

**2****ÉTUDE**

Économies européennes : le risque politique va-t-il gâcher la «fête» en 2017 ?

**2**

Le tempo politique s'accélère en Europe

**3**

Crise économique rime avec montée du risque politique

**6**

Quel effet des incertitudes politiques sur la croissance en Europe ?

# PANORAMA

OCTOBRE 2016

## Économies européennes : le risque politique va-t-il gâcher la «fête» en 2017 ?

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



**R**éférendum britannique de juin, élections législatives en Espagne de décembre 2015 et juin 2016,... Les échéances politiques aux issues inattendues et aux conséquences incertaines se sont multipliées en Europe ces douze derniers mois. Or, le tempo politique va encore s'accélérer dans l'année à venir : référendum en Italie et élection présidentielle en Autriche le 4 décembre, possibles élections législatives en Espagne le 25 décembre (la 3<sup>ème</sup> en un peu plus d'un an !), élection législative aux Pays-Bas le 15 mars, élections présidentielle et législatives en France en avril, mai et juin sans oublier le scrutin en Allemagne à l'automne 2017.

La question qui se pose face à cette accélération du tempo politique est simple : la croissance va-t-elle tenir le rythme ? Elle peut en effet être affectée de différentes manières par des incertitudes politiques accrues : report des décisions d'investissement et de dépenses des entreprises et des ménages moins confiants, repli des

marchés d'actions et montée des taux obligataires pénalisant les conditions de financement des agents économiques, ainsi qu'absence de réformes et gel de dépenses publiques en cas de vacance du gouvernement. S'il est facile d'énumérer ces canaux de transmission, il est beaucoup plus difficile de quantifier l'impact de ces incertitudes politiques sur la croissance. C'est ce que nous tentons de faire ici.

Après avoir mesuré le risque politique dans 14 pays d'Europe de l'Ouest en tenant compte notamment d'indicateurs de risque spécifiques à cette région (montée de l'euroscepticisme, du sentiment anti-immigration et morcellement des scènes politiques), nous avons construit un modèle économétrique visant à mesurer l'impact d'une montée des incertitudes politiques sur la croissance du PIB dans 5 pays : Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie et Espagne. Il nous indique que l'augmentation du risque politique observée depuis la crise a amputé la croissance de 0,2 point

en moyenne, l'effet sur l'investissement (0,5 point) étant plus élevé que celui sur la consommation des ménages (0,1 point). Cette moyenne masque cependant des différences marquées, la croissance au Royaume-Uni (0,3 point), en France (0,4), et en Espagne (0,3) étant plus affectée par le risque politique qu'en Italie et en Allemagne. Et dans le cas où les 4 derniers pays cités subissaient une montée des incertitudes politiques comparable à celle observée au Royaume-Uni au moment du referendum de juin, leur croissance serait amputée d'environ 0,5 point en moyenne.

Enfin, difficile de parler d'incertitudes politiques sans évoquer les Etats-Unis en cette fin d'année 2016. Notre modèle fait état d'un impact important sur l'économie américaine d'un choc d'incertitudes politiques d'une ampleur similaire à celui du référendum britannique (1,5 point). L'effet sur les économies européennes serait encore plus marqué, confirmant ainsi le rôle systémique de l'économie américaine.

**RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE**

<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

**coface**  
FOR SAFER TRADE

## ETUDE

Octobre 2016

# ÉCONOMIES EUROPÉENNES : LE RISQUE POLITIQUE VA-T-IL GÂCHER LA «FÊTE» EN 2017 ?

Julien MARCILLY

Économiste en chef

Hawa LY

Économiste junior

Vincent TERNISIEN

Économiste junior

## 1

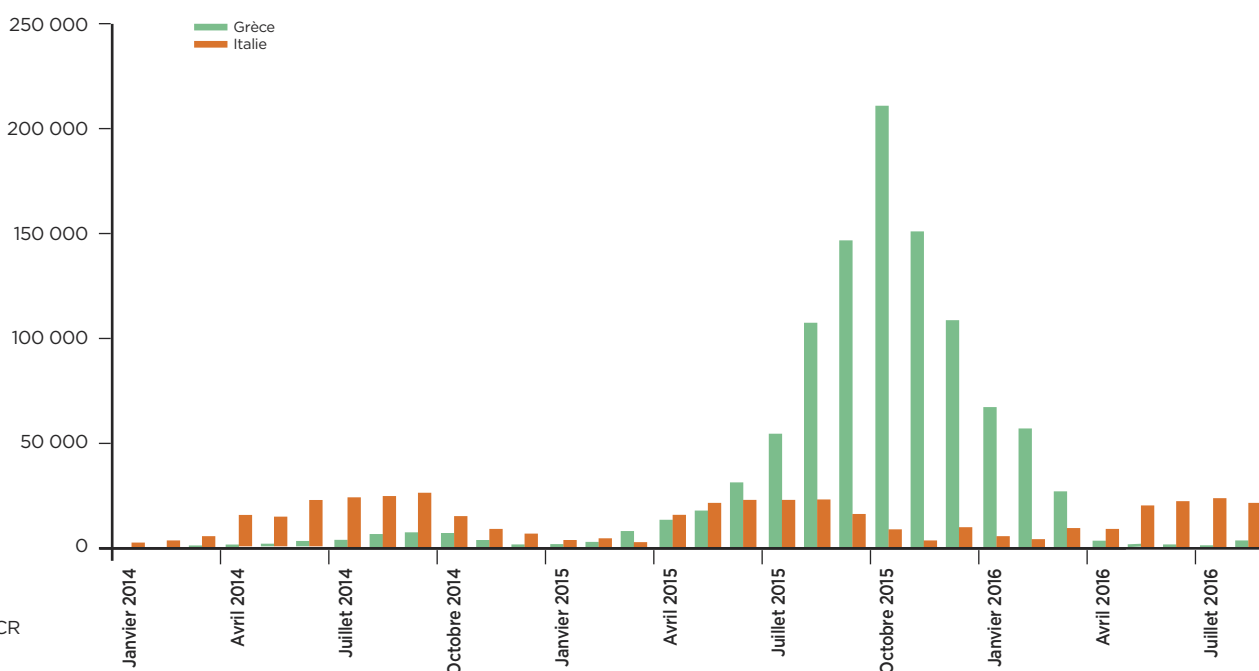
## LE TEMPO POLITIQUE S'ACCÉLÈRE EN EUROPE

Le risque politique, associé aux pays émergents pendant plusieurs décennies, concerne désormais aussi les pays avancés et en particulier l'Europe de l'Ouest (ainsi que les Etats-Unis en cette fin d'année 2016). Les premiers signes de cette montée du risque politique en Europe sont apparus en 2011, à travers les blocages institutionnels au sein de l'Union européenne et les nombreuses incertitudes politiques internes aux pays souffrant de la crise des dettes souveraines (Grèce et dans une moindre mesure Portugal, Irlande et Espagne). Depuis un an (2 élections législatives espagnoles, référendum britannique de juin), ces risques ont de nouveau monté d'un cran. Ce tempo politique va encore s'accélérer dans les douze prochains mois, qui seront marqués par des votes à l'issue incertaine dans les 4 plus grands pays de la zone euro (et même les 5 premiers si l'on inclut l'élection législative du 15 mars 2017 aux Pays-Bas).

En Italie sera organisé le 4 décembre prochain un référendum quant à la réforme constitutionnelle prévoyant notamment de réduire les pouvoirs du Sénat et ainsi d'améliorer la capacité de réforme du pays. Après avoir annoncé qu'il démissionnerait en cas de rejet du projet, le premier ministre Matteo Renzi a contribué à transformer le vote en référendum pour ou contre lui. La question des réfugiés, dont le nombre d'arrivées n'a pas diminué à la suite de l'accord signé avec la Turquie contrairement à la Grèce (voir graphique n°1), joue un rôle important dans la campagne, au même titre que la situation du secteur bancaire. Même s'il a depuis laissé entendre qu'il pourrait rester en poste même en cas de défaite, les intentions de vote restent très partagées et l'issue du vote incertaine, le « non » étant notamment soutenu par le mouvement anti-système « 5 étoiles » et le parti d'extrême droite de la Ligue du Nord. En cas de défaite et de départ du premier ministre actuel, l'avenir politique du pays à court terme serait incertain : formation d'un gouvernement technique d'union nationale ? Organisation de nouvelles élections ?

Graphique n° 1

Arrivées mensuelles de migrants en Grèce et Italie



Source : UNHCR

En Espagne, le risque qu'une 3<sup>ème</sup> élection législative en un peu plus d'un an se tienne le 25 décembre n'a pas disparu. En effet, les négociations entre les 4 principaux partis entamées après l'élection du 26 juin dernier n'ont, à ce stade, pas été plus efficaces que celles menées après le vote de décembre 2015. Le parlement a jusqu'au 31 octobre pour élire un gouvernement, sous peine d'être une nouvelle fois dissout. L'issue de ces négociations dépendra notamment de la position du parti de gauche PSOE, miné par les dissensions quant à la marche à suivre : continuer à s'opposer au vote d'investiture d'un gouvernement de coalition entre le parti de droite PP du premier ministre actuel Mariano Rajoy et le parti de centre droit anti-corruption Ciudadanos, ou s'abstenir. Cependant, la démission forcée du secrétaire général du PSOE (Pedro Sanchez), le 1<sup>er</sup> octobre 2016, pourrait ouvrir la voie à une reprise des négociations avec le PP. De nouvelles élections pourraient ainsi peser sur la confiance des entreprises et des ménages (même si cela n'a pas été le cas jusqu'ici), d'autant plus que la non approbation du budget 2017 avant la fin de l'année serait synonyme de gel de beaucoup de dépenses publiques au niveau actuel.

L'élection présidentielle française des 23 avril et 7 mai verra quant à elle s'affronter les candidats des 3 principaux partis : Les Républicains de droite, le parti socialiste de gauche et le Front National d'extrême droite. Seule la candidate de ce dernier est connue à ce stade : Marine Le Pen, quasi-certaine de participer au second tour d'après les sondages. Le candidat des Républicains, probablement l'ancien président Nicolas Sarkozy ou l'ancien premier ministre Alain Juppé, sera choisi après une primaire organisée

les 20 et 27 novembre. Son gagnant sera le favori pour accompagner Marine Le Pen et ensuite remporter l'élection. Enfin, le président François Hollande annoncera d'ici la fin de l'année s'il se représente et participe à la primaire organisée par le parti socialiste les 22 et 29 janvier. Deux de ses anciens ministres (Arnaud Montebourg et Benoît Hamon) ont déjà annoncé leur participation à cette primaire, tandis que deux autres pourraient aussi se présenter à l'élection présidentielle : Emmanuel Macron et Cécile Duflot (Verts). Sans oublier les candidatures probables habituelles de Jean-Luc Mélenchon (extrême gauche), voire celle de François Bayrou (centre-droit). Dans ce contexte de multiplication de candidats, les sources d'incertitudes possibles sont nombreuses : qui sera face à Marine Le Pen au second tour ? En cas de forte abstention au second tour, celle-ci peut-elle remporter la victoire ? Le parti du vainqueur de l'élection, quel qu'il soit, parviendra-t-il à obtenir une majorité des sièges à l'Assemblée nationale après les élections législatives de juin ?

En Allemagne, les prochaines élections législatives seront organisées entre le 23 août et le 22 octobre 2017. Les partis habituels (de droite CDU/CSU, de centre-gauche SPD, libéral du FDP, les verts et d'extrême-gauche die Linke) feront face au nouveau parti d'extrême-droite AfD (*Alternative für Deutschland*). Du score de ce dernier (actuellement de plus de 10% d'intentions de vote) dépendra la composition de la coalition des partis traditionnels. Le scénario le plus probable reste une grande coalition entre la CDU/CSU et le SPD, au sein de laquelle Angela Merkel resterait chancelière, même si les intentions de vote en faveur de son parti ont reculé depuis un an.

