIB et non par rapport à l'indice des prix à la consommation. La croissance du déflateur du PIB représente l'inflation des prix à la production, excluant donc les importations et la TVA. Cette mesure a plus de sens lorsqu'il s'agit de compétitivité.

<sup>2</sup> Voir notamment Krugman (1993)

<sup>3</sup> Voir notamment Iyer, Lopes, Peydro et Schoar, 'Interbank liquidity crunch and the firm credit crunch : evidence from the 2007-2009 crisis', avril 2013

<sup>4</sup> Nous considérons ici l'indice des prix à la consommation comme déflateur puisque a priori les négociations salariales se fondent sur l'évolution anticipée des prix à la consommation (i.e. incluant TVA et importations) plutôt qu'à la production.

<sup>5</sup> Voir S.Puente et S.Galan, 'Analysis of composition effects on wage behaviour', banque d'Espagne, février 2014

<sup>6</sup> Le chômage frictionnel est la période de chômage qui peut exister entre le moment de la recherche d'emploi et le moment de l'embauche.

<sup>7</sup> L'écart entre le PIB observé et le PIB potentiel (output gap) dépend également du stock de capital et de la productivité totale des facteurs. L'estimation du NAWRU est celle qui est la plus sujette à débat.

<sup>8</sup> Voir notamment Krugman (2011), Andrés et Domenech (2013)

<sup>9</sup> Voir Gali 'The return of the wage Phillips curve' Journal of the European Economic Association Vol 9/3, 2011

<sup>10</sup> Voir Akerlof, Dickens et Perry (1996)

<sup>11</sup> Voir 'Cyclical and structural unemployment in the euro area, Labour Market developments in Europe', European Commission, 2013

<sup>12</sup> Rappelons qu'en 2007, la Commission Européenne considérait que l'Espagne ne présentait pas de signes de surchauffe. Ce n'est qu'à partir de l'éclatement de la bulle immobilière qu'elle a révisé ses estimations passées d'output gap et de NAWRU.

<sup>13</sup> Les déficits publics structurels ont été révisés, passant de 4,2% du PIB en 2013 (Hiver 2014) à 2,4% (Printemps 2014).

<sup>14</sup> Les hypothèses de la Commission sont une croissance moyenne du PIB de 1,8% et une inflation de 1,9%. Les effets de valeur (qui peuvent résulter de différences de composition des portefeuilles d'actif et de passif en termes de rendements, de maturité etc...) sont négligés.

<sup>15</sup> Les biens et services échangeables sont ceux qui peuvent être exportés et importés. A l'inverse, les biens et services non échangeables doivent être consommés localement.

<sup>16</sup> Le TCR intra-UEM est calculé à partir du déflateur du PIB, c'est-à-dire du prix de la production nationale. Le TCR externe est calculé à partir du prix des exportations ce qui ne revient pas exactement à appréhender le prix des biens et services échangeables. En particulier, le prix des exportations espagnoles ne prend pas en compte le prix de la production de biens et services échangeables nationale consommée localement. De la même manière, le prix des exportations étrangères ne retient que le prix des biens et services échangeables étrangers consommés en Espagne et pas leur prix lorsqu'ils sont consommés dans leur pays d'origine. Le TCR interne est calculé comme le ratio du TCR (basé sur le déflateur du PIB) et du TCR externe (basé sur le prix des exportations).

<sup>17</sup> Nous considérons comme faisant partie des secteurs échangeables : Agriculture, sylviculture et pêche, industrie manufacturière, transport, hébergement et activité de restauration, activités bancaire et d'assurance, activités spécialisées scientifiques et techniques.

<sup>18</sup> La Commission Européenne notamment insiste sur le caractère permanent de l'ajustement. L'analyse s'appuie en partie sur l'évolution des exportations, dont la forte croissance a joué un rôle crucial dans la résorption des déséquilibres commerciaux durant la crise. Cette dernière étant en partie liée à une hausse des marges extensives (i.e. l'augmentation du nombre de firmes exportatrices) et les coûts fixes associés à la pénétration sur les marchés étrangers étant importants, les gains de marché devraient s'avérer pérennes. Toutefois, l'estimation de la CE repose surtout sur la perte permanente de demande consécutive à la crise. Or, si la correction dans le secteur de la construction devrait effectivement limiter les déficits commerciaux, le niveau du taux de chômage structurel (et donc de la demande potentielle) est, comme nous l'avons vu, sujet à débat et à révision. En retenant un taux de chômage structurel de 15% (soit 4-5 points en deçà de l'estimation actuelle du NAWRU par la CE), le rebond de la demande intérieure serait plus vigoureux et accompagné d'une détérioration plus marquée du compte courant une fois l'output gap fermé.

<sup>19</sup> Obstfeld, Rogoff, 'The unsustainable US current account revisited', NBER working paper, 2000

<sup>20</sup> Une inflation faible soutient la compétitivité et permet d'améliorer le solde extérieur, mais elle augmente en même temps la charge réelle de la dette publique, rendant plus difficile le désendettement intérieur.

<sup>21</sup> Voir Lacuesta, Puente, Villanueva, 'Sectoral change and implications for occupational mismatch in Spain', banque d'Espagne, juillet 2012

<sup>22</sup> D'après la Commission Européenne « la création de la nouvelle agence de l'État pour la recherche, qui devrait assurer une gestion efficiente de l'investissement public en R&D, est toujours en attente ».

<sup>23</sup> Nous faisons l'hypothèse que l'élasticité du compte courant à l'output gap est de 0,5. L'output gap mesuré par la Commission européenne étant de 8% en 2013 et le solde courant de +0,8% du PIB, il ressort que le solde courant corrigé du cycle est de -3,2% du PIB.

<sup>24</sup> Ainsi les déficits courants sont autorisés dans une limite de 4% du PIB contre 6% pour les excédents. La limite inférieure du stock de dette extérieure nette n'a pas d'équivalent du côté des actifs nets.