Zone euro : coupée en deux

Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon

▶ **To cite this version:**

Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon. Zone euro : coupée en deux : Perspectives 2011-2012 pour l'économie européenne. Revue de l'OFCE, 2011, 117, pp.43 - 89. hal-01024374v2

HAL Id: hal-01024374

https://sciencespo.hal.science/hal-01024374v2

Submitted on 21 Jun 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Zone euro : coupée en deux *

Perspectives 2011-2012 pour l'économie européenne

OFCE, Centre de recherche
en économie de Sciences Po
Département analyse
et prévision

Après une progression du PIB de 1 % au deuxième trimestre, la croissance a ralenti en zone euro au second semestre 2010. Ce tassement s'explique essentiellement par le faux rebond de l'investissement et l'atonie de la consommation privée.

En 2010, les écarts entre les trajectoires de croissance ont continué à se creuser inexorablement en zone euro. Aux difficultés des pays périphériques (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne) s'oppose la réussite allemande. Alors que l'Allemagne affiche une croissance annuelle du PIB de 3,5 % en 2010, effaçant une grande partie de la chute d'activité observée au cours de la crise, les pays périphériques ont adopté en 2010 des plans de restriction budgétaire sans précédent qui ont entravé la reprise en pesant essentiellement sur les ménages (baisse des salaires dans la fonction publique, hausse des taux de TVA, baisse des prestations sociales,…).

Si le spectre de l'éclatement de la zone euro semble avoir été repoussé, les écarts de performance s'amplifieraient en 2011 et 2012. Du côté des finances publiques, la restriction sera généralisée en 2011 et 2012, ce qui affaiblira la demande interne mais également la contribution de la demande externe – par un effet d'entraînement – à la croissance. Concernant la demande interne, la consommation privée et l'investissement pâtiront des plans d'austérité, en particulier dans les pays les plus fragiles. Le Portugal devrait entrer en récession en 2011, et la Grèce connaîtrait une troisième année consécutive de récession. L'accélération de l'inflation liée à l'indice énergétique et le durcissement subséquent de la politique monétaire de la BCE devraient également grever la consommation des ménages. L'activité serait donc insuffisante pour permettre d'entamer une réduction significative du chômage qui toucherait encore 10 % de la population active en 2011 et ne baisserait que de 0,1 point en 2012.

* Ont contribué à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot et Sabine Le Bayon.

Vue d'ensemble [1]

Bénéficiant encore globalement des mesures de soutien budgétaire, la zone euro dans son ensemble a renoué avec la croissance en 2010. Le PIB a affiché une progression de 1,7 % après une récession de 4,1 % en 2009. Néanmoins, le retour de la croissance s'est avéré insuffisant pour permettre une baisse du taux de chômage qui s'est stabilisé à 10 % tout au long de l'année 2010. Après l'effondrement de la productivité dans la phase récessive, les entreprises ont privilégié le rétablissement de leurs marges. Ces éléments auraient dû constituer les premières étapes d'un scénario de reprise qui a été compromis par de nombreuses zones d'ombres qui planent sur la zone euro et compromettent une sortie définitive de la crise.

Premièrement, le retour de la croissance en 2010 a été très inégalement partagé entre les États membres faisant apparaître des divergences au sein de la zone entre les pays. La reprise fut franche en Allemagne, avec une croissance annuelle du PIB de 3,5 %, permettant d'effacer une grande partie de la chute d'activité observée au cours de la crise. Frappés par une crise budgétaire, illustrant l'insuffisance de la solidarité intra-européenne, la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne ont adopté de gré ou de force des plans de restriction budgétaire sans précédent qui ont entravé la reprise ou prolongé la récession. Les prêts de l'Union européenne, puis la mise en place du Fonds européen de stabilisation financière[2] (FESF) pour venir en aide d'abord à la Grèce, puis à l'Irlande en novembre 2010 et très probablement au Portugal en avril 2011[3] ont permis d'éviter à court terme le défaut de paiement sur la dette publique de ces pays. Pour autant, le FESF, même pérennisé, n'a pas levé l'ensemble des doutes sur la possibilité d'un défaut souverain. Ce dernier est toujours envisagé par les marchés, comme l'atteste l'absence de baisse durable des taux d'intérêt publics sur les marchés secondaires dans les pays touchés par la crise des finances publiques (graphique 1). Surtout, la conditionnalité – en matière d'ajustement budgétaire – assortie aux plans de soutien hypothèque sérieusement les perspectives de reprise de l'activité en 2011. Les performances de l'ensemble de la zone euro en seront affectées (voir tableau 1), d'autant plus que tous les pays suivront, avec plus ou mois d'intensité, le chemin de l'austérité. S'il n'est pas question d'éclatement de la zone euro, les écarts de performance se maintiendraient, voire s'amplifieraient, en 2011 et 2012.

1. Cette partie a été rédigée par Christophe Blot.
2. Le FESF est un fonds de soutien spécifiquement créé en mai, après le plan d'aide *ad-hoc* adopté pour venir en aide à la Grèce, pour apporter une aide financière aux États membres connaissant des difficultés budgétaires. Initialement temporaire et doté d'une capacité d'intervention de 250 milliards d'eiros, le FESF deviendrait, à partir de 2013, un mécanisme permanent dont la dotation octroyée par les États membres serait portée à 500 milliards d'euros.
3. Au moment de l'écriture du texte, le Portugal venait de faire une demande de soutien auprès de l'Union européenne. L'examen de cette demande n'ayant pas encore été effectué, nous ne disposions pas d'informations précises sur le montant de l'aide octroyée ainsi que sur les modalités, en termes d'ajustement budgétaire, qui seraient exigées en contrepartie.

Tableau 1 : Croissance des principaux pays de la zone euro

En %

	2010	2011	2012
Allemagne	3,5	2,6	1,8
France	1,5	1,4	1,7
Italie	1,2	0,9	1,0
Espagne	-0,1	-0,1	0,6
Pays-Bas	1,7	1,7	1,6
Belgique	2,1	1,6	1,8
Irlande	-1,0	-1,1	1,8
Portugal	1,4	-1,4	0,5
Grèce	-4,2	-3,1	0,7
Finlande	3,1	3,1	2,4
Autriche	2,1	2,0	1,8
Zone euro	1,7	1,4	1,5

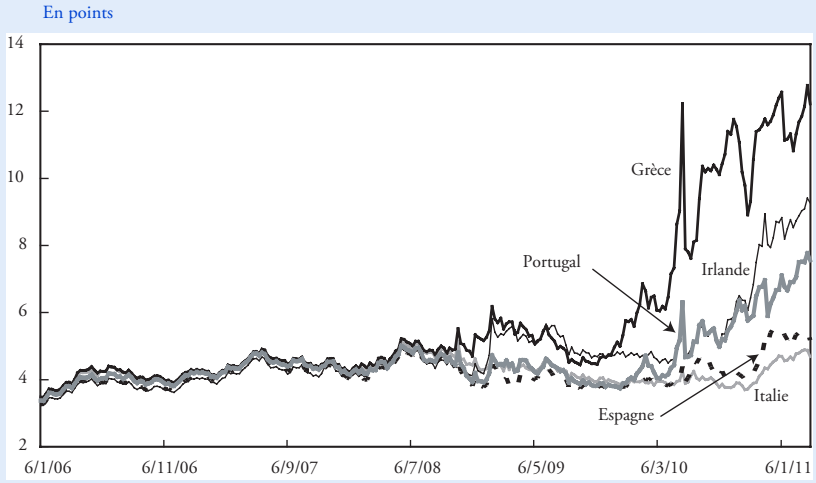
Sources : Eurostat, calculs et prévisions OFCE avril 2011.

À ce premier choc est venu s'ajouter celui d'un regain de tensions sur les prix énergétiques qui non seulement entraîne une augmentation de l'inflation et donc une baisse du pouvoir d'achat des ménages mais a surtout provoqué une réaction hâtive de la Banque centrale européenne. En augmentant son principal taux directeur, la BCE ne s'engage pas dans un mouvement durable de resserrement de sa politique monétaire mais crée de fait un *policy-mix* défavorable. Pourtant, même si l'inflation a franchi au cours du premier semestre 2011 le seuil fatidique de 2 %, il serait erroné de craindre un retour de des tensions inflationnistes. Avec un taux de chômage à 10 %, le risque est probablement plus déflationniste qu'inflationniste.

De fait, dès le troisième trimestre 2010, la croissance a ralenti dans la zone euro. La croissance du PIB est revenue à 0,3 %, contre 1,0 % au deuxième trimestre, en raison notamment de la performance allemande. Ce ralentissement de la croissance au cours du deuxième semestre s'explique principalement par le faux rebond de l'investissement. Alors qu'il avait crû de 2,1 % au deuxième trimestre 2010, l'investissement a baissé dans la deuxième partie de l'année : de 0,2 % au troisième trimestre puis de 0,5 % au quatrième. En Allemagne, c'est la baisse de la FBCF dans le bâtiment, liée aux intempéries exceptionnelles, qui a contribué à cette contre-performance d'ensemble, tandis qu'en France et en Italie, il s'agit plutôt d'une moindre progression de la FBCF productive. Néanmoins, cette rechute serait éphémère. L'investissement retrouverait un sentier de croissance positive en 2011 et 2012. Les logiques internes à chaque pays seraient cependant assez différentes. Ainsi, la FBCF serait stimulée en Allemagne par un effet accélérateur en lien avec la croissance du commerce mondial et de la consommation des ménages. Il croîtrait de 0,8 % en moyenne trimestrielle. Les perspectives seraient moins favorables en France, où l'investissement s'était moins ajusté à la baisse que dans les autres grands

pays de la zone euro. En 2011 et 2012, il serait encore pénalisé par le faible taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie ainsi que par l'impact de la restriction budgétaire. En conséquence, le taux d'investissement n'augmenterait que de 0,1 point entre la fin de l'année 2010 et 2012. Quant à l'Italie, elle se situerait dans une position intermédiaire avec une progression de 0,3 point du taux d'investissement d'ici la fin de l'année 2012. Toutefois, il faut noter que le mouvement de rattrapage a déjà été réalisé en 2010 et que le taux d'utilisation des capacités de production n'est plus qu'à 4 points de sa moyenne de long terme. Il avait en effet chuté à 64,9 % au deuxième trimestre 2009 et s'est rétabli depuis pour atteindre 71,3 %.

Graphique 1 : Taux d'intérêt publics



Source : Datastream.

Du côté des ménages, la poursuite du mouvement de baisse du taux d'épargne au troisième trimestre 2010, qui s'établissait à 13,8 % du revenu disponible brut contre 16 % en début d'année 2009, n'a pas permis de stimuler la croissance de la consommation puisque, dans le même temps, le RDB ne progressait que de 0,2 % et reculait en termes réels de 0,1 %. La consommation a cependant ré-accéléré au quatrième trimestre, notamment en France où la perspective de la fin de la prime à la casse a dopé les achats d'automobiles. Pour 2011, l'accélération de l'inflation liée à l'augmentation du prix du pétrole et l'impact des mesures d'austérité budgétaire pèseraient sur la consommation des ménages. En rythme trimestriel, la croissance serait de 0,1 % en première partie d'année, puis de 0,2 % les deux trimestres suivants. Surtout, il y aurait des écarts importants de performance entre États membres. La crise des finances publiques a en effet contraint la Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande à prendre des mesures drastiques qui pénaliseront fortement les ménages : baisse des salaires dans la fonction publique, hausse des taux de TVA et

baisse des prestations sociales. Ces différentes mesures freineront les dépenses des ménages. Ainsi, en Espagne, la consommation serait encore en baisse jusqu'au troisième trimestre 2011. En Grèce, en Irlande ou au Portugal, la consommation des ménages ne repartirait pas avant 2012. Dans les pays où la consolidation budgétaire ne sera pas aussi drastique, la situation sera moins morose mais ne témoignera pas non plus d'une franche embellie. L'augmentation du chômage en France et en Italie ne laisse en effet pas augurer des perspectives favorables pour les ménages comme le montrent les enquêtes de confiance qui baissent à nouveau depuis la fin de l'année 2010. Le changement le plus significatif pourrait venir d'outre-Rhin. La baisse du chômage y est en effet enclenchée et les salaires progresseraient plus rapidement. La consommation des ménages augmenterait de 0,2 % en moyenne trimestrielle contre 0,1 % sur la période 2004-2007.

Enfin, comme en 2010, le commerce extérieur continuerait à soutenir légèrement la croissance avec encore une fois certaines disparités. L'Allemagne bénéficierait toujours du dynamisme de ses exportations. Leur progression serait cependant moins forte que celle observée aux troisième et quatrième trimestres 2010 où elles ont crû de plus de 2,5 % à chaque trimestre. Mais, avec une hausse trimestrielle moyenne des importations de 1,4 % contre 1,6 % pour les exportations, la contribution du commerce à la croissance serait encore respectivement de 1,5 et 0,7 point en 2011 et 2012. La contribution externe serait également positive en Espagne, en Grèce ou au Portugal mais cela résulterait toujours essentiellement de l'atonie de la demande interne et donc des importations. En 2011, la croissance annuelle des importations ne serait que de 2,5 % en Espagne contre une hausse de 6,9 % pour les exportations. La France serait l'un des rares pays dans lequel la contribution du commerce extérieur serait négative au cours des deux années, ce qui s'expliquerait par une hausse de la demande intérieure plus rapide que dans le reste de la zone euro.

Du côté des finances publiques, si tous les pays n'avaient pas encore entamé le processus d'ajustement en 2010, la restriction sera généralisée en 2011 et 2012. Ainsi, l'Allemagne et l'Autriche bénéficiaient encore des mesures de soutien en 2010 et dégageaient une impulsion budgétaire positive, celle-ci étant nulle en France et négative dans les autres pays de la zone. L'ajustement fut particulièrement sévère en Espagne, et bien entendu en Irlande et en Grèce, premiers pays à avoir bénéficié du soutien de l'Union européenne. En tenant compte de leur poids relatif dans le PIB de la zone euro, l'impulsion budgétaire de ces trois pays était de -0,6 point de PIB de la zone euro en 2010. L'impulsion budgétaire positive en Allemagne de 1,4 point de PIB allemand – soit 0,4 point en termes de PIB de la zone euro – a cependant permis d'atténuer l'effet récessif global si bien que l'impulsion pour l'ensemble de la zone euro s'est élevée à -0,2 point[4]. Elle serait toujours négative en 2011 et 2012 dans ces trois pays en raison des mesures déjà annoncées et du pari de ramener au plus vite –

4. L'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde primaire structurel, corrigée des éventuelles mesures exceptionnelles.

2013 ou 2014 – le déficit budgétaire sous la barre des 3 %. Entre 2009 et 2012, le déficit serait réduit de 8,9 points de PIB en Grèce, de 5 points en Espagne, de 5,8 points en Irlande et de 6,3 points au Portugal. Par ailleurs, dans la mesure où l'impulsion négative serait généralisée à l'ensemble de la zone dès 2011, son effet récessif serait amplifié, les États membres ne pouvant que faiblement compter sur une demande adressée intra-zone euro qui compenserait la faiblesse de la demande intérieure. Hors impulsion et en faisant l'hypothèse prudente[5] d'un multiplicateur budgétaire unitaire, la croissance aurait atteint 2,5 % en 2011 et 2,0 % en 2012. Elle ne dépasserait cependant pas 1,5 % en raison de ces ajustements budgétaires tandis que le déficit budgétaire passerait de 6,0 % en 2010 à 3,6 % en 2012.

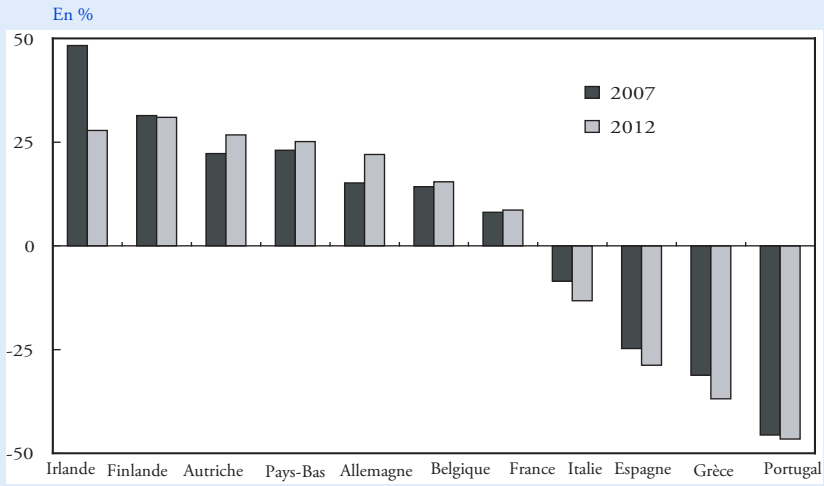
Par conséquent, le rythme de croissance serait insuffisant pour permettre une réduction significative du chômage qui toucherait encore 10 % de la population active en 2011 et ne baisserait que de 0,1 point en 2012. Surtout, certains pays replongeraient dans la récession – Portugal – ou ne parviendraient pas, à l'image de la Grèce et de l'Irlande, à retrouver le chemin de la croissance en raison d'une politique budgétaire trop restrictive. Dans ces conditions, les écarts de niveau de vie s'accentueraient entre les États membres (graphique 2) de la zone euro. Les pays qui, avant la crise, avaient déjà un niveau de PIB par tête inférieur à celui de la zone euro dans son ensemble verraient leur situation se dégrader. Parmi les pays, qui étaient en moyenne plus riches, seule l'Irlande subirait une baisse de sa production par tête.