## 2

## CRISE ÉCONOMIQUE RIME AVEC MONTÉE DU RISQUE POLITIQUE

### La mesure du risque politique dans les pays émergents par Coface...

A la suite du « printemps arabe » qui avait permis de constater que les tensions latentes dans les sociétés émergentes pouvaient s'exprimer et se traduire par des révolutions et changements politiques, Coface avait fait évoluer sa manière de mesurer le risque politique<sup>(1)</sup> en tenant compte de cette nouvelle donne. Cette série de soulèvements populaires dans les pays du Maghreb, du Moyen-Orient et au-delà était apparue comme le résultat de dynamiques socioculturelles qui témoignent d'une aspiration des populations à plus de justice ainsi qu'à un plus grand respect de l'individu. C'est pourquoi pour mesurer le risque politique dans les pays émergents<sup>(2)</sup>, Coface a alors décidé d'utiliser des indicateurs relevant de

deux logiques. Le modèle entend repérer dans les pays émergents l'aspiration et la capacité des populations à se soulever contre un système vecteur de frustrations politiques et économiques. Ainsi des indicateurs de pressions aux changements sont pris en compte :

- le PIB/habitant : plus le niveau de développement est élevé plus l'accès aux biens essentiels (nourriture, logement, santé) est garanti à une part conséquente de la population ; de même plus les attentes de la population en termes de satisfaction des besoins supplémentaires sont grandes<sup>(3)</sup> ;

(1) Le risque politique peut être défini comme l'ensemble des événements ou décisions d'ordre politique ou administratif, nationales ou internationales pouvant entraîner des pertes économiques, commerciales ou financières pour l'entreprise, importatrices ou exportatrices, ou investissant à l'étranger.

(2) Panorama Risque Pays Coface « Les transformations du risque pays émergent », mars 2013

(3) Théorie psychologique des besoins de Maslow. B. Maslow hiérarchise les besoins des individus, selon l'idée que ceux-ci évoluent au fur et à mesure de leur satisfaction. Quand les besoins de survie sont satisfaits, des besoins autres doivent l'être (sécurité, appartenance, estime, accomplissement dans l'ordre défini par B. Maslow)

- le chômage : un taux de chômage important exclut des personnes de l'insertion professionnelle et de l'intégration sociale, contribuant ainsi à l'exacerbation des frustrations.
- l'inflation : un niveau d'inflation élevé peut rendre l'accès aux biens difficile, notamment les denrées alimentaires ;
- le coefficient de GINI : une répartition inégale des revenus (mesurée par l'indice GINI) rend la satisfaction de certains besoins sociaux difficile, comme l'accès au logement.

Ces indicateurs traditionnels de nature économique et sociale sont des variables clés. Toutefois, ils n'épuisent pas entièrement la logique de ces exaspérations. La frustration n'est pas seulement économique, elle peut être de nature politique :

- « expression et responsabilité » : comme le souligne Armatya Sen, la liberté constitue l'objectif du processus de développement. La liberté d'expression, la liberté d'association et l'existence de médias libres est donc un enjeu majeur. Aussi leur absence constitue un élément majeur de mécontentement ;
- La corruption fait naître un sentiment d'injustice et de frustration propice à la contestation.

Ces variables traduisent des frustrations économiques, sociales et politiques dans les pays. Dans un second temps, Coface mesure la capacité des pays à transformer ces pressions en changement. Les instruments du changement sont mesurés par le taux d'éducation dans l'enseignement supérieur, le taux d'alphabétisation des adultes, l'accès à internet, la proportion des jeunes, le taux de fécondité, le taux d'urbanisation et le taux de participation des femmes. Le risque politique combine donc les deux modules (pressions aux changements et instruments du changement) composés de 6 agrégats chacun.

### ... adaptée aux pays d'Europe de l'ouest

Dans le cas de pays développés tels que ceux que nous étudions ici <sup>(4)</sup>, la prise en compte des instruments ne paraît pas pertinente. Nous estimons ainsi que si les aspirations aux changements étaient présentes, les populations ne rencontreraient pas de barrières ni pour exprimer leurs exaspérations, ni pour les transformer en changement politique, à la différence des pays émergents où les moyens de provoquer le changement peuvent être bloqués par plusieurs facteurs. Pour tous les pays de l'UE, le taux d'alphabétisation est en effet supérieur à 95 % <sup>(5)</sup>. De plus, une majorité des ménages dans l'UE a accès à internet (81 % en 2014 d'après Eurostat). A l'exception de la France avec 2,01 enfants par femme, les taux de fécondité en Europe sont inférieurs à 2 enfants par femme. Enfin, les pays de l'Union sont tous fortement urbanisés.

Du côté des « pressions au changement », nous conservons le taux de chômage <sup>(6)</sup> et la corruption, source de mécontentement social. Nous y ajoutons le taux de croissance du PIB ainsi que la variation annuelle de la balance budgétaire primaire structurelle (en % du PIB), qui mesure l'effort de rigueur budgétaire qui peut être impopulaire, d'autant plus que la pression fiscale accrue se concentre souvent dans les faits sur la classe moyenne, celle qui est la plus nombreuse et qui constitue la part la plus importante du corps électoral. D'autres variables permettent de rendre compte des pressions existantes dans certains pays européens. Ces indices sont mesurés par des enquêtes, comme celle d'opinion publique sur l'immigration ou encore l'euro-scepticisme. Deux sondages réalisés deux fois par an par Eurobaromètre permettent d'observer l'évolution de l'euro-scepticisme et de la crainte migratoire. Nous retenons ainsi les indicateurs suivants :

- Le pourcentage d'individus dans le pays ayant répondu « l'immigration » à la question « Quelles sont les deux préoccupations principales que connaît votre pays ? » ;
- Le pourcentage de personnes exprimant une opinion négative lorsque la question « Quelle image avez-vous de l'UE ? » leur est posée.

