



HAL
open science

Le piège de la déflation : Perspectives 2014-2015

Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Xavier Timbeau. Le piège de la déflation : Perspectives 2014-2015. Revue de l'OFCE, 136, pp.319, 2014, Analyses et prévisions, 9782312021881. hal-03460404

HAL Id: hal-03460404

<https://sciencespo.hal.science/hal-03460404>

Submitted on 1 Dec 2021

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.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - ShareAlike 4.0 International License

LE PIÈGE DE LA DÉFLATION

PERSPECTIVES 2014-2015
sous la direction de Xavier Timbeau

octobre 2014

sous la direction de Xavier Timbeau

LE PIÈGE DE LA DÉFLATION

PERSPECTIVES 2014-2015

octobre 2014

ofce

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Le président de l'OFCE est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Xavier Ragot

Direction

Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

Comité de rédaction

Christophe Blot, Gérard Cornilleau, Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Éric Heyer, Sandrine Levasseur, Françoise Milewski, Lionel Nesta, Hélène Périvier, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

Publication

Xavier Ragot (directeur de la publication), Gérard Cornilleau (rédacteur en chef), Laurence Duboys Fresney (secrétaire de rédaction), Najette Moummi (responsable de la fabrication)

Contact

OFCE, 69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07
Tel. : +33(0)1 44 18 54 87
mail : revue@ofce.sciences-po.fr
web : www.ofce.sciences-po.fr

PERSPECTIVES 2014-2015

sous la direction de Xavier Timbeau

PRÉVISIONS

Le piège de la déflation	7
<i>Perspectives économiques 2014-2015 pour l'économie mondiale</i> Département analyse et prévision	
France : croissance hors taxes	97
<i>Perspectives économiques 2014-2015 pour l'économie française</i> Éric Heyer, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane Département analyse et prévision	

ÉTUDES SPÉCIALES

Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ?	171
Céline Antonin, Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance et Vincent Touzé	
Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ?	221
Bruno Ducoudré et Éric Heyer	
La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant	255
Sabine Le Bayon, Mathieu Plane, Christine Riffart, Raul Sampognaro	
Débat sur les perspectives économiques	293
<i>Index des tableaux, graphiques et encadrés</i>	305
<i>Liste des abréviations de pays</i>	314

Avertissement

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour 2014 et 2015 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment. Le premier article présente le scénario de prévision pour l'ensemble du monde et pour la zone euro. Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de la France.

Une première étude spéciale porte sur le mécanisme d'ajustement interne par les coûts unitaires à l'intérieur de la zone euro et l'impact de la baisse du taux de change. Son titre est « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? ». Une deuxième étude spéciale porte sur la politique monétaire dans le contexte de la zone euro. La possibilité d'une politique monétaire non-conventionnelle et les conséquences de la fragmentation financière y sont abordées ; elle s'intitule : « Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? ». Une dernière étude spéciale documente la source principale de la déflation dans la zone euro et les évolutions salariales ; elle s'intitule : « La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant ».

Enfin, le débat sur les perspectives économiques permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles de Pierre Sicsic et de Philippe Waechter.

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PRÉVISIONS

Le piège de la déflation	7
<i>Perspectives économiques 2014-2015 pour l'économie mondiale</i>	
Département analyse et prévision	
France : croissance hors taxes	97
<i>Perspectives économiques 2014-2015 pour l'économie française</i>	
Éric Heyer, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane	
Département analyse et prévision	

LE PIÈGE DE LA DÉFLATION

PERSPECTIVES 2014-2015 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision¹,
sous la direction de Xavier Timbeau

Depuis 2010, la plupart des pays industrialisés ont engagé une stratégie de réduction des déficits budgétaires. Cette stratégie a cassé la reprise naissante de l'économie mondiale et plongé à nouveau la zone euro en récession. L'austérité et la récession y furent en effet amplifiées par la crise des dettes souveraines et la forte hausse des taux d'intérêt. Si les efforts budgétaires se sont poursuivis en 2014, ils se sont néanmoins atténués dans la zone euro, ce qui avait laissé entrevoir une accélération de la croissance. La reprise escomptée ne s'est cependant pas matérialisée, à l'exception de l'Espagne. La France est restée en situation de stagnation et l'Italie en récession. Même l'Allemagne, principal moteur de la zone euro, donne des signes de ralentissement. Par conséquent, la divergence avec les États-Unis ou le Royaume-Uni devient de plus en plus grande. Même si l'austérité est moins importante en moyenne, elle reste significative pour certains pays, d'autant plus que les multiplicateurs sont élevés. En outre, si les taux nominaux ont baissé, les taux réels ont augmenté avec la chute des taux d'inflation. Enfin, l'appréciation de l'euro en 2013 a également réduit ou atténué les efforts faits pour améliorer la compétitivité dans la zone euro.