Enfin, le regain d'inflation lié à l'envolée de l'indice des prix de l'énergie ne reflète pas l'apparition de nouvelles tensions inflationnistes. Si l'indice global des prix à la consommation a affiché une accélération, en passant de 1,6 % en août 2010 à 2,6 % en mars 2011 selon la première estimation d'Eurostat, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,0 %. Par ailleurs, la situation sur le marché du travail ne fait pas craindre d'effet de second tour. Avec un taux de chômage à 10 % sur l'ensemble de la zone euro en fin d'année 2010, il est difficile d'envisager une hausse rapide et importante des salaires. La croissance du PIB ne serait pas suffisante en 2011 et 2012 pour entraîner une baisse significative du chômage. De fait, nous anticipons que l'inflation sous-jacente baisserait encore très légèrement pour atteindre 0,9 % en 2012. Quant à l'inflation effective, ciblée par la BCE, sa remontée ne serait que temporaire. Le pic serait atteint au premier trimestre 2011 ; ensuite, l'accalmie anticipée sur les marchés des matières premières réduirait l'inflation qui atteindrait, en moyenne annuelle, 2,1 % en 2011 et 1,4 % en 2012 En décidant une augmentation des taux d'intérêt en avril 2011, la BCE reproduirait l'erreur qu'elle avait commise pendant l'été 2008 en remontant ses taux en pleine tempête financière. Si aujourd'hui, la crainte n'est pas celle d'un nouveau tsunami financier, il reste que le geste de la BCE prend un caractère non-

5. Une évaluation récente du FMI (« Will it hurt ? Macroeconomic effects of fiscal consolidation », octobre 2010) indiquait en effet, qu'en temps normal (*i.e.* lorsque la politique monétaire n'est pas entravée par une situation de trappe à liquidité), une contraction budgétaire de 1 point de PIB se traduit par une baisse d'activité de 0,5 point. Par contre, lorsque la politique monétaire ne parvient plus à stabiliser l'économie et lorsque la contraction est généralisée, l'effet récessif de l'ajustement budgétaire peut atteindre 1,5 point.

coopératif au moment même où les pays de la zone euro s'engagent sur la voie de la restriction budgétaire.

Graphique 2 : PIB par tête en volume en écart à la moyenne de la zone euro



Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Une consommation privée peu dynamique [6]

Après un premier trimestre 2010 encourageant (+0,3 %), la consommation privée a progressé selon un rythme lent aux deuxième et troisième trimestres, avant d'accélérer au quatrième trimestre (+0,4 %). La croissance de la consommation privée atteint 0,8 % sur l'année 2010, très en deçà des rythmes antérieurs à la crise (2,2 % en 2006 et 1,7 % en 2007). Cette moyenne ne doit pas masquer l'hétérogénéité des comportements au cours de l'année 2010 : certains pays comme la France, le Portugal ou la Finlande ont connu une progression dynamique de la consommation (respectivement +1,6 , +2,0 et +2,7 % en 2010), qui s'explique essentiellement par les mesures de soutien à la consommation (primes à la casse en France jusqu'à la fin 2010), la croissance forte (Finlande), ou les achats anticipés (avant l'augmentation de la TVA au Portugal mi-2010). D'autres ont vu leur consommation stagner, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas (+0,4 % chacun en 2010). Enfin, la consommation a franchement reculé en Irlande (-1,2 %) et surtout en Grèce (-4,3 %), pays soumis aux plans de rigueur UE-FMI. Selon nos prévisions, la consommation des ménages resterait atone au cours des deux prochaines années, croissant de 0,8 % en 2011 et 1,0 % en 2012.

La progression de la consommation en 2010 s'explique essentiellement par la baisse du taux d'épargne : entre le troisième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2010, le taux d'épargne brut a reculé d'un point, pour atteindre 13,8 %. Plusieurs facteurs sont à l'origine de la baisse du taux d'épargne : d'une part, l'arrêt de la hausse du chômage depuis le premier trimestre 2010, après huit trimestres consécutifs de hausse ; d'autre part, la hausse de la richesse financière nette des ménages. Ainsi, la perte nette de 1 600 milliards d'euros pendant la crise a été totalement effacée et au troisième trimestre 2010 : la richesse financière des ménages (graphique 3) a retrouvé son point haut de mi-2007 (après un deuxième trimestre en baisse), elle a cependant progressé moins rapidement que le revenu disponible brut nominal (graphique 3).

Malgré cette désaffection pour l'épargne, la consommation est demeurée atone, tout d'abord sous l'effet de la faible progression du revenu disponible des ménages (qui a crû seulement de 0,2 % par trimestre en 2010, contre 1 % par trimestre sur la période 2000-2007) et de la reprise de l'inflation en fin de période, portée par l'augmentation des prix du pétrole et des matières premières.

L'approche agrégée de la zone euro ne doit pas occulter la divergence croissante des comportements nationaux, particulièrement bien illustrée par les mouvements de l'indice de confiance des consommateurs[7]. Au niveau agrégé, après avoir progressé en 2010, l'indice retrouve son niveau moyen d'avant-crise[8] début 2011. En fonction de la progression de l'indice de confiance depuis janvier 2010, les pays se hiérarchisent en trois groupes :

6. Cette partie a été rédigée par Céline Antonin.
7. Indicateur calculé par la Commission européenne, DG ECFIN.
8. La moyenne de long terme est calculée sur la période 2000-2007.

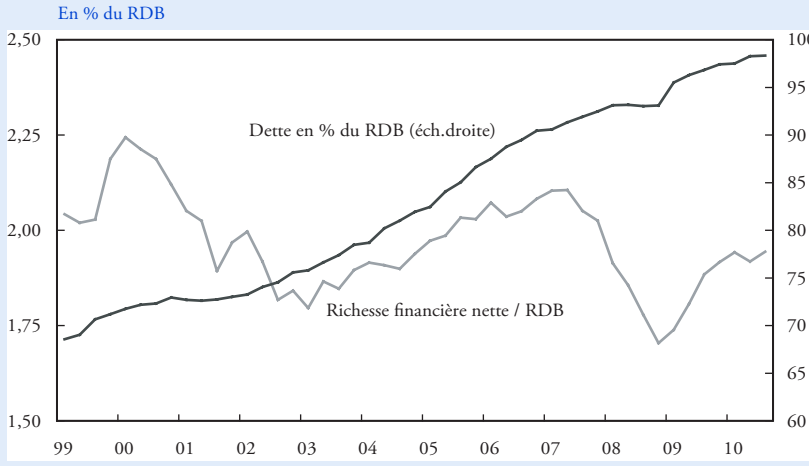
— les pays où l'indice progresse et où il est supérieur à sa moyenne d'avant-crise : Finlande, Allemagne, Autriche, Pays-Bas et Belgique ;

— les pays où l'indice stagne : France, Italie, Espagne ;

— les pays où l'indice s'effondre : Grèce et Portugal[9].

Dans certains pays, la consommation est restée dynamique : c'est le cas de la France, où l'effet des primes à la casse jusqu'à la fin 2010 a continué à se faire sentir ; c'est également le cas du Portugal, où la consommation privée a bénéficié de la vague d'achats des ménages, anticipant la hausse de la TVA de 2 points au 1er juillet 2010 (pour ralentir ensuite nettement au second semestre). C'est en Finlande que la croissance de la consommation a été la plus forte, soutenue par une croissance dynamique de 3 % en 2010. En revanche, la consommation reste atone en Allemagne malgré les enquêtes positives, en raison de l'augmentation du taux d'épargne, ou aux Pays-Bas. Enfin, elle a reculé en Irlande et en Grèce, sous l'effet des plans de rigueur successifs portant essentiellement sur les revenus des ménages.

Graphique 3 : Richesse financière nette et dette des ménages



Source : Eurostat.

En 2011, les politiques d'austérité quasi-généralisées en zone euro pèseraient négativement sur la consommation des ménages, dans des proportions variables. Les pays qui connaissent les plus importants problèmes budgétaires seront les plus affectés par la rigueur, *via* la hausse de la TVA (Portugal, Espagne), le gel ou la baisse des salaires des fonctionnaires (Italie, Irlande, Espagne), la diminution des allocations chômage (Portugal, potentiellement Irlande), ou encore la baisse des pensions (Irlande, Portugal, Italie *via* le recul de l'âge de départ à la retraite). En outre, le taux de chômage stagnerait en moyenne, terminant l'année 2012 au taux

9. Les données pour l'Irlande s'arrêtent en mai 2008.

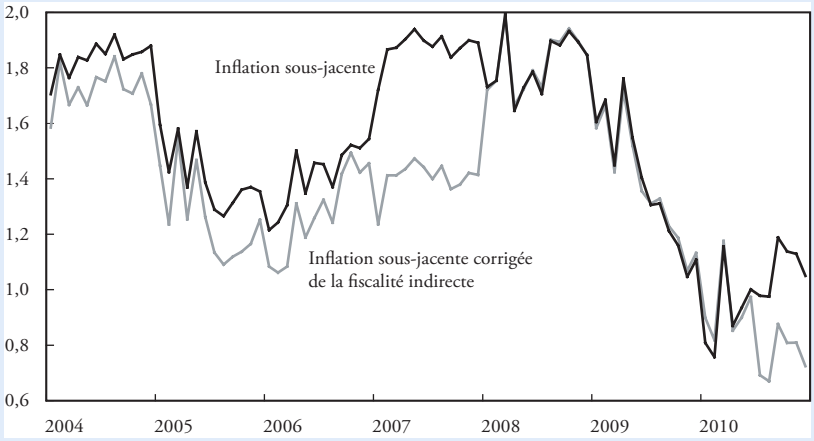
de 9,9 %, et masquant des situations contrastées (baisse en Allemagne, augmentation en France, Italie et Espagne). Quant aux salaires réels, ils stagneraient en 2011 en raison de la hausse des prix des matières premières, et progresseraient peu en 2012. La consommation bénéficierait néanmoins de la baisse du taux d'épargne dans les grands pays de la zone. Ainsi, le taux d'épargne baisserait en Allemagne (sous l'effet de la baisse du taux de chômage), en Espagne et en Italie et stagnerait en France. En conséquence, nous anticipons une croissance lente de la consommation (0,7 % en 2011, 1,0 % en 2012).

Inflation éphémère[10]

La remontée progressive du prix du pétrole au cours de l'année 2010 est venue interrompre la trajectoire déflationniste que semblait prendre la zone euro depuis 2009. En l'espace de 12 mois, le prix du pétrole en euros a augmenté de 28 % contribuant à une hausse de l'inflation en glissement de 0,9 point ; l'inflation globale s'établissant à 2,0 % au quatrième trimestre 2010. À cet effet, se sont ajoutés ceux des relèvements des taux de TVA dans plusieurs pays[11]. Ces deux éléments ont été les principaux moteurs de l'accélération de l'inflation qui s'établissait à 2,2 % en glissement annuel en décembre contre 0,9 % un an auparavant. Cependant, en l'absence de ces éléments exogènes, aucune tension inflationniste ne s'est matérialisée dans la zone euro. L'indice sous-jacent est resté stable et serait même en baisse une fois corrigé des effets de TVA (graphique 4). En effet, les indices de prix calculés par Eurostat ne corrigent pas des effets ponctuels liés aux modifications de fiscalité indirecte, ce qui biaise l'appréciation de l'inflation, en particulier de l'inflation sous-jacente qui doit refléter les tendances de fond de l'évolution des prix. Par ailleurs, les salaires sont restés stables progressant de 1,6 % en glissement au troisième trimestre 2010. En termes réels, cette hausse est en outre complètement annulée par l'inflation.

Graphique 4 : Inflation sous-jacente dans la zone euro corrigée de la fiscalité indirecte

En glissement annuel, en %



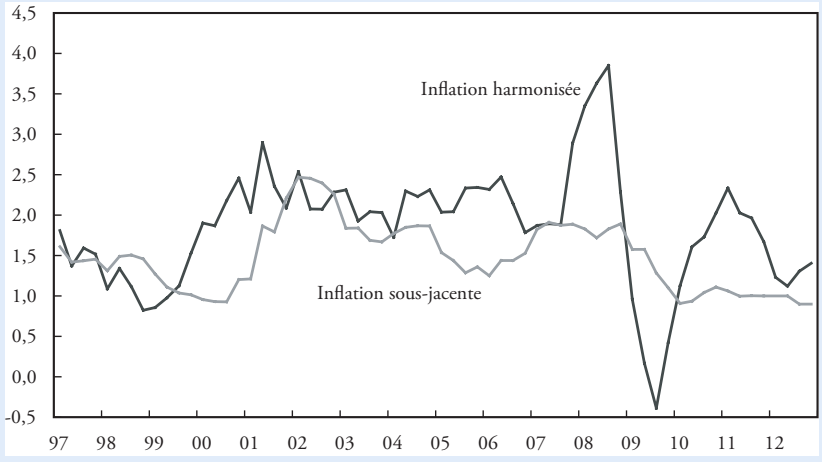
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

10. Cette partie a été rédigée par Christophe Blot.
11. Hausse de 2 points du taux normal et de 1 point du taux réduit en Espagne au 1er juillet 2010, deux hausses en Grèce en mars et en juillet 2010 portant le taux normal de 19 % à 23 % et hausse de 1 point du taux réduit et des deux taux normaux eu Portugal en juillet 2010.

Ce schéma devrait se prolonger en début d'année 2011 tant que les tensions resteront vives du côté des pays producteurs de pétrole. Sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, l'inflation a atteint un pic à 2,5 % au cours du premier trimestre. En raison des différences entre les élasticités de l'inflation aux prix de l'énergie, les écarts d'inflation entre États membres s'accentueraient. En Espagne, où les effets de base liée à la hausse passée de la TVA joueraient encore sur les prix, la hausse des prix atteindrait 3,3 %, soit 2 points de plus qu'en début d'année 2010. Le pic d'inflation s'établirait à 1,9 % en France et 2,1 % en Allemagne. La désinflation s'engagerait dès le deuxième trimestre à l'exception de l'Italie où l'inflation augmenterait encore de 0,1 point – en raison d'une transmission légèrement plus longue des variations des prix de l'énergie à l'indice global – pour atteindre 2,2 % au quatrième trimestre 2011. Sur l'ensemble de la zone, le taux d'inflation diminuerait ensuite rapidement en début d'année 2012, pour atteindre un creux à 1,3 % en glissement au deuxième trimestre 2012, puis accélèrerait à nouveau jusqu'à la fin de l'année en lien avec les indices des prix alimentaires et énergétiques. Enfin, le maintien du chômage à un niveau élevé en 2011 et 2012 et l'absence d'effets de second tour continueraient à peser sur l'inflation sous-jacente. Sans aller jusqu'à la déflation, la tendance dans la zone euro serait toujours celle d'un ralentissement des prix hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro. L'inflation sous-jacente passerait ainsi de 1,1 % en début 2011 à 0,9 % en fin d'année 2012 (graphique 5) tandis que l'inflation ciblée par la BCE s'établirait à 1,4 %.