Enfin, le morcellement des scènes politiques est un signe d'instabilité politique. Nous tenons donc compte de la variation du nombre de sièges de la majorité au parlement <sup>(7)</sup> après chaque élection. Une faible majorité peut être le signe d'un nombre important de partis représentés aux élections. Plus il y a de partis au parlement plus il est difficile d'avoir une majorité et donc de réformer. Pour mesurer le risque politique, dans le cas européen, on combine donc 8 variables. La croissance du PIB, le taux de chômage, la corruption et l'euro-scepticisme ont les poids relatifs les plus élevés à 15 %.

Tableau n° 1

Composantes de l'indicateur de risque politique Coface pour les pays émergents

	VARIABLE	SOURCE
PRESSIONS	PIB/habitant	FMI
	GINI	Banque mondiale
	Inflation	FMI
	Chômage	Oxford Economics
	Liberté politique	Banque mondiale
	Corruption	Banque mondiale
INSTRUMENTS	Jeunes 20-29 ans	ONU
	Niveau d'éducation	Banque mondiale
	Taux de participation des femmes	Banque mondiale
	Fécondité	Banque mondiale
	Accès internet	Banque mondiale
	Taux d'urbanisation	Banque mondiale

Source : Coface

(4) 14 pays : Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Suède et Royaume-Uni.

(5) Rapport du développement humain 2014.

(6) Un indicateur alternatif est le taux de chômage des jeunes dont les parents sont parfaitement conscients. Notons que sa prise en compte n'aurait pas changé le classement présenté ci-dessous.

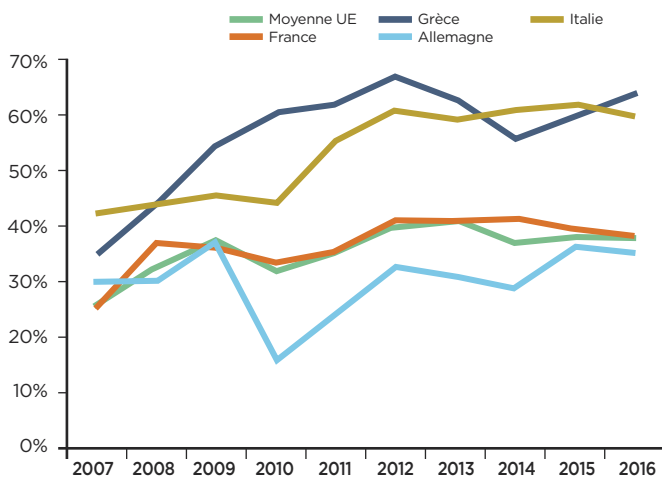
(7) Chambre basse dans le cas de parlement bicaméral

**Tableau n° 2**  
Composantes de l'indicateur de risque politique Coface pour les pays d'Europe de l'Ouest

VARIABLE	SOURCE
Croissance PIB	FMI, prévision Coface
GINI	Banque Mondiale
Chômage	Oxford Economics
Solde budgétaire structurel	FMI Fiscal Monitor
Corruption	Banque Mondiale
Eurosepticisme	Eurobaromètre
Sentiment anti-immigration	Eurobaromètre
Morcellement politique	Nationale

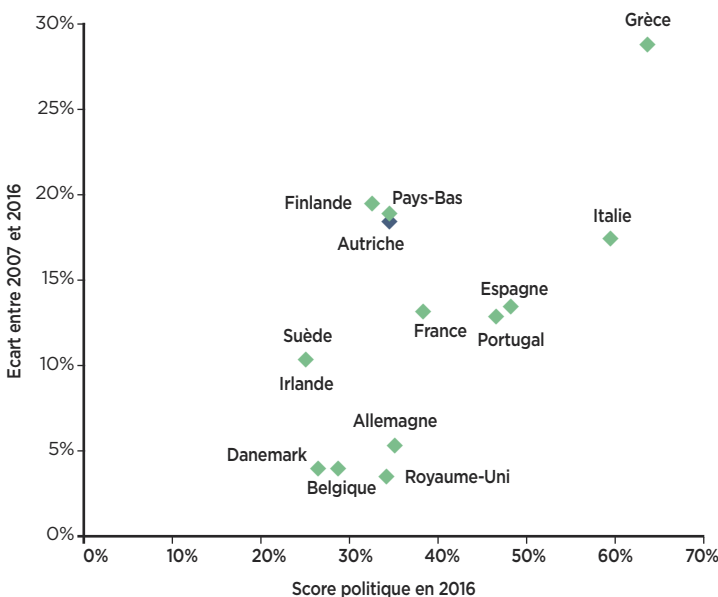
Source : Coface

**Graphique n° 2**  
Indice de risque politique Coface pour les pays d'Europe de l'Ouest



Source : Coface

**Graphique n° 3**  
Indice de risque politique Coface pour les pays d'Europe de l'Ouest



Source : Coface

Exprimé sur une échelle de 0 à 100, cet indice de risque politique a augmenté de 13 points en moyenne dans les pays étudiés entre 2007 et 2016 (voir graphique n°2). Sans surprise, le risque politique a donc significativement progressé en Europe.

Dans le détail, la Grèce et l'Italie, qui avaient déjà le score le plus élevé en 2007, sont aussi les pays dont le score a le plus augmenté. L'ensemble des indicateurs s'y sont détériorés sur la période. Notons par exemple la corruption, pourtant déjà au plus haut niveau des 14 pays étudiés en 2007, ou encore les inégalités de revenu. En Grèce, le risque atteint un pic à 67% en 2012, tandis que la majorité perd 20% de ses sièges au parlement. L'absence de reprise, le chômage élevé, la rigueur budgétaire imposée par les institutions internationales, la crise des migrants et l'important eurosepticisme (51% des grecs ont une image négative de l'UE en 2016) sont autant d'éléments expliquant un maintien du score au-dessus de 60%. En Italie, les pressions sont de même nature, la population s'étant même déclarée plus préoccupée par l'immigration que les Grecs en 2015.

Le Portugal (voir graphique n°3), au même niveau que la Grèce en 2007, présente les inégalités les plus élevées de l'échantillon ; elles n'ont pas diminué depuis 2007. Le score total reste relativement important en raison d'un taux de chômage encore très élevé (et en recrudescence). L'arrivée au pouvoir, en 2015, d'une coalition de gauche, partiellement anti UE, témoigne de la montée de l'eurosepticisme dans le pays. Alors que la reprise économique est confirmée en Espagne, les inégalités, l'important taux de chômage (22% en 2015), l'instabilité parlementaire (toujours pas de majorité après deux élections législatives) freinent la diminution des pressions. Le risque politique a également augmenté, mais de manière moins marquée, en France et en Allemagne d'après cet indicateur, reflétant la dégradation de l'environnement économique et social. La préoccupation importante de la population concernant l'immigration, ainsi qu'une opinion négative croissante sur l'UE expliquent en partie cette tendance. Sans surprise, ces deux variables sont aussi à l'origine de la progression du niveau de risque observé en Finlande (+20 points, la progression la plus importante après la Grèce à +29), aux Pays-Bas (+19 points) et en Autriche (+18 points).

Enfin, le cas du Royaume-Uni met en évidence les limites de notre modèle, dans la mesure où il associe le pays à un niveau de risque relativement faible et qui a peu augmenté (voir graphique n°3). En effet, ce dernier a du mal à capter la précarisation d'une partie de la main d'œuvre dans le cas de pays où le taux de chômage reste faible (4,9% dans le cas britannique en juillet 2016). Par ailleurs, alors que le pays a voté pour quitter l'UE en juin 2016, seulement 26% de la population a une opinion négative de l'UE (contre 32% en 2015) d'après le sondage Eurobaromètre. Ce dernier fait en revanche état d'une montée de la crainte migratoire en 2016<sup>(8)</sup>.

(8) Pour 38% de la population en 2016 c'est une préoccupation majeure.



## 3

**QUEL EFFET DES INCERTITUDES POLITIQUES SUR LA CROISSANCE EN EUROPE ?**

Croissance économique et risque politique sont interconnectés. Comme il a été présenté dans la partie précédente, une dégradation (amélioration) des conditions économiques est susceptible d'engendrer une augmentation (réduction) du risque politique : la montée du chômage, de l'inflation ou encore des inégalités de revenu peut provoquer un mécontentement social.

A son tour, un risque politique accru peut affecter l'environnement économique. L'effet de ces incertitudes politiques sur la croissance passe principalement par deux canaux de transmission qui sont susceptibles de se soutenir mutuellement : 1) baisse des marchés d'actions et augmentation des taux obligataires qui pénalisent les conditions de financement des agents économiques (Etat, entreprises et ménages) et donc leurs perspectives d'investissement et de dépenses ; 2) moindre degré de confiance des entreprises et des ménages qui les conduit à reporter ou annuler des décisions d'investissement ou de dépenses. Si elles se prolongent dans le temps, un troisième canal peut aussi être à l'œuvre : celui des politiques budgétaires. En cas de vacance prolongée du gouvernement, le gel des dépenses publiques induit un effet négatif sur l'activité.

Différentes études confirment ces interconnexions. En 2011, Aisen et Vaiga concluent qu'un degré d'incertitude politique plus élevé (mesuré par le nombre de changements de gouvernement) est associé avec une croissance du PIB par habitant plus faible, après avoir étudié la relation statistique entre ces deux variables dans 169 pays entre 1960 et 2004. Ces résultats

confirment ceux d'Alesina (1996)<sup>(10)</sup> selon lesquels la croissance du PIB de 113 pays entre 1950 et 1982 était significativement moins élevée lorsque la probabilité de chute d'un gouvernement était forte.

Mais force est de constater que les événements récents en Europe ne confirment que partiellement la théorie. Par exemple, l'économie espagnole ne semble pas à ce stade pénalisée par la vacance de gouvernement depuis fin 2015 si l'on en croit les chiffres de croissance du 1er semestre 2016. Le constat était d'ailleurs le même en Belgique en 2013-2014. Au Royaume-Uni, les conséquences économiques des incertitudes nées du vote du 23 juin sont visibles mais moins fortes que prévu (*voir Panorama Baromètre Risque Pays Coface 3<sup>ème</sup> trimestre 2016*).

Pour y voir plus clair, nous avons donc cherché à quantifier les conséquences de la montée du risque politique. Mais l'indicateur présenté dans la partie précédente peut difficilement être utilisé dans le cadre d'un modèle économétrique, sa fréquence étant annuelle. Afin de mesurer l'incertitude politique dans un pays, nous avons donc utilisé l'indice EPU (Economic Policy Uncertainty), développé par Baker, Bloom et Davis et construit à partir d'un recensement de mots-clés, définissant l'incertitude, présents dans la presse du pays étudié. Il relate trois champs différents : l'économie, la politique et l'incertitude qui eux-mêmes sont subdivisés en différentes catégories telles que les dépenses publiques, la régulation financière ou la sécurité intérieure<sup>(11)</sup>.

**Encadré n°1****Modèle statistique mesurant l'impact de l'incertitude politique sur l'activité économique**

Notre modèle est composé de 2 variables : la mesure d'incertitude politique (EPU, Economic Policy Uncertainty), développée par Baker, Bloom et Davis<sup>(12)</sup>, associée respectivement à la croissance du PIB, la croissance de la consommation des ménages et celle de l'investissement mesurée par la formation brute de capital fixe<sup>(13)</sup>. Toutes les variables sont corrigées des variations saisonnières, trimestrielles et disponibles entre le 2<sup>ème</sup> trimestre 2001 et le 2<sup>ème</sup> trimestre 2016 (soit 61 observations). Nous nous concentrons sur 5 pays d'Europe de l'Ouest (France, Allemagne, Italie, Espagne, Royaume-Uni) et les Etats-Unis (*voir encadré n°2*).