Graphique 5 : Inflation et inflation sous-jacente dans la zone euro

En glissement annuel, en %

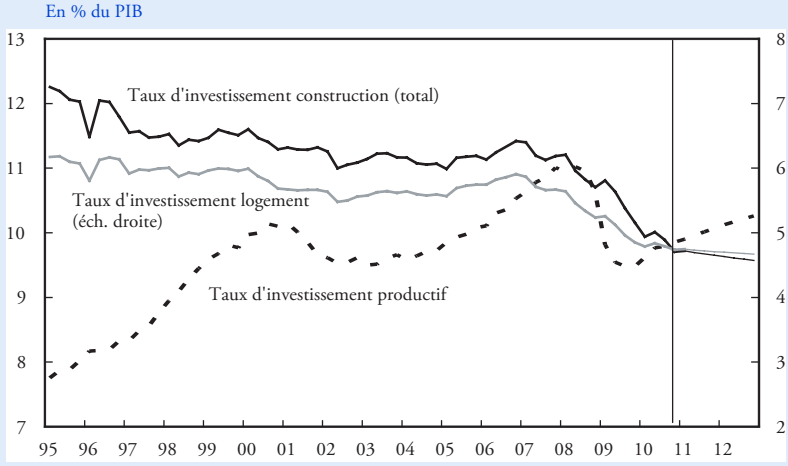


Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Timide amélioration de l'investissement et de l'emploi [12]

Après une chute de 11,2 % en 2009, l'investissement a encore baissé de 1 % en moyenne annuelle en 2010. Le taux d'investissement total a baissé quasi continûment depuis le début de l'année 2008, perdant 2,6 points de PIB. L'évolution récente apparaît cependant bien différente entre l'investissement en matériels et l'investissement en construction (qui représentent chacun environ 50 % de l'investissement total). L'investissement productif en produits industriels a recommencé à croître depuis le premier trimestre 2010, tandis que l'investissement en bâtiment et en logements continuait de reculer (graphique 6). En 2010, leur évolution a été respectivement de +3,6 % et -4,2 % en moyenne annuelle. La chute de l'investissement dans le secteur de la construction reflète l'ajustement du secteur immobilier après plusieurs années de surchauffe dans de nombreux pays (Espagne et Irlande notamment). Cette correction devrait peu à peu s'atténuer et il croîtrait à nouveau faiblement en 2012 (0,6 %). Mais comme le PIB augmenterait plus vite, la baisse du taux d'investissement en construction se poursuivrait.

Graphique 6 : Taux d'investissement de la zone euro



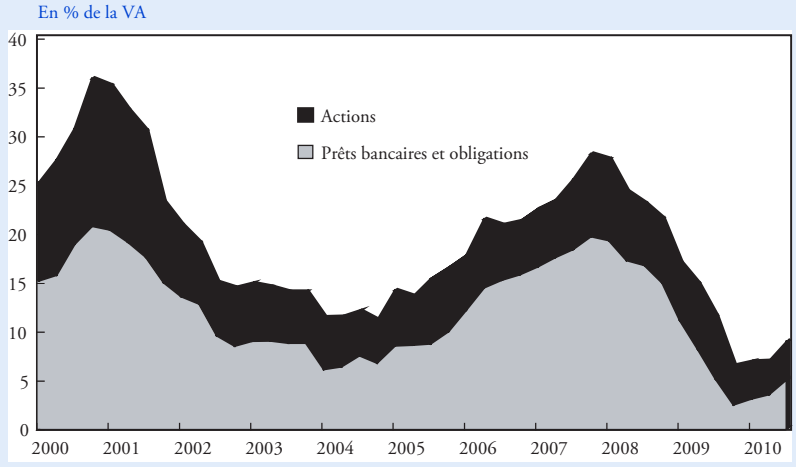
Sources : Eurostat, prévision OFCE, avril 2011.

Du côté productif, l'investissement en matériel a été soutenu en 2010 par une demande plus dynamique (consommation des ménages et surtout exportations). Pour se financer, les entreprises ont recommencé à faire appel au crédit bancaire au second semestre 2010. Cette tendance est corroborée par l'enquête européenne sur la distribution de crédit bancaire qui fait état d'une augmentation de la demande nette de crédits de la part des entreprises depuis le troisième 2010, dans un contexte de conditions d'octroi de crédits inchangées. En plus de la reprise de l'investissement, ce

12. Cette partie a été rédigée par Sabine Le Bayon.

sont les opérations de fusions-acquisitions qui sont mises en avant pour expliquer cette demande de financement bancaire. Durant la crise, les flux de prêts bancaires s'étaient effondrés (passant de 19 % de la valeur ajoutée fin 2007 à pratiquement zéro fin 2009, graphique 7), obligeant les entreprises à ajuster leurs investissements à la baisse et leur épargne à la hausse, de telle sorte que leur taux d'autofinancement s'était nettement amélioré. Le ratio d'endettement des sociétés non financières s'est certes stabilisé depuis fin 2009, mais il reste très élevé, autour de 210 % de leur valeur ajoutée, alors qu'il était proche de 140 % en 1999.

Graphique 7 : Flux de financement des sociétés non financières de la zone euro



Source : BCE.

La reprise de la croissance a entraîné, avec un décalage de deux trimestres, une hausse du nombre total d'heures travaillées à partir de la fin 2009 (0,9 %). Durant la crise, l'ajustement du nombre d'heures travaillées (-4 %) avait porté à 60 % sur l'emploi et à 40 % sur la durée du travail (tableau 2). La baisse du temps de travail par employé avait permis de limiter les destructions d'emplois, principalement en Allemagne (où la durée du travail a représenté 90 % de l'ajustement des heures travaillées). Les divergences sont cependant importantes entre pays : en Italie et surtout en France, c'est l'emploi qui avait le plus servi de variable d'ajustement, tandis qu'en Espagne, la baisse importante des heures travaillées (9,4 %) a entièrement reposé sur l'emploi. L'ajustement important de la durée du travail dans la zone euro durant la crise explique que l'emploi augmente peu malgré la reprise de l'activité, la hausse des heures travaillées se répercutant essentiellement dans l'augmentation de la durée du travail (70 %), comme en Allemagne. La durée du travail dans la zone euro a ainsi augmenté de 0,7 % depuis la mi-2009 (après avoir perdu 1,5 % précédemment), la hausse ayant été plus forte dans l'industrie, secteur qui avait le plus utilisé le chômage partiel précédemment. L'emploi ne s'est stabilisé

qu'au début de l'année 2010 (après une baisse de 2,6 % en 2008-2009) et il a légèrement augmenté depuis. Seul le secteur des services a créé des emplois en 2010, principalement grâce au secteur non marchand. Dans l'industrie, le rythme de destructions d'emplois a ralenti (-0,1 % au quatrième trimestre 2010 par rapport au trimestre précédent), en lien avec l'augmentation de la valeur ajoutée. Il n'en reste pas moins que depuis 2008, 9 % de l'emploi dans ce secteur a été détruit. La construction reste un secteur mal en point : la valeur ajoutée ne s'y est pas redressée et les destructions d'emplois se poursuivent (elles atteignent 12 % des effectifs depuis le début de la crise).

Tableau 2 : Évolution du nombre d'heures travaillées

En %

	Crise			Après crise		
	Heures totales travaillées	imputable à :		Heures totales travaillées	imputable à :	
		la variation de l'emploi	la variation de la durée du travail		la variation de l'emploi	la variation de la durée du travail
Zone euro	-4	60	40	0,9	30	70
Allemagne	-3,4	10	90	3,6	30	70
France	-3,4	80	20	0,9	80	20
Italie	-5,2	60	40	0		
Espagne	-9,4	100	0	nd	nd	nd

Note : les données vont jusqu'au quatrième trimestre 2010. Les champs couverts peuvent différer selon les pays (heures travaillées dans l'ensemble de l'économie ou dans le secteur marchand, emploi ou poste de travail). En Espagne, les heures travaillées continuant de baisser, les cases concernant la reprise ne sont pas remplies.

nd : non disponible.

Sources : BCE, instituts de statistiques nationaux, calculs OFCE.

Au sein de la zone euro, trois groupes de pays se distinguent : ceux qui ont créé des emplois en 2010 (Allemagne, France, Belgique, Autriche), ceux où l'emploi s'est stabilisé fin 2010 (Italie et Pays-Bas) et ceux où les destructions se poursuivent (Irlande, Portugal, Grèce et Espagne).

Les destructions d'emplois au sein de la zone euro ont entraîné une hausse importante du taux de chômage (+2,8 points entre 2008 et 2010, graphique 8). Avec la reprise en 2010, le taux de chômage s'est stabilisé à 10 %.

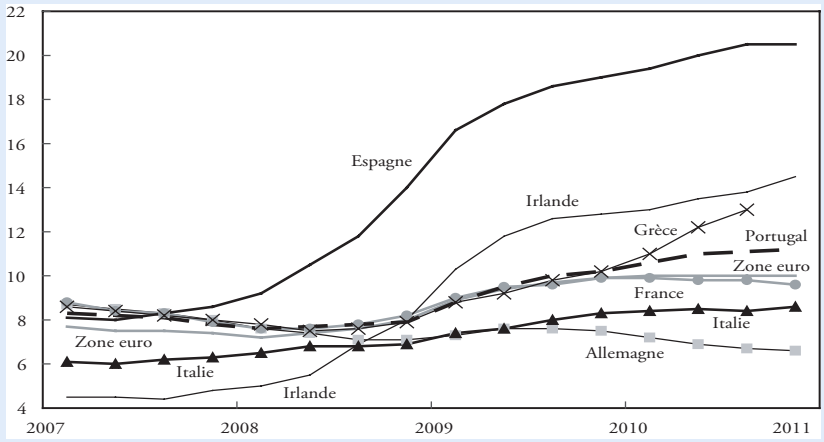
Les pays qui ont payé le plus lourd tribut en matière de chômage sont l'Irlande (+8,9 points) et l'Espagne (+12,4 points) : en plus de l'éclatement de la bulle immobilière, ces pays avaient des populations en âge de travailler dynamiques, augmentant en moyenne de respectivement 2,2 % et 1,6 % par an entre 2000 et 2008, alimentées notamment par l'immigration. Dans ces deux pays, la population en âge de travailler recule désormais (-0,8 % en Irlande et -0,3 % en Espagne en 2010), ce qui a limité la hausse du taux de chômage récemment. En Grèce et au

Portugal, le taux de chômage a augmenté de respectivement 5,4 et 3,6 points. Dans ces quatre pays qui restent à l'écart de la reprise en raison des politiques budgétaires restrictives adoptées, la situation sur le marché du travail continue de se dégrader.

La France et l'Italie sont dans une situation intermédiaire avec une hausse du taux de chômage proche pour le moment de celle de la moyenne de la zone euro durant la crise ; mais alors qu'il a continué d'augmenter en Italie, il a baissé en France en 2010. L'Allemagne est un cas à part avec un taux de chômage désormais inférieur à celui d'avant-crise, en raison tant des créations d'emplois que du recul de la population (et donc de la population active).

Graphique 8 : Taux de chômage dans quelques pays de la zone euro

En %



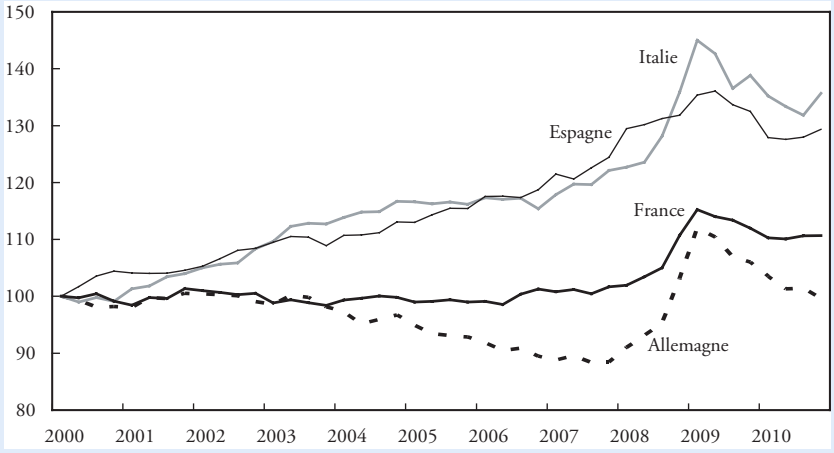
Source : Eurostat.

La reprise de l'activité, conjuguée à une situation de l'emploi atone, a induit des gains de productivité par tête importants depuis le deuxième trimestre 2009, mais qui ont un peu ralenti au deuxième semestre 2010. Si l'on retient la tendance de productivité antérieure à la crise (1 % par an entre 2002 et 2008), la productivité par tête reste de toute façon bien inférieure à son niveau tendanciel dans l'ensemble de l'économie (d'environ 3 %). Les gains récents de productivité ont toutefois permis aux entreprises de stabiliser les coûts salariaux unitaires qui s'étaient envolés pendant la crise (+5,9 % entre début 2008 et début 2009). Quant à la croissance des salaires par tête, elle n'a commencé à ralentir franchement que fin 2008 (passant de 2,7 % sur un an à 1,6 % début 2010). Au final, la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés non financières de la zone euro s'est redressée nettement depuis le deuxième trimestre 2009, au fur et à mesure que la valeur ajoutée reprenait de la vigueur, tandis que la masse salariale restait atone. Mais, à 37,8 % au troisième trimestre 2010, la part des profits dans la valeur ajoutée retrouve tout juste son niveau de 2000, effaçant l'amélioration des années 2000-2007.

La comparaison des taux de marges dans l'industrie (secteur où ils se sont le plus dégradés durant la crise) montre qu'à l'exception de l'Espagne, ils sont tous inférieurs de 4 à 7 points à leur niveau d'avant-crise. En effet, la baisse des coûts salariaux unitaires depuis 2009 ne suffit pas à compenser la forte hausse observée durant la crise (graphique 9), du fait principalement d'un cycle de productivité encore dégradé. C'est en Allemagne, pays où elle s'était le plus creusée en raison de faibles destructions d'emplois et de la baisse de la durée du travail, que la productivité par tête accuse le plus fort recul par rapport au niveau d'avant-crise (-7,5 %). Comme la contrepartie a été une augmentation modérée des rémunérations par tête (1,1 % par an en moyenne), cela a limité la hausse des coûts salariaux unitaires. L'Italie et la France sont dans une situation assez proche, avec un moindre recul de la productivité par tête qu'en Allemagne (baisses respectives de 3,5 % et 1,2 % entre le pic de 2008 et fin 2010) mais une augmentation salariale un peu plus dynamique (autour de 2,5 % par an). De ce fait, l'augmentation des coûts salariaux unitaires est similaire. Enfin, l'Espagne est un cas à part, l'ajustement de l'emploi ayant été tel que la productivité s'est nettement améliorée pendant la crise (+9,6 % entre 2008 et fin 2010) tandis que les salaires restaient relativement dynamiques (3,3 % en moyenne par an). Des signaux d'essoufflement des salaires sont apparus seulement récemment. Au final, les coûts salariaux unitaires étaient identiques fin 2010 à leur niveau de début 2008.

Graphique 9 : Indice de coûts salariaux unitaires dans l'industrie dans plusieurs pays de la zone euro

Base 100 en 2000

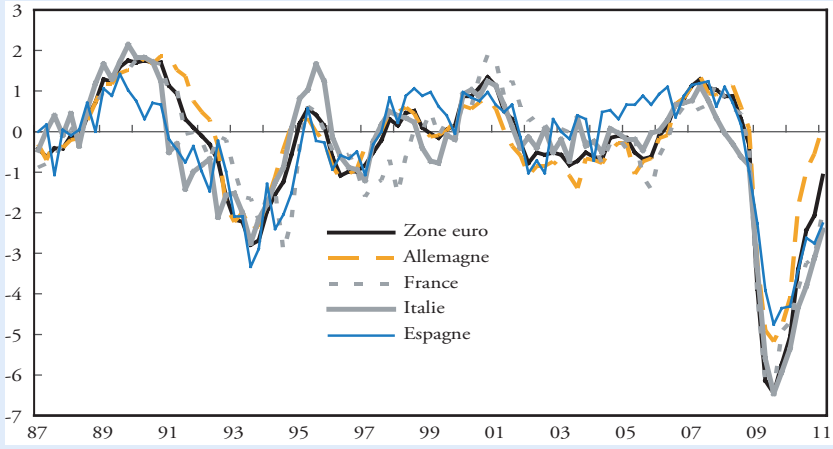


Source : Comptabilités nationales.

À l'horizon de la prévision, l'investissement productif croîtrait modérément (0,9 % en moyenne par trimestre). Plusieurs éléments plaident pour la poursuite du mouvement de reprise : la demande resterait dynamique et, au fur et à mesure de la remontée des taux d'utilisation des capacités de production (qui est déjà bien

engagée), les entreprises devront augmenter leurs investissements pour répondre à cette demande. Les enquêtes et les indicateurs conjoncturels confirment ce diagnostic. En particulier, les entrées de commandes dans l'industrie continuent d'augmenter fortement (+20,9 % en janvier 2011 sur un an). Quant aux taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière, après une chute de 15 points entre la mi-2007 et la mi-2009, leur remontée depuis fin 2009 est nette, même s'ils n'ont pas encore retrouvé leur moyenne de long terme (à l'exception de l'Allemagne, graphique 10). Les raisons de cette amélioration quasi-générale sont la hausse de la demande attendue et des conditions financières, qui devraient se traduire par une augmentation de la part des investissements de capacité selon les entreprises du secteur manufacturier. Le seul bémol vient de la poursuite du processus de désendettement des entreprises qui briderait largement la reprise de l'investissement. Le taux d'investissement productif, bien qu'en hausse, resterait fin 2012 inférieur de 0,7 point au pic de 2008.

Graphique 10 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière dans les principaux pays de la zone euro



Note : Soldes d'opinions centrés réduits (moyenne et variance sur la période 1987-2008 pour ne pas introduire de perturbations liées à la chute brutale lors de la crise récente).
Source : Commission européenne.

L'emploi ne repartirait guère (0,1 % en 2011 puis 0,3 % en 2012 dans la zone euro), les entreprises mettant l'accent sur les gains de productivité. En 2012, les créations d'emplois seraient de l'ordre de 0,6 % en Allemagne, de 0,3 % en France et de seulement 0,1 % en Italie et en Espagne. La croissance de la population active accélèrerait (passant de 0,1 % en 2010 à 0,3 % en 2012), en lien avec la fin de l'effet de flexion des taux d'activité (cas de l'Allemagne par exemple) ou des réformes affectant la population active. Ce dernier élément serait prégnant en France, où la population active serait tirée par la fin des dispositifs de départs anticipés des seniors

et les premiers effets de la réforme des retraites de 2010. En raison de ce rebond de la population active dans la zone euro, le taux de chômage ne baisserait que légèrement, à 9,9 % en 2012. Il resterait donc supérieur au taux de chômage d'équilibre, ce qui se traduirait par la poursuite du ralentissement des salaires nominaux. Le taux de chômage poursuivrait sa baisse en Allemagne (à 6 % en 2012). Mais il augmenterait en France, en Italie et en Espagne, les créations d'emplois n'étant pas suffisantes au regard de l'évolution de la population active pour stabiliser le taux de chômage.

Finances publiques : Objectif 3 %[13]

Après deux années de creusement massif des déficits (tableau 3) dans la plupart des pays de la zone euro (-1,9 % du PIB en 2008, -6,0 % en 2009), l'année 2010 semble marquer un tournant budgétaire. Si les pays enregistrant la plus forte croissance sont ceux qui ont pu continuer à creuser légèrement leurs déficits en 2010 (Allemagne, France, Finlande, Autriche), l'heure a été globalement à la stabilisation, voire au début de la réduction des déficits (Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique), surtout dans les pays les plus fragiles (Portugal, Grèce, Irlande hors mesures de recapitalisation).

Tableau 3 : Évolution du solde public dans les pays de la zone euro entre 2007 et 2012

En % du PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zone euro 11*	-0,6	-1,9	-6,0	-5,9	-4,3	-3,6
Allemagne	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,0	-1,5
Autriche	-0,4	-0,5	-3,5	-4,3	-3,8	-3,3
Belgique	-0,3	-1,3	-6,0	-4,8	-4,6	-4,5
Espagne	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-7,4	-6,1
Finlande	5,2	4,2	-2,5	-3,3	-3,0	-2,3
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,8	-5,2
Grèce	-6,4	-9,4	-15,4	-9,6	-7,6	-6,5
Irlande	0,0	-7,3	-14,4	-32,0**	-10,6	-8,6
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-4,6	-4,0	-3,5
Pays-Bas	0,2	0,6	-5,4	-5,2	-3,6	-3,0
Portugal	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3	-4,6	-3,0

* Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie

** Le chiffre de -32 % inclut les mesures de recapitalisation des banques irlandaises.

Sources : Eurostat pour 2007, 2008, 2009, ministères des Finances nationaux pour 2010 (données provisoires), prévisions OFCE , avril 2011.

En 2011 et 2012, la priorité dans tous les pays de la zone euro sera la réduction des déficits budgétaires, perçue comme indispensable en raison des craintes sur la soutenabilité des finances publiques. La plupart des pays sont en effet confrontés à l'augmentation de l'écart critique (tableau 4) et à l'effet « boule de neige » de la dette. La zone euro est loin d'être une exception ; avec des déficits respectifs de 10,3 %, 10,6 % et 7,8 % en 2010, le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon sont dans une situation encore plus dégradée. En zone euro, la dette publique brute représente 84 % du PIB en 2010, soit une hausse de 18 points par rapport à 2007, les ratios d'endettement les plus forts étant observés en Grèce ou en Italie où ils

13. Cette partie a été rédigée par Céline Antonin.

dépassent 115 % du PIB. Le déficit moyen en zone euro passerait de 6,0 % du PIB en 2010 à 3,6 % en 2012 ; Nous anticipons de faibles perspectives de croissance en zone euro (1,4 % en 2011, 1,5 % en 2012) et des impulsions budgétaires négatives (tableau 5) pour les deux années à venir, qui risquent de fragiliser la reprise dans l'ensemble de la zone et surtout de plonger dans la récession les pays les plus en difficulté (Irlande, Portugal et Grèce).

L'austérité prévue en 2011 et 2012 sera généralisée. Dans l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance atteindrait 1,4 % en 2011, à cause d'une impulsion budgétaire négative. Non seulement les mesures d'austérité annoncées ralentiront la consommation privée et publique, mais en outre, la demande extérieure ne constituera qu'un relais limité à une demande intérieure défaillante. En 2011 et 2012, c'est essentiellement la contribution du commerce extérieur qui soutiendra la croissance.

Tableau 4 : Évolution de l'écart critique, 2007-2011

En points de PIB

	2007	2008	2009	2010 (prévision)	2011 (prévision)	2007-2011
Allemagne	0,8	1,3	0,6	0,8	0,7	-0,2
Autriche	0,2	1,0	1,1	0,6	0,6	0,4
Belgique	-0,8	0,3	0,6	0,2	0,6	1,4
Espagne	-2,5	-0,5	2,5	3,9	4,9	7,4
Finlande	-2,0	-0,3	1,5	0,6	0,1	2,2
France	0,0	0,2	2,1	1,3	1,1	1,0
Grèce *(aide)*	-1,1	-0,8	2,9	5,4 *(1,8)*	9,4 *(2,8)*	10,6 *(4,0)*
Irlande *(FESF)*	-1,1	3,4	9,1	7,6 *(7,8)*	7,8 *(4,8)*	8,9 *(5,9)*
Italie	0,9	1,3	2,0	3,1	3,1	2,2
Pays-Bas	0,2	0,0	2,0	0,7	0,8	0,5
Portugal	0,6	1,6	3,6	3,6	5,1	4,5
Zone euro	0,0	0,6	1,8	1,6	1,8	1,8

Note de lecture 1: L'écart critique est la différence entre le taux de croissance potentiel nominal de l'économie, et le taux d'intérêt obligataire à 10 ans, ce qui permet de tenir compte de l'alourdissement de la charge d'intérêt, dans une perspective de moyen terme.

Note de lecture 2 : Pour la Grèce et l'Irlande, les mentions *aide* et *FESF* entre parenthèses indiquent la valeur de l'écart critique lorsque l'on considère non pas le taux d'intérêt obligataire à 10 ans, mais le taux préférentiel auquel les pays empruntent auprès de l'UE et du FMI (depuis mai 2010 pour la Grèce et novembre 2010 pour l'Irlande). Rappelons que l'Irlande est le seul pays à bénéficier du Fonds européen de stabilité financière (FESF), la Grèce bénéficiant d'un mécanisme d'aide *ad hoc* mis en place avant la création du FESF. En 2011, l'écart critique pour l'Irlande serait de 7,8 points si elle ne bénéficiait pas du FESF, contre 4,8 points de PIB avec le FESF.

Sources : Eurostat, Datastream.

Tableau 5 : Impulsions budgétaires, 2008-2012*

En points de PIB

	Impulsion budgétaire					Poids des pays dans le PIB de la zone euro
	2008	2009	2010	2011	2012	2010
ZE (15)	0,1	1,4	-0,4	-1,1	-0,5	100
Allemagne	0,1	0,9	1,4	-0,7	-0,3	30
Autriche	0,6	0,0	0,9	-0,4	-0,5	3
Belgique	0,6	2,0	-0,3	-0,2	-0,2	4
Espagne	1,7	2,0	-2,7	-1,8	-0,7	10
Finlande	-0,3	1,0	2	0,5	-0,5	2
France	-0,4	2,6	-0,5	-1,4	-0,6	21
Grèce	2,0	1,8	-7,9	-5,0	-1,7	2
Irlande	3,2	3,4	-6,0	-1,3	-2,1	2
Italie	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	16
Pays-Bas	-0,6	3,5	-0,5	-1,3	-0,3	6
Portugal	-0,4	5,0	-1,8	-4,2	-2,0	2

* Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie

Note de lecture : L'impulsion budgétaire somme l'effet des mesures spécifiques de relance et des autres mesures structurelles. Elle est calculée hors évolution automatique liée au cycle des recettes et des dépenses publiques.

Source : Calculs et prévisions OFCE, avril 2011.

Au sein de la zone euro, l'année 2010 a globalement permis au PIB de renouer avec une faible croissance malgré une impulsion budgétaire légèrement négative (-0,3 point). Les comportements se sont révélés très disparates entre les pays : l'Allemagne a en effet poursuivi sa politique de relance, avec une impulsion de 1,4 point en 2010, au rebours des pays périphériques. Depuis 2010, on assiste à une divergence des scenarios et à une polarisation croissante de la zone euro qui apparaît aujourd'hui coupée en deux[14] : d'un côté les pays périphériques (la Grèce, l'Irlande, le Portugal, et dans une moindre mesure l'Espagne), et de l'autre les pays pour lesquels la dégradation des finances publiques (par rapport à la situation d'avant-crise) n'a pas eu de conséquences.

Au sein du groupe de pays « épargnés » par les marchés financiers, on peut distinguer deux modèles de pays :

– Les pays les plus « vertueux » de la zone, au nombre desquels on trouve les **Pays Bas**, l'**Autriche** et la **Finlande**, conduits par l'**Allemagne**, chef de file. Ces pays, dont le solde public était excédentaire ou presque à l'équilibre en 2007, ont réussi, à des degrés divers, à contenir l'effet de la crise sur leurs finances publiques : leur dette

14. Notre analyse exclut Malte, Chypre, ainsi que les anciens pays du bloc de l'Est (Slovénie, Slovaquie, Estonie).

est restée contenue (entre 65 et 75 % du PIB, sauf pour la Finlande dont la dette n'est que de 49 % du PIB) et ils devraient revenir rapidement dans les limites du Pacte de stabilité. En outre, leur écart critique (tableau 3) s'est peu creusé ou même réduit (Allemagne) entre 2007 et 2011. À la faveur d'une croissance forte en Allemagne et en Finlande (2,6 % et 3,1 % respectivement en 2011), les déficits seraient inférieurs au seuil de 3 % dès 2011. Aux Pays-Bas, la croissance plus molle s'accompagnerait d'impulsions budgétaires négatives en 2011 et 2012, ramenant le déficit à 3 % en 2012. En Autriche, les impulsions plus faibles devraient néanmoins permettre au déficit de revenir à 3 % en 2013. En Allemagne, le rythme de réduction du déficit public aura été plus rapide que prévu, permettant de satisfaire les exigences du Pacte dès 2011 (d'après nos prévisions). Cette performance inédite en zone euro s'explique par un moindre déficit en 2010, sous l'effet d'une croissance forte (3,5 %) et de recettes fiscales dynamiques. Même si l'Allemagne reste déterminée à retrouver le plus vite possible l'équilibre budgétaire[15], elle n'est pas prête à sacrifier la croissance. En conséquence, la rigueur reste limitée, et certaines mesures prévues dans le plan d'austérité présenté en juin 2010 (80 milliards d'économies prévues entre 2011 et 2014) ont été revues à la baisse. Parmi les mesures principales en 2011, citons la baisse de l'emploi public, la hausse des taux des cotisations sociales à l'assurance chômage (de 2,8 à 3,3 %) et à l'assurance maladie (de 14,9 à 15,5 %), l'introduction d'une taxe sur le transport aérien, la baisse de prestations familiales et de prestations pour les chômeurs de longue durée, des baisses des exemptions et réductions sur la taxe environnementale. L'impulsion budgétaire serait moindre qu'en moyenne dans la zone euro (-0,7 point de PIB en 2011 puis -0,3 point en 2012).

– Viennent ensuite les pays dont les finances publiques ont été plus affectées par la crise, notamment en raison d'une situation pré-crise plus dégradée ou d'une croissance plus faible en 2010, rendant plus difficile la réduction des déficits : la **France**, l'**Italie** et la **Belgique** appartiennent à cette catégorie, et ont vu leur écart critique augmenter davantage que les pays précédents.

L'Italie se caractérise par une dette importante (119 % du PIB en 2010), que la croissance faible depuis 2000 n'a pas permis d'éponger. Contrainte par sa dette, elle a mené une politique de relance très limitée : en conséquence, le déficit s'est moins creusé que dans la zone euro en moyenne : en 2010, il atteint 4,6 % du PIB. Malgré le fait que le retour sous les 3 % de déficit soit plus simple en Italie que dans d'autres pays de la zone euro, les impulsions négatives se poursuivront dans les deux prochaines années (-0,6 point en 2011 et en 2012), qui vont peser sur la consommation des ménages *via* la diminution de leur revenu disponible. À la mi-2010, l'Italie a adopté un plan d'austérité sur la période 2011-2013, visant à économiser 73,1 milliards d'euros (soit 4,5 points de PIB) sur 3 ans (dont 17,8 milliards en 2011 et 27,5 milliards en 2012). Les trois quarts des économies

15. Preuve de cette discipline budgétaire, la loi inscrite dans la *Grundgesetz* allemande, votée le 12 juin 2009, et entrée en vigueur le 1er janvier 2011, qui dispose que le déficit structurel du gouvernement fédéral ne pourra pas dépasser 0,35 % du PIB à partir de 2016, et qui proscrit les déficits dans les Länder à partir de 2020.

transitent par la baisse des dépenses (pour un montant de 47 milliards d'euros sur 3 ans) ; parmi ces mesures on peut retenir le gel des salaires des fonctionnaires jusqu'en 2013, la baisse des effectifs dans le secteur public, la baisse des budgets des ministères de 10 %, la baisse des dépenses dans le secteur de la santé.

La France, quant à elle, a abordé la crise avec un solde public plus dégradé que l'Allemagne (-2,7 % contre 0,3 % en Allemagne en 2007) : la crise a donc aggravé la situation, et la France enregistre un déficit de 7,0 % en 2010, la croissance étant restée modérée (1,5 % contre 3,5 % pour son voisin d'outre-Rhin). Malgré les impulsions négatives prévues en 2011 et 2012, la réduction des déficits sera très progressive en raison d'une croissance molle. La chute d'activité enregistrée depuis le début de la crise va laisser des traces durables sur les finances publiques de la France. Le solde public a chuté de 4,3 points de PIB entre 2007 et 2010 et la dette publique s'est alourdie de 19 points de PIB en l'espace de trois ans. Désormais, l'heure est à la rigueur en France comme partout en Europe et le gouvernement s'est fixé l'objectif ambitieux de ramener le déficit public à 3 % du PIB en 2013. Après avoir été de 7,0 % du PIB en 2010, le déficit public baisserait sous l'effet des impulsions budgétaires négatives (-1,2 point de PIB et -0,6 point de PIB) : selon nos prévisions, il atteindrait 5,8 % en 2011 et 5,2 % en 2012. La croissance molle (1,5 % en 2011 et 1,7 % en 2012) et la hausse des charges d'intérêts (0,3 point du PIB en deux ans) engendrée par la hausse de la dette publique (elle passerait de 82,7 % du PIB en 2010 à 86,6 % en 2011 et 89,5 % en 2012) ne permettraient pas une amélioration plus rapide du solde public. L'impulsion budgétaire serait tirée par la hausse du taux de prélèvements obligatoires qui augmenterait de 1,3 point de PIB entre 2010 et 2012 (1 point en 2011 et 0,3 en 2012) sous l'effet de la réduction des niches fiscales et sociales (0,6 point de PIB), et du contrecoup de la réforme de la taxe professionnelle et de la fin complète des mesures de relance (0,4 point de PIB au total). Enfin, la réaction des recettes fiscales au PIB rapporterait 0,3 point de PIB en deux ans. Si la réduction du déficit public est très forte (1,8 point de PIB en deux ans), on reste cependant loin de l'objectif affiché par le gouvernement à l'automne dernier de ramener le déficit public à 4,6 % du PIB en 2012. Celui-ci tablait en effet sur une reprise forte de la croissance (2 % en 2011 et 2,5 % en 2012) et une réduction drastique de la dépense publique qui semble inatteignable au regard des mesures annoncées et de la hausse des charges d'intérêts.