Les variables macroéconomiques sont exprimées en variation trimestrielle, l'hypothèse nulle de non-stationnarité étant rejetée pour toutes les séries à l'exception du PIB espagnol. Cette série devient stationnaire si l'on considère la période allant du 1<sup>er</sup> trimestre 2008 au

(9) Aisen A. et Vaiga F. (2011) : « How Does Political Instability Affect Economic Growth? », document de travail No WP/11/12 du Fonds monétaire international.

(10) Alesina, A. and Perotti, R. (1996). "Income distribution, political instability, and investment." *European Economic Review* 40, 1203-1228.

(11) L'indice VIX, qui mesure la volatilité implicite de l'indice de marché d'actions S&P500, aurait aussi pu être utilisé. Ses résultats sont similaires à ceux de l'EPU (*voir Ferrara et Guérin, 2016*).

(12) « Measuring Economic Policy Uncertainty », Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, NBER doc. de travail N° 21633, octobre 2015.

(13) Source : Eurostat.

2<sup>ème</sup> trimestre 2016. Nous nous focalisons ainsi sur celle-ci pour l'Espagne. La variable EPU, qui est un indice, a été log-linéarisée et nous avons pris la différence première de cette log-linéarisation. Afin d'étudier l'impact de l'incertitude sur la croissance du PIB, nous utilisons les modèles vectoriels autorégressifs d'ordre p (VAR(p)), avec p le nombre de retards choisis. Afin de spécifier le nombre optimal de retards, nous nous basons sur les critères d'informations standards (AIC, BIC, critère de Schwarz) et nous sélectionnons la spécification optimale pour chaque variable en minimisant ces critères. En fonction du pays considéré, le nombre de retards varie selon la robustesse de la spécification du modèle. De même, la présence d'une constante dépend de sa significativité dans le modèle. Afin d'éviter tout problème de multicollinéarité, nous estimons séparément l'investissement, la consommation, et le PIB. Nous cherchons donc à estimer le modèle suivant pour  $i = 1, \dots, 6$  pays, avec « EPU » l'incertitude politique, « GDP » la croissance du PIB, « conso » celle de la consommation des ménages et « invest » celle de l'investissement :

$$conso_t^i = \beta + \sum_{k=1}^{\rho} \alpha_k \Delta \ln (EPU_{t-k}^i) + \sum_{k=1}^{\rho} \beta_k conso_{t-k}^i + \epsilon_t^i$$

$$invest_t^i = \sigma + \sum_{l=1}^{\rho} \alpha_l \Delta \ln (EPU_{t-l}^i) + \sum_{l=1}^{\rho} \gamma_l invest_{t-l}^i + \epsilon_t^i$$

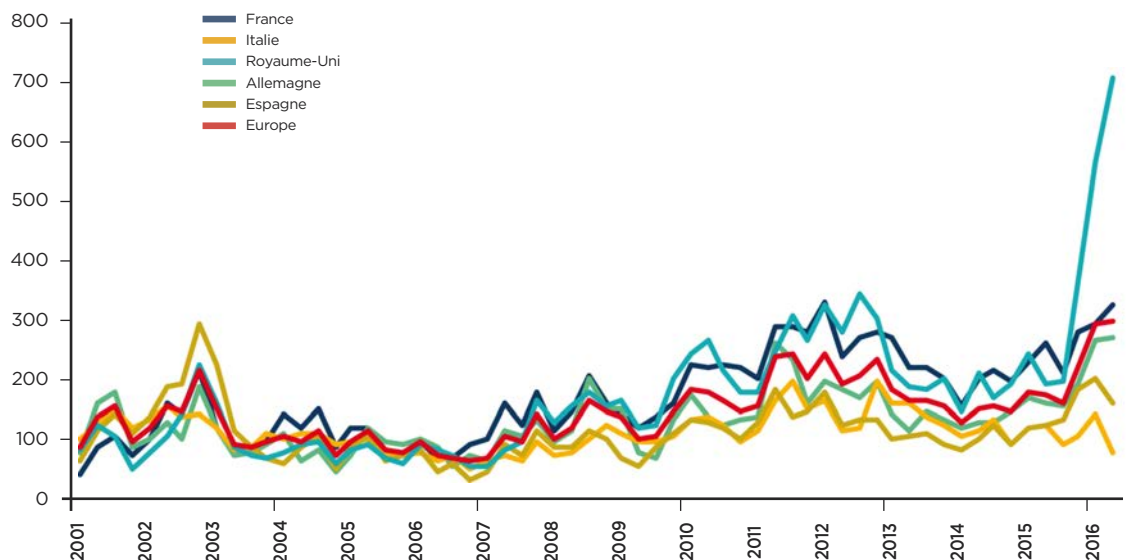
$$GDP_t^i = \rho + \sum_{m=1}^{\rho} \alpha_m \Delta \ln (EPU_{t-m}^i) + \sum_{m=1}^{\rho} \delta_m GDP_{t-m}^i + \epsilon_t^i$$

Après avoir estimé nos équations, nous modélisons un choc sur l'incertitude politique et observons son impact sur la croissance du PIB, de la consommation des ménages puis de l'investissement. Nous utilisons une décomposition de Cholesky, qui nous permet de modéliser une fonction de réponse impulsionnelle orthogonale représentée sous forme cumulée.