La Belgique a également pâti d'une forte dette publique avant la crise, qui se combine à une situation d'incertitude politique prolongée. En l'absence d'orientations politiques claires, le pays ne devrait pas mettre en place de réelle politique de réduction des déficits à horizon 2012.

Le second groupe de pays rassemble la **Grèce**, l'**Irlande**, le **Portugal** et l'**Espagne**, quatre pays qui se trouvent dans une situation préoccupante, avec une forte augmentation de l'écart critique entre 2007 et 2011 (néanmoins tempérée pour l'Irlande, la Grèce et bientôt le Portugal, au regard des mécanismes d'aide mis en place et qui leur permet de ne plus emprunter au taux du marché). Confrontés à la hausse des taux d'intérêt obligataires devenus prohibitifs (graphique 1), la Grèce

et l'Irlande ont déjà bénéficié d'une aide de la part de l'UE et du FMI, pour des montants respectifs de 110 et 85 milliards d'euros, en contrepartie de plans d'austérité drastiques, et le Portugal est le prochain pays sur la liste : les taux obligataires à 10 ans atteignent 7,8 % fin mars 2011, un taux insoutenable sur le long terme. La Grèce, l'Irlande[16] et le Portugal ont commencé à réduire leur déficit public à marches forcées en 2010, au prix d'impulsions budgétaires fortement négatives pesant sur les ménages et susceptibles d'amputer la croissance. Ces impulsions négatives ont d'ailleurs eu comme conséquence la poursuite de la récession en 2010 en Irlande et en Grèce. Cela étant, elles n'ont pas permis de détendre les taux obligataires et de diminuer les primes de risque, malgré l'intervention de l'Union européenne[17]. D'après nos prévisions, en 2011 la consommation privée diminuerait de 2 % en Irlande, 2,3 % au Portugal et 5,6 % en Grèce, alors qu'elle était le principal moteur de la croissance dans ces deux derniers pays avant la crise ou avant 2008. En 2011, le Portugal pratiquerait à son tour une impulsion négative particulièrement forte pour tenter de rassurer les marchés obligataires, et la Grèce continuerait sa cure d'austérité. Cela se traduirait par une récession au Portugal et en Grèce (pour la troisième année consécutive). À la suite de l'élection d'un nouveau gouvernement en Irlande, l'austérité serait moins forte que prévu en 2011, permettant le retour de la croissance, après trois années de récession. En 2012, nous faisons l'hypothèse d'une poursuite de l'austérité dans les pays périphériques, car du rythme de réduction des déficits budgétaires dépend l'aide conditionnelle du FMI et de l'UE.

Zoom sur les pays les plus fragiles de la zone euro

Grèce : vers une restructuration partielle de la dette ?

Premier pays à avoir bénéficié d'un plan de sauvetage mené sous l'égide de l'UE et du FMI, en mai 2010, la Grèce a considérablement réduit son déficit en 2010, au prix d'une impulsion budgétaire fortement négative, et dans un contexte de récession prolongée. Les mesures adoptées en 2010, *via* quatre paquets fiscaux successifs ont représenté une économie totale de 19,5 milliards d'euros (soit plus de 8 points de PIB). Malgré l'annonce de ces mesures de réduction du déficit, la spéculation sur les marchés financiers s'est amplifiée et le taux des obligations d'État grec est monté en flèche. Face au coût prohibitif de l'emprunt sur les marchés obligataires, le gouvernement grec, la BCE et le FMI ont annoncé un accord sur un programme d'ajustement économique (PAE) de 110 milliards d'euros, au taux de 5,2 %, conditionné à la mise en œuvre d'un programme strict d'ajustement budgétaire. Le PAE vise à ramener le déficit des administrations publiques de 15,4 % du PIB en 2009 à 2,6 % en 2014, la réduction des dépenses contribuant aux deux tiers de l'ajustement. En 2011, la réduction du déficit (d'un montant de 5 milliards d'euros) nécessitera une économie de 14,3 milliards d'euros, en raison de l'augmentation des charges d'intérêt, et de la récession prévue. Outre les mesures déjà adoptées en 2010 et les mesures prévues dans le PAE en 2011, de nouvelles mesures

16. Pour l'Irlande, le déficit hors recapitalisations bancaires a décru de 4,4 points entre 2009 et 2010.
17. Ces taux d'intérêt obligataires à 10 ans sont donnés à titre indicatif, dans la mesure où la Grèce et l'Irlande bénéficient de taux plus « avantageux » dans le cadre des plans d'ajustement budgétaire, et n'empruntent plus sur le marché obligataire.

d'économies ont été incluses dans le budget 2011 pour un montant de 6 milliards d'euros. Ces nouvelles mesures prévoient de nouvelles hausses des recettes fiscales, *via* une lutte intensifiée contre l'évasion fiscale, et une baisse des dépenses publiques, *via* une restructuration des entreprises publiques, la baisse des effectifs en emploi intérimaire et des CDD, et la réduction des dépenses militaires. À ces mesures, il faut ajouter les recettes exceptionnelles dues à la privatisation d'une partie du patrimoine de l'État, sous la pression du FMI et de l'UE, qui devraient atteindre 15 milliards d'euros à l'horizon de 2013*. Malgré ces réformes drastiques, l'endettement atteindrait 133 % du PIB en 2011 ; en conséquence, les pays européens ont accepté une renégociation de la dette grecque en diminuant le taux d'intérêt appliqué au plan de sauvetage (4,2 %) et en allongeant la maturité de la dette de 4,5 ans à 7,5 ans.

L'Irlande et le sauvetage des banques

L'année 2010 a été marquée par le prolongement et l'intensification des mesures de recapitalisation exceptionnelles prises en faveur des cinq principales banques du pays. Au total, 46 milliards d'euros ont été injectés en 2009 et 2010, dont 35,3 milliards sur la seule année 2010, des mesures exceptionnelles qui représentent 22 % du PIB. Le poids insoutenable des recapitalisations bancaires, chiffré fin septembre 2010 à plus de 45 milliards d'euros dans le scénario central et 50 milliards d'euros dans le scénario adverse, a conduit le gouvernement irlandais à faire appel à l'aide conjointe du FMI et de l'UE le 21 novembre 2010. Le montant du plan de sauvetage a été fixé à 85 milliards d'euros sur la période 2010-2013. En contrepartie, l'aide s'accompagne d'un plan d'ajustement économique (PAE) défini conjointement par le FMI et l'UE. Le processus de recapitalisation devrait se poursuivre au cours de l'année 2011 ; sur les 85 milliards d'euros de prêts alloués par le FMI et l'UE au taux de 5,8 %, 35 milliards sont destinés à la restructuration du secteur bancaire – 10 milliards pour des mesures immédiates de recapitalisation et 25 milliards pour des mesures supplémentaires éventuelles en 2011 (*contingent capital*). Par conséquent, au déficit affiché pour 2011 en Irlande (-10,6 % du PIB), il faudra ajouter les mesures de recapitalisation supplémentaires.

Le programme de consolidation sur 2011-2014 prévoit des économies de 15 milliards d'euros, dont 6 milliards d'euros d'économies en 2011. L'austérité passera essentiellement par une baisse des dépenses publiques (2,1 milliards d'euros). Malgré l'arrivée au pouvoir d'une nouvelle coalition gouvernementale le 25 février 2011, la plupart des mesures budgétaires votées fin 2010 devraient être mises en place en 2011, notamment une baisse des pensions de retraite du secteur public (baisse des pensions de retraite supérieures à 12 000 euros annuels), une hausse des taxes sur l'essence, un plafonnement des salaires du secteur public à 250 000 euros, une suppression de 25 000 postes dans la fonction publique. Cela étant, plusieurs mesures symboliques du précédent plan d'austérité ont été abandonnées : la baisse du salaire minimum d'un euro n'aura pas lieu, de même que la coupe dans les allocations familiales ; les cotisations sociales ne seront pas augmentées, la TVA sera plafonnée à 23 %, l'augmentation de l'impôt sur le revenu, prévue pour rapporter un milliard d'euros ne devrait pas être mise en place. En revanche, le programme réaffirme le maintien – très controversé – du taux d'impôt sur les sociétés à 12,5 %.

En 2012 en revanche, l'impulsion budgétaire serait plus négative, avec une économie de 3,6 milliards d'euros d'économies supplémentaires, dont 2,1 milliards d'euros de réduction des dépenses (courantes et d'investissement) et 1,5 milliard d'euros d'augmentation des prélèvements obligatoires.

Portugal : une lutte désespérée

Malgré la cure d'austérité que s'est imposée le Portugal, cette dernière n'a pas réussi à convaincre les marchés financiers, et le pays a fini par demander l'aide de l'UE et du FMI le

* La privatisation d'une partie du patrimoine permet de réduire le taux d'endettement brut (critère retenu dans le Pacte de stabilité), mais l'opération est neutre du point de vue de l'endettement net, donc elle n'améliore pas la situation économique.

6 avril 2011. Étant donné l'ampleur de l'impulsion budgétaire et les mesures de rigueur portant essentiellement sur les ménages (baisse des dépenses publiques et hausse de la taxation), nous nous attendons à une récession en 2011, avec une baisse de la demande intérieure et de l'investissement, d'autant que le programme de consolidation budgétaire élaboré avec l'UE et le FMI en échange de l'aide financière devrait confirmer (voire renforcer) la rigueur (nous ne connaissons pas encore les détails de ce plan ni son montant ; notre prévision porte donc sur les mesures annoncées avant le plan de sauvetage).

Le budget 2011, voté en octobre 2010, était déjà placé sous le signe de l'austérité, et prévoyait une baisse des dépenses de 2 points de PIB et une hausse des recettes d'un point de PIB. Les mesures permettant la baisse des dépenses étaient exclusivement ciblées sur les ménages : baisse des dépenses courantes (1,3 point de PIB, et notamment la réduction de 5 % de la masse salariale du secteur public et le non-remplacement de fonctionnaires), la baisse des dépenses d'aide sociale (0,8 point de PIB, incluant la baisse des allocations chômage), la réduction des dépenses de santé (0,3 point de PIB), la baisse des transferts de l'État vers l'éducation et les autres services (0,2 point de PIB). Les ménages et les entreprises subiront la hausse des recettes fiscales, et notamment la hausse de 2 points de la TVA (passant à 23 %), et la révision des allègements fiscaux sur l'impôt sur les sociétés et l'impôt sur le revenu.

Afin de s'assurer d'atteindre l'objectif de 4,6 % du PIB de déficit budgétaire en 2011, le gouvernement de José Socrates avait tenté de faire voter un nouveau paquet de mesures, représentant 0,8 % du PIB, ce qui aurait porté à 2,4 points de PIB l'objectif de réduction des dépenses et à 1,3 point celui de la hausse des recettes (soit un total de 3,7 points de PIB). Les mesures s'inscrivaient dans le prolongement du budget pour 2011, et portaient essentiellement sur les ménages (diminution supplémentaire des indemnités de licenciement, baisse des pensions, diminution des aides sociales). L'opposition a refusé d'adopter ces nouvelles mesures, ce qui a conduit à la démission du Premier ministre. Le Portugal, qui doit rembourser 9 milliards d'euros arrivant à échéance mi-juin 2011, a donc fini par accepter une aide extérieure. En 2012, les mesures de restriction budgétaire se poursuivraient, avec une baisse des dépenses publiques atteignant 1,6 point de PIB et une hausse des recettes de 0,9 point (incluant notamment la révision des exonérations fiscales sur l'impôt sur le revenu et l'impôt sur les sociétés, la révision des droits d'accises, la lutte contre l'évasion fiscale, …).

Espagne : cap sur la rigueur

La volonté de réduire les déficits, doublée de la crainte d'être la prochaine victime de la défiance des marchés financiers ont conduit le gouvernement espagnol à tenir le cap de la rigueur en 2010 : outre le budget restrictif pour 2010, prévoyant la baisse des dépenses de 0,8 point et la hausse des recettes de 1,1 point, deux plans d'austérité supplémentaires ont été adoptés en janvier et mai 2010. Au total, l'effort structurel a été de plus de 2 points de PIB en 2010, du fait de nouvelles mesures restrictives, notamment la baisse des salaires des fonctionnaires, la hausse de la TVA et des droits d'accises sur l'essence et le tabac, ce qui a permis d'améliorer le solde budgétaire de 1,9 point de PIB malgré la récession. Le gouvernement espagnol prévoit un retour du déficit dans les limites du Pacte de stabilité en 2013 ; mais en s'appuyant sur des hypothèses de croissance très optimistes (1,3 % en 2011, 2,5 % en 2012). D'après nos prévisions, l'impact récessif de la politique d'austérité serait plus important, avec un recul du PIB de 0,1 % en 2011, suivi d'une faible croissance de 0,6 % en 2012, et ne permettrait pas de revenir à un déficit de 3 % d'ici 2013. En 2011, la hausse de la TVA (introduite mi-2010) et la suppression de la déduction de 2 500 euros pour chaque naissance devraient notamment permettre la hausse des recettes fiscales, tandis que la part des dépenses publiques dans le PIB baisserait de 0,5 point de PIB. Bien qu'aucune mesure n'ait encore été annoncée pour 2012, nous faisons l'hypothèse d'une poursuite de l'austérité, l'épée de Damoclès d'une hausse des primes de risque sur le marché financier obligataire n'ayant pas été écartée.

Commerce extérieur : contribution fallacieuse[18]

Dans le sillage du commerce mondial, les échanges extérieurs de la zone ont progressé moins rapidement au second trimestre 2010, portant ainsi la croissance des exportations et des importations à respectivement 10,9 % et 9,0 % sur l'ensemble de l'année. À l'exception de la Grèce, tous les pays ont bénéficié d'un rebond des exportations compris entre 5,0 % pour la Finlande et 13,8 % pour l'Allemagne. Par contre, une forte hétérogénéité dans l'évolution des importations est apparue, en ligne avec le dynamisme relatif de la demande intérieure et l'ajustement budgétaire en cours dans certains pays. Alors que les importations ont augmenté de 12,4 % sur l'année 2010 en Allemagne, elles n'ont progressé que de 5,4 % en Espagne et de 5,3 % au Portugal. Le plongeon de l'économie grecque est également très marqué pour les importations qui ont diminué de 13,4 %. Dans les deux cas, la contribution du commerce à la croissance fut positive (tableau 6) : 1,2 point par exemple en Allemagne et 1,0 point en Espagne. On voit cependant que les logiques sous-jacentes sont opposées puisque dans le premier cas, ce sont bien les exportations qui sont moteurs de la croissance alors que dans le second, c'est la faiblesse de la demande intérieure qui pèse sur la croissance, freine les importations et induit une contribution positive du commerce. Cette distinction en deux groupes de pays perdurerait en 2011 et 2012. D'un côté, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche bénéficieraient d'une croissance tirée par les exportations, tandis qu'en Espagne, en Grèce, au Portugal et en Irlande, la contribution positive du commerce extérieur à la croissance résulterait du manque de dynamisme des importations en lien avec l'atonie ou le recul de la demande intérieure. La France fait un peu figure d'exception puisque c'est le seul pays dans lequel la contribution du commerce extérieur serait négative en 2011 et 2012, en raison d'une demande intérieure globalement plus dynamique que celle du reste de la zone euro. Le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance de la zone euro agrégée. Cet effet serait néanmoins de plus en plus faible : partant de 0,8 point en 2010, il atteindrait 0,6 point en 2011 et 0,3 point en 2012. Parallèlement, la demande intérieure prendrait progressivement le relais de la croissance avec une contribution de 0,7 point en 2011 et 1,1 point en 2012.