Depuis la crise de 2008, l'incertitude politique a augmenté de manière significative (voir graphique n°4). L'indice EPU a progressé de 117 points entre les périodes 2005-2006 et 2011-2012. La France et le Royaume-Uni sont les pays où il a le plus augmenté (respectivement 177 et 190 points). En Italie et en Espagne, la hausse n'atteint « que » 63 et 69 points). Enfin, l'Allemagne se trouve dans une situation intermédiaire (+98 points).

Dans ce contexte, nous avons mesuré l'impact de cette augmentation des incertitudes politiques depuis 2008 sur l'activité économique en Europe en utilisant un modèle VAR (voir encadré 1 pages 6 et 7). Nous avons d'abord mesuré l'effet d'une augmentation de 100 points de l'indice EPU sur le PIB, la consommation des ménages et l'investissement, soit un choc identique pour tous les pays.

Graphique n° 4  
Indice d'incertitude politique EPU



Source : Economic Policy Uncertainty

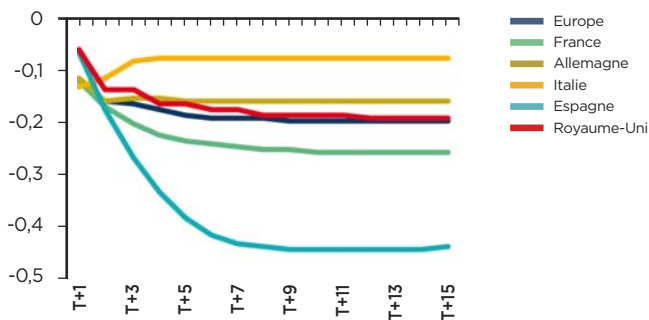
Le PIB décroîtrait de presque 0,2% en moyenne en Europe, tous les effets étant ressentis au cours de l'année suivant le choc (voir graphique n°5). Dans le détail, l'investissement (-0,5%, voir graphique n°7) baisserait davantage que la consommation des ménages (-0,1%, voir graphique n°6), signe que la confiance des entreprises est plus sensible aux incertitudes politiques que celle des ménages. Le report de leurs décisions d'investissement qui en découle a ainsi un effet plus important sur la croissance que celui lié à la baisse de

confiance des ménages (même en tenant compte des poids relatifs de la consommation des ménages et de l'investissement dans le PIB)<sup>(14)</sup>. L'Espagne est le pays dont la croissance est la plus affectée par ce choc politique uniforme. Elle est suivie de la France, du Royaume-Uni et de l'Allemagne.

Ce classement est modifié lorsque l'on n'applique pas le même choc sur les 5 pays, mais celui effectivement observé dans la période post-crise. La France ressort alors comme le pays dont la croissance a le plus souffert du risque politique (-0,4 point), suivie du Royaume-Uni et de l'Espagne (-0,3 point chacun). L'Italie ferme la marche, l'impact étant quasi-nul. Une explication possible est un effet d'accoutumance : les agents économiques italiens, ayant connu de nombreux renversements de gouvernement et élections anticipées depuis plusieurs décennies, sont habitués aux changements politiques imprévus. Cela semble être encore plus vrai pour les entreprises italiennes que pour les ménages, l'investissement étant moins pénalisé que la consommation des ménages (contrairement aux autres pays européens).

Graphique n° 5

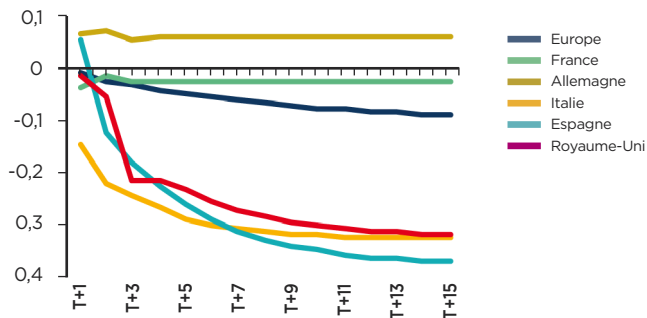
Impact cumulé sur le PIB d'un choc sur l'indice EPU (+100 points)



Source : Coface

Graphique n° 6

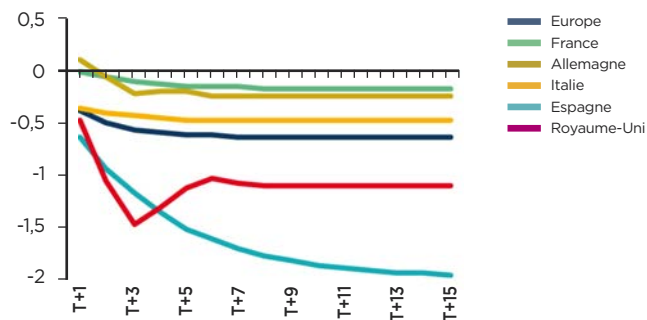
Impact cumulé sur la consommation des ménages d'un choc sur l'indice EPU (+100 points)



Source : Coface

Graphique n° 7

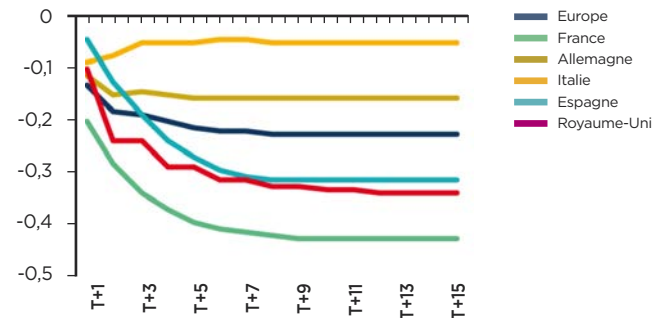
Impact cumulé sur l'investissement d'un choc sur l'indice EPU (+100 points)



Source : Coface

Graphique n° 8

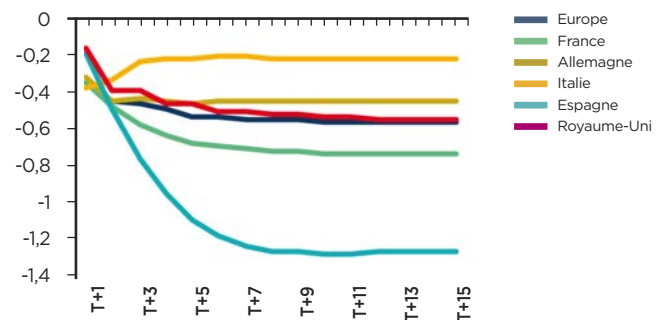
Impact cumulé sur le PIB d'un choc sur l'indice EPU observé entre 2005-2006 et 2011-2012



Source : Coface

Graphique n° 9

Impact cumulé sur le PIB d'un choc "Brexit" sur l'indice EPU (+340 points)



Source : Coface

(14) L'investissement en Europe s'élève à 19,8% du PIB alors que la consommation représente 53,4% du PIB. En prenant en compte ces pondérations, l'investissement reste quand même le plus gros contributeur au choc total sur la croissance : il explique 51% du choc, contre 21% pour la consommation.



Après avoir mesuré l'effet sur l'activité économique du choc politique observé depuis la crise de Lehman, nous nous interrogeons sur celui lié à un éventuel choc majeur dans les mois à venir. Plus précisément, l'objectif est de quantifier l'impact sur l'activité en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne d'un choc d'une ampleur comparable à celui observé au Royaume-Uni depuis le début de l'année 2016 lié au référendum sur le maintien dans l'UE (voir graphique n°9 page 8). Ce scénario d'ampleur « Brexit » serait notamment d'actualité si les sources de risque potentiel à venir d'ici fin 2017 (référendum italien, blocage politique en Espagne, élections en France et Allemagne, voir première partie) se matérialisaient. Afin de modéliser notre scénario de type « Brexit », l'amplitude du choc d'incertitude est calibrée sur l'augmentation de l'indice EPU du Royaume-Uni au cours de cette courte période, soit 340 points entre le 1<sup>er</sup> trimestre et le 3<sup>ème</sup> trimestre 2016 <sup>(15)</sup>.

Que nous indiquent les résultats ? D'abord que la croissance britannique va perdre 0,5 point en un an en raison des incertitudes occasionnées par le référendum (voir graphique n°9). Ensuite, l'économie espagnole serait sans surprise la plus affectée par un choc politique d'une ampleur similaire au référendum britannique, le modèle étant linéaire. Sa croissance serait amputée d'environ 1,2 point après un an. L'effet serait de l'ordre de 0,4 à 0,5 point pour l'Allemagne en cas de montée du risque à l'automne prochain. La croissance italienne perdrait seulement 0,2 point d'après le modèle, par exemple si l'issue du référendum du 4 décembre occasionnait un regain d'incertitude. Enfin, la croissance française perdrait environ 0,7 point, qui impliquerait une hausse de 1,2% des défaillances d'entreprises <sup>(16)</sup>.

Encadré n°2

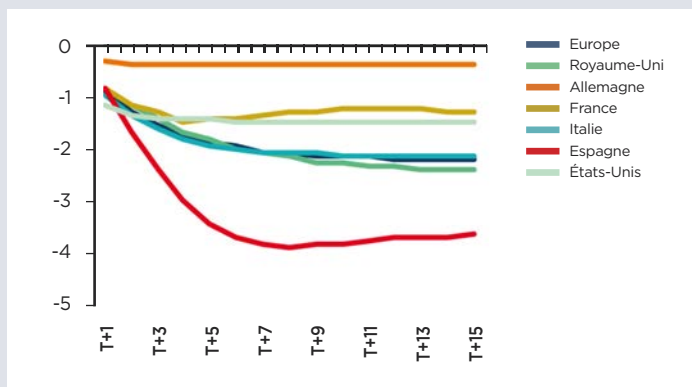
### La possible élection de Donald Trump, un risque pour les économies européennes ?

En utilisant la même méthodologie, nous tentons de mesurer l'impact d'une hausse de l'indice d'incertitude politique aux Etats-Unis comparable à celle observée au Royaume-Uni depuis le début de l'année sur la croissance américaine mais aussi sur celle des économies européennes. Celle-ci est par exemple susceptible de se matérialiser dans le cas d'une victoire de Donald Trump face à Hillary Clinton le 8 novembre prochain.

Dans ce scénario de risque, la croissance américaine perdrait 1,5 point en un an. L'effet de ce choc serait plus important sur les économies européennes (-2 points de croissance environ après un an), la France, où il serait d'un peu plus d'un point, et l'Allemagne étant deux exceptions. En apparence plus surprenants, ces résultats confirment le rôle systématique de l'économie américaine déjà observé après la crise de Lehman. Bien que la crise soit originaire des Etats-Unis, le PIB américain avait reculé de « seulement » 2,8% en 2009, soit nettement moins que celui de la zone euro (-4,5%) <sup>(17)</sup>.

Graphique n° 10

Fonction de réponse de la croissance du PIB à un choc d'ncertitude provoqué par l'élection de D. Trump



Source : Coface

(15) Seules les données de juillet et août étaient disponibles pour le 3<sup>ème</sup> trimestre lorsque la rédaction de cette étude a été achevée.

(16) Sur la base du modèle de prévision de défaillances Coface pour la France (avec DEF les défaillances, PIB le PIB et Marge le taux de marge des entreprises non financières (mesuré par le ratio EBE / VA) :  $DEF_t = c(1)*DEF_{t-1} + c(2)*PIB_t + c(3)*Marge_{t,2} + c(4)$

(17) Selon Citigroup, si Trump accède à la présidence, le PIB mondial se contracterait de 0,7 à 0,8 point de pourcentage par le biais des marchés financiers qui seraient nourris par l'incertitude.

---

**RESERVE**

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

---

Photo : © Fotolia - Maquette : Les éditions stratégiques

**COFACE SA**

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France  
[www.coface.com](http://www.coface.com)