Du côté des parts de marché à l'exportation, la hiérarchie habituelle serait atténuée. L'Allemagne bénéficierait certes d'une croissance des exportations plus dynamique que celle de la France, l'Italie ou l'Espagne mais également d'une demande adressée plus dynamique. Par ailleurs, la moindre modération salariale outre-Rhin ne permettait plus aux entreprises allemandes de bénéficier d'un gain supplémentaire en termes de compétitivité. L'évolution des parts de marché serait alors comparable à celle de la France et de l'Espagne (graphique 11) avec une très légère perte de parts de marché, liée notamment à un niveau du taux de change toujours élevé dans notre scénario. L'Italie verrait sa situation s'améliorer relativement à la période 2003- 2007. Les pertes de parts de marché seraient limitées

18. Cette partie a été rédigée par Christophe Blot.

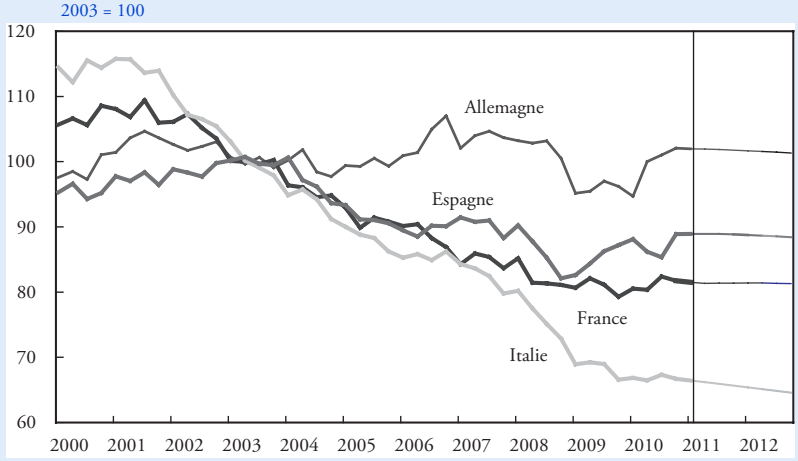
à 1,4 % en moyenne sur les années 2011 et 2012 contre des pertes de 5,5 % enregistrées de 2003 à 2007. Sur l'ensemble de la zone euro et en tenant compte des échanges intra-zone, les exportations augmenteraient de 1,5 % en moyenne trimestrielle en 2011 et 2012 contre une progression de 1,6 % pour la demande adressée. La demande intra-zone euro serait moins dynamique que celle émanant des pays extérieurs à la zone euro : 1,3 % contre 1,8 %.

Tableau 6 : Contributions à la croissance

	2010		2011		2012	
	Demande intérieure hors stocks	Commerce extérieur	Demande intérieure hors stocks	Commerce extérieur	Demande intérieure hors stocks	Commerce extérieur
Allemagne	1,8	1,2	1,6	1,5	1,1	0,7
France	1,0	0,4	1,4	-0,2	1,9	-0,3
Italie	0,9	-0,5	0,6	-0,7	0,9	0,1
Espagne	-1,3	1,0	-1,2	1,2	0,3	0,3
Pays-Bas	-0,4	1,1	0,6	2,3	0,9	0,7
Belgique	0,5	2,4	1,3	0,8	1,8	0,0
Irlande	-5,6	5,4	-2,9	3,8	-0,5	2,4
Portugal	1,0	0,5	-3,6	2,0	-1,3	1,8
Grèce	-8,2	4,0	-6,7	3,6	-1,2	1,9
Finlande	1,5	1,3	2,5	3,2	2,0	0,5
Autriche	0,3	1,1	1,0	0,8	1,3	0,5
Zone euro	0,4	0,9	0,7	0,7	1,1	0,3

Sources : Eurostat, calculs et prévisions OFCE avril 2011.

Graphique 11 : Parts de marché à l'exportation



Sources : FMI, Données nationales, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Allemagne, une situation économique atypique au sein de la zone euro[19]

Au sein de la zone euro, la situation conjoncturelle de l'Allemagne apparaît assez atypique, avec un fort rebond de la croissance en 2010 (3,5 %), alors que la croissance du PIB a été modeste dans la zone euro (1,7 %). Certes, la dégradation de l'activité avait été plus brutale en 2009 (-4,7 % contre -4 % dans la zone euro), justifiant un rattrapage plus net en 2010, mais *in fine* le niveau du PIB fin 2010 n'était inférieur que de 1,4 % à son niveau d'avant-crise (contre 2,9 % dans la zone euro). La performance allemande en 2010 par rapport à l'ensemble de la zone euro tient essentiellement à la vigueur des exportations et de l'investissement. Par ailleurs, la politique budgétaire a continué de soutenir l'activité en 2010, contrairement à la moyenne de la zone euro (impulsion de respectivement 1,4 point et -0,3 point). Outre des mesures de soutien au revenu des ménages et des entreprises, la consommation publique a été dynamique, contribuant pour 0,5 point à la croissance.

L'Allemagne avait été particulièrement touchée par la chute du commerce mondial en 2009 (-11,3 %), en raison de la part élevée de ses exportations rapportées au PIB (50 % en 2008, contre 30 % en France). Elle a donc bénéficié plus largement de la reprise des importations mondiales en 2010 (14,6 %), en particulier en provenance des pays émergents avec un rebond de ses exportations de marchandises de 15,5 % en volume. L'essor du commerce vers les pays émergents (22 % des exportations allemandes en valeur en 2010, dont presque 6 % vers la Chine) a largement contribué à la vigueur des exportations alors que la reprise a été assez timorée dans la zone euro et dans les PECO. Les pays émergents ont ainsi contribué à 30 % environ de la croissance des exportations allemandes en 2010, tout juste derrière la zone euro (33 %) (graphique 12).

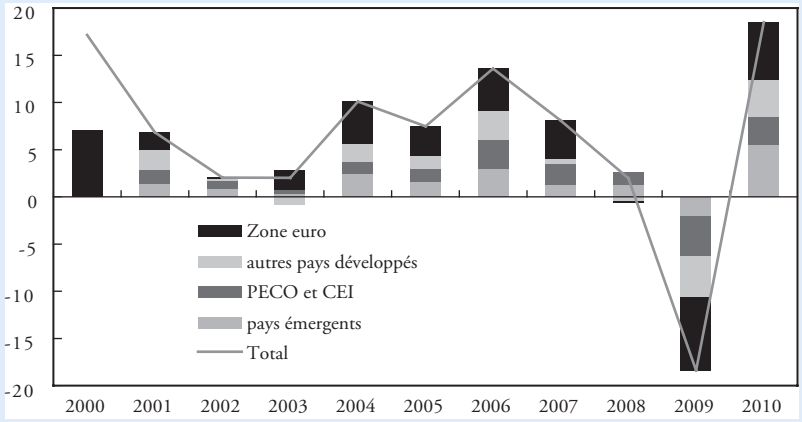
L'investissement productif privé, qui avait chuté en 2009, a fortement progressé en 2010 (10,1 %). Il a bénéficié d'un environnement international plus favorable mais aussi d'une demande domestique plus dynamique. Plusieurs mesures du plan de relance ont par ailleurs soutenu l'investissement, la principale étant la réintroduction temporaire d'un régime d'amortissement dégressif. Ainsi les commandes dans l'industrie, même si elles restent inférieures en niveau au pic de début 2008, affichent une croissance de près de 22 % en 2010, qui concerne tant les commandes étrangères que domestiques. Au final, le taux d'investissement productif qui avait plus baissé en Allemagne que dans la zone euro reste encore inférieur de 0,9 point au niveau d'avant-crise, contre 1,3 point dans la zone euro.

Quant à l'investissement en construction, qui baisse presque continûment en Allemagne depuis le milieu des années 1990, il n'a évidemment pas connu la chute qui s'est produite dans la plupart des pays de la zone euro. Il a au contraire été dynamique en 2010, notamment dans le secteur immobilier. Les flux nets de crédits hypothécaires aux ménages ont été positifs en 2010 pour la première fois

19. Cette partie a été rédigée par Sabine le Bayon.

depuis 2006. La chute de l'investissement en construction au dernier trimestre 2010 est uniquement due aux conditions météorologiques qui ont paralysé de nombreux chantiers.

Graphique 12 : Contributions à la croissance des exportations allemandes en valeur



Source : Bundesbank, Destatis.

De la même manière, la consommation des ménages, qui est atone depuis de nombreuses années, a peu pâti de la crise. Fin 2010 elle dépassait déjà son niveau d'avant-crise (contrairement à la zone euro où elle reste un peu en deçà), même si la croissance en 2010 en moyenne annuelle est faible (0,4 %), en raison d'un acquis de -0,5 %. Étant donné l'amélioration du revenu en 2010, la croissance de la consommation aurait pu être nettement plus forte, s'il n'y avait pas eu de hausse du taux d'épargne. La logique est donc inverse à celle observée dans la zone euro (revenu peu dynamique compensé par une baisse du taux d'épargne). Le processus de désendettement, engagé en Allemagne en 2001 après des années 1990 de recours important au crédit, s'est poursuivi. Le taux d'endettement des ménages allemands, qui était plus fort que celui de la zone euro, est désormais un peu inférieur (95 % du revenu fin 2010, contre 98 % dans la zone euro). La croissance du revenu nominal en 2010 (2,7 %, après -0,1 % en 2009) a reposé essentiellement sur la hausse de la masse salariale, l'impact de la baisse de la fiscalité ayant été plus marginal (baisse de l'impôt sur le revenu principalement). Au-delà de la reprise des créations d'emplois, le regain de masse salariale s'explique surtout par la hausse du salaire par tête, liée à celle de la durée du temps de travail (+2,1 % en 2010). Le chômage partiel, s'il n'a pas retrouvé encore son niveau d'avant la crise, est en effet en nette décrue : il concernait 243 000 personnes en août 2010, contre 1,47 million lors du pic de 2009 (soit respectivement 0,6 et 3,4 % de la population active[20].

20. Si l'on comptabilise comme chômeurs les personnes en chômage partiel au *prorata* des heures travaillées, il faut augmenter le taux de chômage de 1,2 point, au plus fort de la crise, et de 0,2 point en août 2010.

L'évolution sur le marché du travail en Allemagne apparaît atypique aussi au sein de la zone euro, puisque le taux de chômage n'a augmenté que de 0,5 point durant la crise (contre 2,9 points dans la zone euro) et a entamé une décrue dès la fin 2009, alors qu'il s'est juste stabilisé en 2010 dans la zone euro. Fin 2010, il était de 6,6 % au sens du BIT en Allemagne. L'emploi n'a en effet baissé que de 0,6 % entre fin 2008 et fin 2009 (contre -2,6 % dans la zone euro entre mi-2008 et fin 2009) et a recommencé à progresser dès le début 2010. Les différences entres secteurs sont toutefois assez marquées : la baisse tendancielle de l'emploi dans l'industrie s'est accélérée (-4,4 % entre fin 2008 et fin 2009), l'emploi se stabilisant ensuite en 2010. Dans la construction, l'emploi a légèrement augmenté (+2,8 % entre fin 2008 et fin 2010), tandis que l'ajustement de l'emploi n'a été que peu marqué dans les services marchands (-0,5 % au cours de l'année 2009) avant que l'emploi ne redémarre timidement. En plus de la résistance de l'emploi au retournement conjoncturel, le recul de la population en âge de travailler permet de faire baisser le taux de chômage plus facilement : sur les trois premiers trimestres de 2010, elle a baissé de 0,3 % en Allemagne en glissement annuel (contre une progression de 0,1 % dans la zone euro) selon l'enquête sur les forces de travail d'Eurostat.

Les perspectives pour le premier semestre 2011 sont bonnes, notamment dans l'industrie : les commandes sont à des niveaux élevés, même si leur croissance a ralenti depuis la mi-2010. Les perspectives à 6 mois de l'enquête IFO auprès des chefs d'entreprise sont en forte hausse et atteignaient en février 2011 un niveau historiquement élevé. Ces éléments plaident pour un investissement productif dynamique, en dépit de la fin de la mesure d'amortissement dégressif. L'investissement serait porté par une demande tant interne qu'externe favorable, et justifié par le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie qui était supérieur à sa moyenne de long terme début 2011. De plus, la situation financière des entreprises est bonne : leur taux d'autofinancement est élevé, elles se sont désendettées depuis 2002 (avec un taux d'endettement de 120 % de leur valeur ajoutée au troisième trimestre 2010, contre 210 % dans la zone euro).

Dans le secteur du bâtiment, la production a rebondi en janvier 2011 (+36 % sur un an), après l'effondrement de décembre 2010 (-25 %) dû aux intempéries. Ceci se traduira dans les comptes nationaux, avec une forte croissance de l'investissement dans ce secteur prévue au premier trimestre 2011. Le plan de relance en infrastructures soutiendrait encore un peu l'investissement en bâtiment en 2011. Ce ne serait plus le cas en 2012.

La croissance de la consommation privée serait de 1 % en 2011 puis de 0,8 % en 2012. En 2011, les ménages pâtiront de plusieurs mesures restrictives (baisse de prestations sociales, hausse des taux de cotisations sociales concernant l'assurance chômage et l'assurance maladie). En revanche, les ménages vont bénéficier dès 2011 de l'augmentation plus forte des salaires négociés (1,9 % en 2011 et 2,5 % en 2012, après 1,6 % en 2010), faisant suite aux revendications salariales observées durant les derniers mois. L'accélération serait progressive, au fur et à mesure que les conventions collectives seront renégociées. Même si le taux de marge des entreprises

s'est dégradé à cause de la crise (en raison du faible ajustement de l'emploi), en particulier dans l'industrie, le rebond de la valeur ajoutée a permis de regagner les trois quarts environ de la perte dans ce secteur. Le taux de marge est donc bien supérieur au niveau de 2003, date du début du mouvement d'amélioration franche de la situation opérationnelle des entreprises. Ces dernières disposent donc de marges de manœuvre pour augmenter les salaires. Dans un contexte où l'écart de production va continuer de se réduire, ceci se traduirait par une accélération de l'inflation sous-jacente. L'emploi croîtrait à un rythme modéré en 2011 et en 2012 (0,6 % par an), la durée du travail continuerait de se rétablir, poussant à la hausse les salaires par tête. Par ailleurs, dans un contexte de poursuite de la baisse du taux de chômage (qui s'établirait à 5,9 % fin 2012), le taux d'épargne des ménages baisserait à l'horizon de la prévision.

Le ralentissement du commerce mondial et la stabilisation des parts de marché à l'exportation des entreprises allemandes en raison de l'appréciation récente de l'euro face au dollar se traduiraient par une moindre contribution du commerce extérieur à la croissance (hors effet d'acquis) en 2011 et 2012.

L'objectif fixé par le gouvernement lors du programme de stabilité de janvier 2010 d'un retour du déficit à 3 % du PIB en 2013 (le solde public pour 2010 étant alors prévu autour de 5,5 % du PIB et la croissance du PIB autour de 1,4 %) devrait finalement être atteint dès 2011 : en effet, le déficit pour 2010 a été plus faible de 2,2 points de PIB que ce qui était prévu, du fait d'une croissance plus forte et de recettes fiscales plus dynamiques. Malgré une situation budgétaire meilleure en 2010 que les prévisions initiales du gouvernement et que celle de la plupart de ses partenaires européens (avec un solde -3,3 % du PIB, contre -5,9 % dans la zone euro), le gouvernement ne dévierait pas de son ambition de réduire rapidement le déficit. Ce n'est en effet pas tant le Pacte de stabilité qui représente une contrainte pour la politique budgétaire que la règle nationale adoptée en juillet 2009. Cette dernière impose en effet une réduction régulière du déficit structurel à partir de 2011, pour qu'il soit inférieur à 0,35 % du PIB au niveau fédéral à partir de 2016, et un budget à l'équilibre pour les régions à partir de 2020.

Un certain nombre de mesures de restriction prévues dans le cadre du plan d'austérité présenté en juin 2010 (80 milliards d'économies prévues entre 2011 et 2014) ont cependant été revues à la baisse lors du vote de l'automne 2010 (comme les réductions d'avantages fiscaux dans le cadre de la taxe environnementale), d'autres restant incertaines (comme la taxe sur les transactions financières). Les mesures principales à l'horizon de la prévision concernent finalement : la baisse de l'emploi public, la hausse des taux des cotisations sociales à l'assurance chômage (de 2,8 à 3,3 %) et à l'assurance maladie (de 14,9 à 15,5 %), l'introduction d'une taxe sur le transport aérien, une taxe sur les opérateurs de centrale nucléaire, la baisse de prestations familiales et de prestations pour les chômeurs de longue durée, des baisses des exemptions et réductions sur la taxe environnementale. L'impulsion budgétaire, bien que négative, le serait toutefois moins que dans la zone euro. Elle atteindrait -0,7 point de PIB en 2011 puis -0,3 point en 2012 (respectivement -1,1

et -0,6 point dans la zone euro), intégrant en plus du plan d'austérité la fin de plusieurs mesures du plan de relance. Le déficit serait de 2 % du PIB en 2011 puis de 1,5 % en 2012, une très bonne performance au sein de la zone euro (-3,6 % en 2012).

Au final, les indicateurs conjoncturels dans l'industrie et la correction dans le bâtiment plaident pour une croissance forte au premier trimestre 2011 (0,7 %). La croissance resterait bien orientée ensuite (0,5 % par trimestre en 2011, puis 0,4 % par trimestre en 2012), mais s'essoufflerait néanmoins par rapport à 2010, qui constituait une année spécifique de rattrapage post-crise. La croissance allemande resterait donc bien supérieure à celle de la zone euro en 2011 (respectivement 2,6 % et 1,4 %), l'écart se tassant en 2012 (avec une croissance de 1,8 % en Allemagne, contre 1,5 % dans la zone euro). L'Allemagne aborde cette phase de reprise mondiale avec de sérieux atouts : un endettement des entreprises maîtrisé, un marché du travail bien orienté et une situation budgétaire peu dégradée, limitant l'effort structurel à réaliser pour respecter la règle budgétaire nationale. Un cercle vertueux pourrait se mettre en place, la vigueur des exportations et de l'investissement se transmettant à la consommation privée, *via* des hausses de salaires plus élevées. Ceci permettrait un rééquilibrage de la croissance, avec en 2012 une contribution à la croissance assez proche du commerce extérieur, de l'investissement et de la consommation privée.

Italie : à la recherche du second souffle [21]

Alors que la première partie de l'année avait débuté sous les meilleurs auspices pour l'Italie, la croissance s'est progressivement essoufflée au second semestre. Le PIB ne progressait en effet plus que de 0,1 % au quatrième trimestre avec notamment un recul de la FBCF de 0,7 % et une contribution du commerce extérieure négative (-0,9 point) due à un ralentissement très net des exportations. De fait, l'essentiel de la croissance sur les deux derniers trimestres 2010 résulte de la contribution positive des stocks, successivement de 0,6 et 1,1 point. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, l'Italie a renoué avec la croissance (+0,9 %), qui a été tirée à la fois par les stocks et par la reprise de la consommation des ménages et de l'investissement productif.

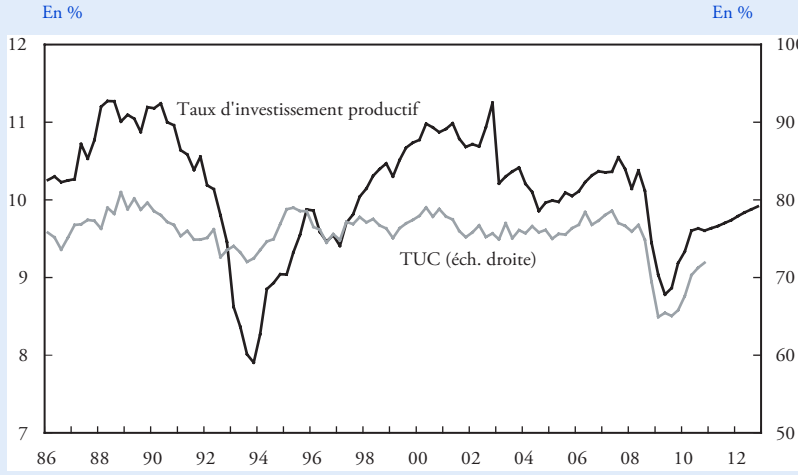
Du côté des ménages, les revenus salariaux nominaux ont cessé de reculer en 2010 mais n'ont cependant pas crû suffisamment pour redonner du pouvoir d'achat aux ménages. La reprise des achats a de fait été permise par une nouvelle baisse du taux d'épargne qui s'inscrivait à 12 % du revenu disponible brut au troisième trimestre contre 13,4 % en fin d'année 2009. Nous anticipons une croissance modérée – à 0,2 % en moyenne trimestrielle – de la consommation des ménages en 2011 et 2012. Les revenus seraient probablement plus dynamiques qu'en 2010 mais la baisse du taux d'épargne des ménages serait également moindre. L'investissement en logement repartirait également à la hausse dès 2011, après la baisse observée au quatrième trimestre 2010. Il contribuerait de fait assez peu au dynamisme de la FBCF totale qui s'expliquerait essentiellement par la consolidation de la reprise de l'investissement productif. En fin d'année 2010, le pic observé en fin de l'année 2007 pour le taux d'investissement productif n'était toujours pas retrouvé, mais une part substantielle de l'ajustement avait été réalisée, avec une hausse de 0,4 point en 2010. Cette amélioration, qui s'explique par la remontée du taux d'utilisation des capacités de production (graphique 13), se poursuivrait plus modérément à l'horizon de notre production. La FBCF progresserait de 1,1 % en 2011 puis de 2 % en 2012 et le taux d'investissement total atteindrait 19,8 % en fin d'année 2012 contre 19,5 % au quatrième trimestre 2010.

Ce ralentissement de la croissance de l'investissement se répercuterait en partie sur les importations qui seraient à leur tour moins dynamiques en 2011 (7,3 %) qu'en 2010 (10,3 %). Malgré cela, le taux de pénétration serait toujours en hausse et dépasserait le pic pré-crise en fin d'année 2011. Par ailleurs, bien que toujours inférieure à l'évolution de la demande adressée, la croissance des exportations – anticipée à 1,2 % en moyenne trimestrielle – permettrait au commerce extérieur de soutenir la croissance en 2011. Par contre, il n'y aurait plus de soutien du côté des stocks. La croissance s'établirait alors 0,9 % en 2011 et 1,0 %. Elle serait notamment freinée par une impulsion budgétaire toujours négative – pour la quatrième année consécutive – à hauteur de -0,6 point en 2011 comme en 2012. Bien que non

21. Cette partie a été rédigée par Christophe Blot.

négligeable, il faut néanmoins souligner que la consolidation budgétaire italienne serait moindre que dans la plupart des pays de la zone euro. D'une part, dans la phase aiguë de la crise, le soutien à l'économie fut de faible ampleur de telle sorte qu'aujourd'hui l'ajustement nécessaire à la réduction des finances publiques est moins élevé. D'autre part, le gouvernement italien a bénéficié d'une réduction du déficit pour l'année 2010 (4,6 % après 5,3 % en 2009) alors que nous anticipions une nouvelle dégradation (5,5 %) lors de notre dernière prévision. Le seuil de 3 % ne serait pas atteint en 2012 mais les efforts supplémentaires annoncés par le gouvernement permettraient cependant de ramener le déficit à 3,5 %, laissant présager le respect des engagements du Pacte de stabilité dès l'année 2013.

Graphique 13 : Taux d'investissement productif et TUC en Italie

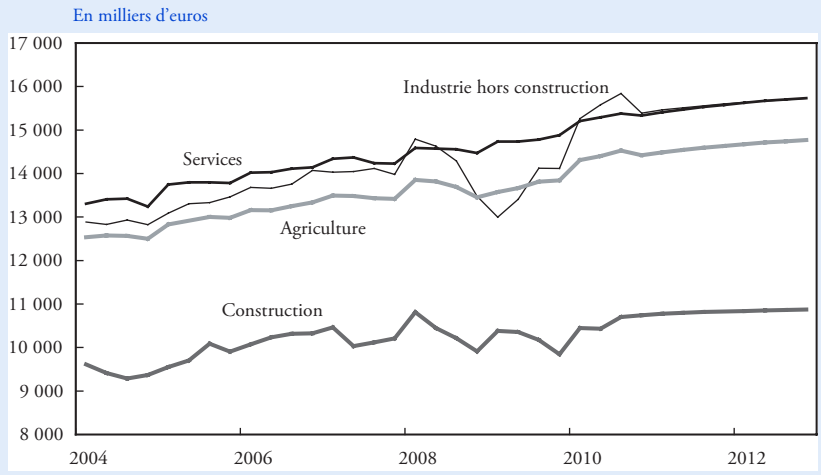


Source : Istat.

Sur le marché du travail, les entreprises ont privilégié les gains de productivité à la reprise de l'emploi. Ainsi, dans le secteur de l'industrie hors construction, les entreprises ont complètement effacé les pertes enregistrées pendant la crise (graphique 14). La croissance de la productivité au cours des trois premiers trimestres 2010 a atteint 14,6 % tandis que l'emploi reculait de 6,4 %. Cette évolution de l'emploi dans l'industrie n'étant pas compensée par une situation plus florissante dans la construction et les services, l'emploi total a continué à baisser tout au long de l'année et le taux de chômage a poursuivi sa hausse – de 0,3 point entre la fin 2010 et fin 2009 – même si elle a été compensée par la baisse de la population active. Ce mouvement de rattrapage de la productivité aurait pris fin si bien qu'en prévision, nous supposons que la productivité dans les différents secteurs de l'économie augmenterait sur le même rythme que celui observé en deuxième partie d'année. Cependant, la croissance ne serait pas suffisante pour permettre une réduction du taux de chômage dans la mesure où nous prévoyons l'arrêt de l'effet de

flexion des taux d'activité en 2011 et une reprise de la croissance de la population active en 2012, à raison d'une croissance trimestrielle de 0,1 %. Dans ces conditions, le taux de chômage atteindrait 8,8 % au deuxième trimestre 2012 et se maintiendrait ensuite à ce niveau.

Graphique 14 : Productivité par tête sectorielle en Italie



Source : Istat.

Finalement, l'accélération de l'inflation observée en fin d'année 2010 se poursuivrait en 2011. Les tensions sur le prix du pétrole porteraient l'indice des prix énergétiques à 9,4 % en glissement annuel au premier trimestre 2011 puis encore 7,8 % et 7,7 % aux deux trimestres suivants. Une accélération des prix alimentaires contribuerait également à la hausse de l'inflation anticipée à 2,2 % en fin d'année 2011. Une fois, ces effets transitoires passés, l'inflation diminuerait rapidement et atteindrait 1,7 % en fin d'année 2012. Elle serait toutefois toujours supérieure à l'inflation sous-jacente que nous prévoyons à 1,2 %. L'absence de tensions sur le marché du travail limiterait les risques d'effets de second tour.

Espagne : double désendettement [22]

Avec un recul du PIB en 2010 de 0,1 %, l'Espagne reste largement à la traîne de la zone euro qui a crû de 1,7 % en 2010. Certes l'acquis était négatif (-0,5 %), mais la croissance trimestrielle n'a pas dépassé 0,3 % au cours de l'année 2010. Fin 2010, le PIB était toujours inférieur de 4,3 % à son niveau d'avant-crise (2,9 % seulement dans la zone euro). De plus, la croissance au second semestre, plus faible qu'en début d'année, est uniquement basée sur la contribution positive du commerce extérieur. En effet, les exportations ont nettement moins ralenti que les importations. Le recul de la demande intérieure est imputable principalement à la hausse de la TVA à partir de juillet 2010 et à la fin de la prime à la casse, l'activité dans le secteur de la construction poursuivant sa contraction initiée début 2008. L'économie espagnole n'est pas sortie du marasme, subissant les effets du désendettement des agents privés et de l'État : elle va continuer de pâtir d'une part de ses excès passés en matière d'endettement (immobilier principalement) et d'autre part de la mise en place d'une forte restriction budgétaire.

La situation sur le marché du travail reste mal orientée. L'emploi a encore reculé en 2010 pour la troisième année consécutive. Il a ainsi baissé de 10 % depuis 2007. Les destructions nettes d'emplois sont d'environ 2,1 millions, dont 1,1 million dans la construction, 650 000 dans l'industrie et 250 000 dans les services. Si l'emploi s'est stabilisé dans l'industrie et dans les services en 2010, dans la construction il continue de se contracter malgré la baisse de 43 % des effectifs dans ce secteur. Face à ces destructions d'emplois très élevées, le ralentissement de la population active a limité la hausse du taux de chômage. C'est surtout dû à l'évolution de la population en âge de travailler : alors qu'elle augmentait de 1,6 % en moyenne entre 2000 et 2008, elle a fortement ralenti, reculant même en 2010 (-0,3 %), en lien avec une moindre immigration. Le taux de chômage a tout de même poursuivi sa montée, pour atteindre 20,4 % au dernier trimestre 2010 selon les données d'Eurostat.

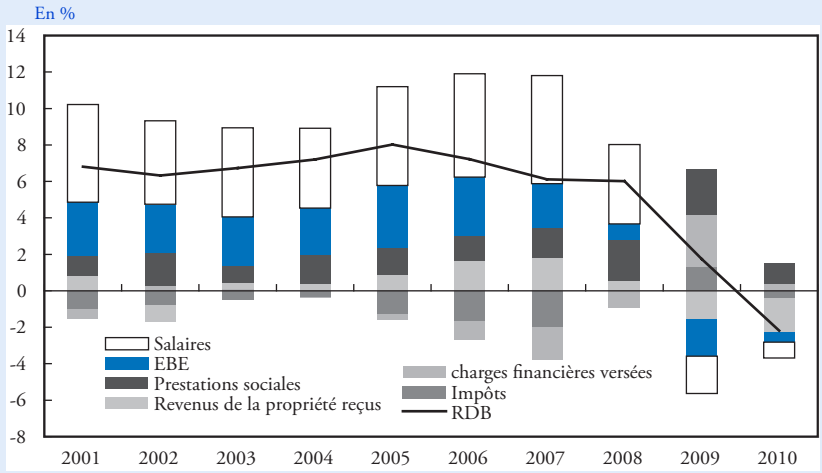
En 2010, la consommation privée s'est stabilisée à un faible niveau. Elle a progressé nettement au premier semestre 2010 avant de reculer du fait de la fin de la prime à la casse et de la hausse de la TVA. L'amélioration du début d'année est liée à la baisse du taux d'épargne de 3,5 points sur les trois premiers trimestres de 2010 (corrigeant en partie la hausse de 7 points entre début 2008 et fin 2009), qui a fait plus que compenser la chute du revenu disponible des ménages (-2,2 %). La masse salariale et les revenus de la propriété ont certes un peu moins reculé en 2010 qu'en 2009, témoignant d'une amélioration de la situation économique, mais les charges d'intérêt versées ont moins diminué (avec la fin du cycle de baisse des taux courts) et il y a eu des hausses d'impôt (graphique 15).

La forte hausse de l'inflation en Espagne qui a atteint 3,4 % en février 2011 (contre 2,4 % dans la zone euro) ne doit pas masquer que l'heure est plutôt au risque de déflation. En effet, les prix sont poussés à la hausse par l'augmentation du prix du

22. Cette partie a été rédigée par Sabine Le Bayon.

pétrole, par le relèvement des taxes sur le tabac en décembre 2010 et par la hausse de la TVA en juillet 2010. Le taux normal de TVA est en effet passé de 16 à 18 %, le taux réduit de 7 à 8 %, le taux super-réduit restant stable à 4 %. Étant donné la pondération dans l'indice des prix des produits soumis aux différents taux de TVA, la répercussion complète de la hausse de la TVA sur les prix serait de 1,1 point selon l'institut de statistiques espagnol. L'inflation sous-jacente hors TVA serait donc très proche de 0 %.

Graphique 15 : Contributions à la croissance du revenu disponible des ménages espagnols



Note : Pour 2010, seuls les trois premiers trimestres sont disponibles.
Source : INE.

Les salaires par tête ralentissent franchement depuis le début de l'année 2010. Dans le secteur principalement marchand, la hausse a été de seulement 1 % sur un an fin 2010 (contre 3,2 % en moyenne entre 2000 et 2009). Les raisons de cette modération salariale en 2010 sont nombreuses. D'abord la faible inflation fin 2009 n'a pas permis d'activer les clauses d'indexation. Ensuite, l'accord pluriannuel signé en février 2010 entre les partenaires sociaux encadrant les hausses de salaires (qui doivent être inférieures à 1 % en 2010, à 2 % en 2011 et à 2,5 % en 2012) s'est répercuté sur les conventions collectives conclues ou révisées depuis lors. Les conventions collectives ont ainsi intégré des hausses de salaires modérées (1,3 % en 2010, contre 2,3 % en 2009). Cependant, avec les clauses de sauvegarde (qui concernent presque 50 % des salariés couverts), les augmentations de salaires devraient atteindre *in fine* 2,1 % en 2010. L'écart entre salaires observés et salaires négociés reste toutefois assez important, ce qui pourrait refléter le fait que les destructions d'emplois ont davantage touché les salariés ayant une rémunération inférieure à la moyenne. Par ailleurs, à la suite du plan de rigueur de mai 2010 dans lequel une baisse de 5 % en moyenne des salaires des fonctionnaires était prévue à

partir de juin 2010, puis un gel en 2011, les salaires dans le secteur non marchand ont baissé de 3,7 % entre mi-2010 et fin 2010. Au final, l'heure est à la rigueur salariale en Espagne alimentant des pressions déflationnistes.

La contribution du commerce extérieur a été à nouveau positive en 2010 en moyenne annuelle, le recul du premier semestre ayant été largement compensé par le rebond du deuxième semestre. Sur l'ensemble de l'année, les importations ont crû modestement (+5,4 %) en lien avec la demande intérieure, tandis que les exportations ont été dynamiques (10,3 %), retrouvant presque le pic de 2008. Les parts de marché à l'export des entreprises espagnoles se sont donc améliorées pendant la crise, après des années de dégradation. La réduction des coûts des entreprises (destructions d'emplois et plus récemment moindres augmentations salariales), par la contraction des coûts salariaux (-4,4 % dans l'industrie), permet aux entreprises de baisser leurs prix de production (-3,5 %), tout en augmentant leur taux de marge. Mais l'investissement productif ne repart pas : il est quasiment stable depuis la mi-2009 au niveau de 2001, effaçant la hausse entre 2001 et 2008. Malgré sa remontée récente, stimulée par la reprise du commerce mondial, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière reste très en deçà de sa moyenne de long terme, sans doute en raison de l'atonie de la demande intérieure.

Le processus d'ajustement dans la construction s'est poursuivi. En 2010, seuls 92 000 permis de construire ont été accordés, soit presque 10 fois moins qu'en 2006. Quant aux prix immobiliers, leur baisse atteint 13 % depuis le pic de 2008. Le désendettement des agents n'en est qu'à ses balbutiements : après avoir augmenté de près de 70 points entre 1999 et 2008, le taux d'endettement des ménages a légèrement baissé, passant de 131 % à 126 % de leur revenu disponible au troisième trimestre 2010. Du côté des entreprises de la construction et des services immobiliers, leur taux d'endettement, qui était passé de 8 % du PIB en 1995 à 44 % début 2009, est redescendu à 40 % fin 2010. Si le taux de créances douteuses des ménages concernant l'acquisition d'un bien immobilier se tasse (à 2,4 %), ce n'est pas le cas pour les entreprises de la construction et des services immobiliers. La part des créances douteuses dans les crédits que leur ont accordés les établissements financiers dépasse les 12 % (contre moins de 2 % en 2007). Au final, les créances douteuses liées à l'immobilier représentaient, fin 2010, 58 milliards d'euros pour les entreprises et 16 milliards pour les ménages, soit au total 74 milliards (6,9 % du PIB). Le système de provisionnement dynamique (constitution de provisions dès l'octroi de crédits) a certes permis aux établissements financiers de mieux résister à la crise, mais la montée des créances douteuses a été telle que des doutes sur leur solidité ont vite émergé. Pour renforcer le système financier espagnol, le gouvernement a multiplié les mesures depuis 2009. D'abord, dans le cadre du processus de restructuration des caisses d'épargne, 12 milliards d'euros ont été injectés en 2010 par le FROB (Fondo de Restructuración Ordenada Bancaria), ce qui a permis de réduire le nombre d'entités de 45 avant la crise à 17 fin 2010. Ensuite, le gouvernement a adopté un décret-loi en février 2011 qui exige des ratios de fonds propres plus élevés : les établissements financiers doivent mettre en œuvre

des mesures pour atteindre ces objectifs avant septembre 2011 (*via* l'ouverture de leur capital à des investisseurs ou des introductions en bourse). Des nationalisations partielles et temporaires auront lieu si nécessaire *via* le FROB.

L'objectif que s'était fixé le gouvernement d'un déficit de 9,3 % du PIB en 2010 (après 11,1 % en 2009) a été atteint au prix d'une rigueur sans faille. Les annonces de mesures restrictives se sont succédé depuis l'automne 2009 pour répondre aux exigences de la Commission européenne et rassurer les marchés financiers. Le budget 2010 prévoyait une contraction des dépenses de 0,8 point de PIB et une hausse des recettes de 1 point de PIB[23]. En janvier 2010, un plan d'action immédiat a fixé à 0,5 point supplémentaire en 2010 la baisse des dépenses, puis face aux tensions très vives sur les marchés financiers, de nouvelles mesures d'austérité ont été prises en mai 2010 pour accélérer la réduction du déficit (0,5 point de dépenses en moins, *via* la baisse de l'investissement public et la baisse de 5 % en moyenne des salaires dans la fonction publique). Au final, l'impulsion budgétaire a donc été fortement négative en 2010 (2,7 points du PIB). Le respect de son objectif de déficit public pour 2010 ainsi que les mesures prises pour améliorer la situation du système financier semblent avoir en partie calmé les marchés financiers. En effet, l'écart entre les taux longs publics allemands et les taux espagnols est resté proche de 2 points, alors qu'il a augmenté au Portugal (à plus de 4 points) et en Irlande (autour de 6 points), et est resté proche de 9 points en Grèce.

En 2011, selon le gouvernement, le déficit public atteindrait 6 % du PIB, avant de revenir à 4,4 % en 2012. Nos prévisions sont moins optimistes (respectivement -7,4 % et -6,1 %) pour deux raisons : d'abord des prévisions de croissance moins fortes (-0,1 % en 2011, contre 1,3 % pour le gouvernement, 0,6 % en 2012, contre 2,5 %) dues à l'impact de la restriction budgétaire, ensuite une impulsion budgétaire moins négative (-1,8 % en 2011 puis -0,7 % en 2012 selon nos prévisions). En 2011, la hausse structurelle des recettes atteindrait 0,5 point[24] et la baisse structurelle des dépenses 1,3 point[25].

Cette politique budgétaire restrictive, le désendettement des ménages et des entreprises du secteur immobilier, le niveau élevé du taux de chômage et le ralentissement du commerce mondial se traduiraient par un recul du PIB en 2011 (-0,1 %) suivi d'une reprise très modérée en 2012 (0,6 %). C'est surtout la contraction des dépenses des ménages qui va peser sur l'activité : leur consommation reculerait de 0,1 % en 2011 et croîtrait faiblement en 2012 (0,3 %). Leur revenu pâtirait de la politique budgétaire, du resserrement de la politique monétaire, de la persistance d'un taux de chômage supérieur à 20 % et du

23. Hausse du taux d'imposition sur les revenus du capital et les plus-values, hausse de la TVA, suppression de la déduction de 400 euros sur l'impôt sur le revenu en 2008.
24. Effet de la hausse de la TVA en juillet 2010, fin de la déduction de 2 500 euros pour les naissances, hausse d'impôts pour les hauts revenus, suppression de la déduction fiscale liée aux emprunts immobiliers pour les revenus les plus élevés.
25. Fin du plan de relance de l'investissement, suppression de l'aide aux chômeurs en fin de droits, baisse de l'investissement public, gel du salaire des fonctionnaires et des pensions.

ralentissement des salaires. Les seuls soutiens de la consommation seront la baisse du taux d'épargne et la désinflation en 2012, avec un impact positif sur le pouvoir d'achat des ménages. Le recul de l'investissement en logement se poursuivrait en 2011 pour s'interrompre seulement en 2012, après 4 années de forte baisse (48 %). La suppression des déductions fiscales sur les emprunts immobiliers pour les ménages les plus aisés réduirait les transactions en 2011 (après une amélioration en 2010), mais l'impact sur l'activité serait minime, étant donné l'ampleur des stocks de logements invendus. L'investissement productif serait atone, principalement soutenu par les commandes étrangères. Mais en raison du ralentissement du commerce mondial dès 2011, de la timide reprise de la demande intérieure et de pertes de parts de marché en 2012 (sous l'effet de la hausse de l'euro), la contribution du commerce extérieur à la croissance, bien que toujours positive, serait moindre (0,3 point en 2012, contre 1,2 point en 2011). Fin 2012, le PIB resterait inférieur de 3,4 % à son niveau de 2008.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-4,1	1,7	1,4	1,5
PIB par tête	0,3	0,9	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-4,5	1,4	1,1	1,2
Consommation des ménages	0,3	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,1	0,8	0,8	1,0
Consommation publique	-0,1	0,2	0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	0,7	0,2	0,1
FBCF totale *dont*	-0,2	2,1	-0,2	-0,5	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	-11,2	-1,0	1,6	2,6
FBCF productive	1,9	2,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	-15,6	3,6	3,8	3,6
FBCF construction totale *dont*	-1,8	1,7	-0,9	-1,6	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-7,8	-4,2	-0,6	0,6
FBCF logement	-0,9	2,1	-0,7	-0,8	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-10,7	-3,5	0,1	0,6
Exportations de biens et services	3,0	4,5	2,1	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	-13,1	10,9	7,3	6,0
Importations de biens et services	3,6	4,2	1,5	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	-11,7	9,0	5,8	5,5
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,1	0,0	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,6	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-2,5	0,4	0,7	1,1
Variations de stocks	0,4	0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,4	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	0,8	0,6	0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	1,1	1,6	1,7	2,0	2,5	2,1	2,2	1,8	1,3	1,3	1,4	1,5	0,3	1,6	2,1	1,4
Taux de chômage, au sens du BIT	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	9,9	9,9	9,9	9,5	10,0	10,0	9,9
Solde courant, en points de PIB													-0,6	-0,6	-0,1	-0,4
Solde public, en points de PIB													-6,0	-5,8	-4,2	-3,5
Impulsion budgétaire													1,4	-0,4	-1,1	-0,5
PIB États-Unis	0,9	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-2,6	2,8	2,2	2,4

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	2,2	0,7	0,4	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	-4,7	3,5	2,6	1,8
PIB par tête	0,8	2,4	0,8	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	-4,4	3,7	2,8	2,0
Consommation des ménages	0,2	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,4	1,0	0,8
Consommation publique	1,9	-1,0	1,5	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	2,9	2,3	1,0	0,5
FBCF totale *dont*	1,8	5,3	1,8	-0,6	1,6	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	-11,0	6,2	4,6	2,9
Productive privée	5,1	3,9	4,1	2,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	-20,0	10,1	8,9	5,1
Logement	1,6	4,9	-1,2	-2,4	1,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,0	4,0	0,4	0,4
Publique	-14,7	12,2	2,0	-5,2	0,5	0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	7,3	-0,6	0,6	-0,7
Exportations de biens et services	2,2	7,6	2,7	2,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-14,3	13,8	9,1	6,3
Importations de biens et services	5,5	7,9	1,4	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	-9,4	12,4	6,9	5,8
Variations de stocks, en points de PIB	-0,9	0,0	-0,9	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,4	-0,8	-1,2	-1,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,8	1,1	0,9	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,6	1,8	1,6	1,1
Variations de stocks	1,1	0,9	-0,9	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,4	0,0
Commerce extérieur	-1,2	0,2	0,7	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-3,2	1,2	1,5	0,7
Prix à la consommation (IPCH)*	0,8	1,0	1,2	1,6	2,1	2,0	1,8	1,6	1,3	1,3	1,5	1,6	0,2	1,2	1,9	1,4
Taux de chômage, au sens du BIT	7,2	6,8	6,6	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4	6,2	6,1	6,0	5,9	7,4	6,8	6,5	6,0
Solde courant, en points de PIB													5,0	5,2	6,2	6,3
Solde public, en points de PIB													-3,0	-3,3	-2,0	-1,5
Impulsion budgétaire													0,9	1,4	-0,7	-0,3
PIB zone euro	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-4,1	1,7	1,4	1,5

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2011.

France : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,3	0,6	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	-2,5	1,5	1,4	1,7
PIB par tête	0,1	0,4	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-3,1	1,0	0,9	1,2
Consommation des ménages	0,0	0,3	0,5	0,9	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	1,9
Consommation publique	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	2,8	1,4	0,8	0,7
FBCF totale *dont*	-0,7	0,9	0,5	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	-7,0	-1,6	1,7	2,2
Biens d'équipement	-0,6	1,3	0,4	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	-8,5	-1,6	2,2	2,5
Logement	-0,5	0,1	1,2	0,6	0,1	0,2	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	-8,7	-2,2	1,9	2,7
Publique	-1,4	0,9	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-1,0	-0,6	0,0
Exportations de biens et services	4,8	3,0	2,6	1,0	1,3	1,2	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	-12,2	10,1	6,3	6,2
Importations de biens et services	1,9	3,9	4,0	-1,2	1,7	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	-10,6	7,8	6,2	6,5
Contributions à la croissance																
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,4	0,4	0,6	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,9	1,4	1,8
Variations de stocks[1]	-0,3	0,4	0,2	-0,9	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	0,1	0,1	0,2
Commerce extérieur	0,6	-0,3	-0,4	0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	-0,1	-0,3
Prix à la consommation (IPCH)[2]	1,5	1,8	1,8	1,9	1,9	1,3	1,5	1,0	0,5	0,4	0,6	0,8	0,1	1,7	1,4	0,6
Taux de chômage, au sens du BIT	9,5	9,3	9,3	9,2	9,3	9,3	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,1	9,3	9,3	9,5
Solde courant, en points de PIB													-1,9	-2,1	-2,3	-2,3
Solde public, en points de PIB													-7,5	-7,0	-5,8	-5,2
Impulsion budgétaire													2,0	-0,5	-1,4	-0,6
PIB zone euro	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-4,1	1,7	1,4	1,5

1. Prévisions réalisées sous l'hypothèse d'une contribution neutre des stocks à la croissance.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Comptes trimestriels – INSEE, prévision OFCE avril 2011.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,5	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	-5,2	1,2	0,9	1,0
PIB par tête	0,3	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-5,9	0,7	0,4	0,5
Consommation des ménages	0,2	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,8	1,0	0,8	0,8
Consommation publique	-0,7	0,5	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	-0,6	-0,5	0,0
FBCF totale *dont*	1,2	1,4	0,8	-0,7	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	-12,0	2,3	1,1	2,0
FBCB Productive	4,5	3,4	0,6	-0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-19,8	13,6	3,7	4,2
FBCB construction totale *dont*	0,2	-0,5	1,0	-0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-9,0	-4,0	-0,5	0,6
FBCF logement	0,4	0,0	1,6	-0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-4,7	-1,2	0,3	0,3
Exportations de biens et services	4,2	2,5	2,6	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	-18,4	8,9	5,4	4,9
Importations de biens et services	4,0	0,4	4,9	3,4	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-13,8	10,3	7,3	3,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	-0,1	0,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-0,2	0,6	1,7	1,6
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-3,4	0,9	0,6	0,9
Variations de stocks	0,3	-0,4	0,6	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,8	1,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,5	-0,7	-0,9	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-0,5	-0,7	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	1,3	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,7	1,7	0,8	1,6	2,1	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	8,4	8,5	8,4	8,6	9,8	11,0	12,2	13,5	14,7	15,9	17,1	18,3	7,8	8,5	11,6	16,5
Solde courant, en points de PIB																
Solde public, en points de PIB													-5,3	-4,6	-4,0	-3,5
Impulsion budgétaire													-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
PIB zone euro	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-4,1	1,7	1,4	1,5

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2011.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	20010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-3,7	-0,1	-0,1	0,6
PIB par tête													-4,1	-0,5	-0,4	0,3
Consommation des ménages	0,9	1,5	-1,0	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-4,2	1,2	-0,1	0,3
Consommation publique	-0,5	1,1	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	3,2	-0,7	-1,9	-1,6
FBCF totale[1] *dont*	-1,8	-0,3	-2,8	-1,4	-0,6	-0,2	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	-16,0	-7,6	-3,0	2,2
Productive	-0,3	1,8	-2,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-21,4	-3,4	0,8	3,7
Construction totale	-3,0	-2,1	-2,9	-3,1	-1,5	-0,9	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	-11,0	-10,9	-6,4	0,7
dont : logement	-4,9	-1,7	-3,0	-2,4	-1,5	-1,5	-1,0	-0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-24,5	-16,8	-6,8	0,0
Exportations de biens et services	4,4	1,4	0,5	3,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	-11,6	10,3	6,9	5,3
Importations de biens et services	4,0	4,2	-4,3	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-17,8	5,4	2,5	4,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,2	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,0	1,0	-1,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-6,3	-1,3	-1,2	0,3
Variations de stocks	0,2	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,1	-1,0	1,7	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,4	1,1	1,2	0,3
Prix à la consommation (IPCH) [2]	1,3	2,3	2,0	2,5	3,3	2,9	2,5	1,8	0,7	0,6	0,8	0,7	-0,2	2,0	2,6	0,7
Taux de chômage, au sens du BIT	19,4	20,0	20,5	20,5	20,4	20,5	20,6	20,7	20,7	20,7	20,6	20,6	18,0	20,1	20,5	20,7
Solde courant, en points de PIB													-5,2	-4,5	-3,8	
Solde public, en points de PIB													-11,1	-9,2	-7,4	-6,1
Impulsion budgétaire [3]													4,6	-2,7	-2,7	-1,9
PIB zone euro	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-4,1	1,7	1,4	1,5

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
3. En 2009 et 2010, les mesures exceptionnelles de trésorerie dégradent le solde public respectivement de 0,8 point de PIB et de 0,1 point.
Sources : INE, prévision OFCE avril 2011.