Par ailleurs, la situation des banques porte encore les stigmates de la crise comme le reflète l'augmentation des créances douteuses dans de nombreux pays. Les bilans des agents non-financiers restent également dégradés, ce qui obère les perspectives de croissance. Cette situation s'avère d'autant plus dangereuse que le risque déflationniste se précise. Les forces qui pourront conduire la zone euro vers la déflation sont à l'œuvre. Le chômage de masse contraint la dynamique des salaires. Les dévaluations internes sont encouragées car elles sont perçues comme un outil pour regagner en compétitivité et retrouver le chemin de la croissance. Elles conduisent cependant des pays fortement intégrés commercialement à s'engager dans une course sans fin et dangereuse.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2014. Il a été rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Riffart et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane et Christine Riffart. Il intègre les informations disponibles au 15 octobre 2014.

Il aura fallu quelques mauvaises nouvelles sur la situation économique de l'Allemagne au début du mois d'octobre 2014 pour faire renaître les craintes d'une nouvelle récession dans la zone euro. Même s'il faut éviter de sur-interpréter le flux constant des indicateurs économiques, la dynamique récente de la zone euro témoigne de sa fragilité. Alors que les agents privés sont encore endettés, que les banques n'ont pas résorbé leurs fragilités, que le chômage n'a pas amorcé sa baisse, la zone euro entre doucement mais sûrement en déflation. Or l'appréciation réelle des dettes publiques comme privées, le nouveau coup porté aux bilans des agents économiques nourriront à nouveau les mécanismes par lesquels la zone euro est entrée dans la récession et pourrait y retourner et y rester longtemps. La comparaison avec les États-Unis, malgré la contraction du PIB au premier trimestre 2014, ou le Royaume-Uni est frappante et la priorité donnée à la réduction de la dette publique dès 2011 et renforcée comme condition de l'intervention de la Banque centrale européenne à l'été 2012 apparaît de plus en plus comme une erreur majeure.

En outre, ces mauvaises nouvelles s'inscrivent dans un contexte géopolitique tendu avec la crise ukrainienne et suivent le ralentissement observé de la croissance dans certains pays émergents, notamment en Chine et au Brésil. L'économie mondiale reste en « convalescence » et l'atonie européenne aura des répercussions au-delà de ses frontières.

La menace déflationniste se précise

Dans la zone euro, la progression de l'indice des prix a été de 0,3 % en septembre et plusieurs pays sont déjà en déflation (Espagne, Grèce, Slovaquie et Italie). Si la baisse du prix du pétrole conduit mécaniquement à la baisse des prix, tous les autres ingrédients nécessaires à l'enclenchement de la spirale déflationniste sont aujourd'hui réunis : chômage élevé, effort de réduction des déficits publics, absence de perspectives de croissance. Ailleurs, la menace est moins précise mais l'inflation a également chuté : de 3 points au Royaume-Uni depuis la fin de l'année 2011 (mais de 1,6 point seulement hors effets de la fiscalité indirecte) et de 1,5 point aux États-Unis. Au troisième trimestre 2014, l'indice des prix à la consumma-

tion progressait encore respectivement de 1,5 % et de 1,8 % en glissement annuel sur 1 an. Quant au Japon, la politique audacieuse des Abenomics pourrait avoir mis fin à la longue phase de déflation. À moins que la hausse de 3 points du taux de TVA au 1^{er} avril 2014, qui a temporairement augmenté l'inflation, n'induisse une rechute de l'activité et à terme un retour de la déflation.

Les révisions de nos perspectives de croissance sont significatives (tableau 1) et résument la montée des inquiétudes. En 2014, la croissance mondiale serait réduite de 0,4 point par rapport à notre précédent exercice de prévision². Les révisions à la baisse de croissance seraient importantes dans la zone euro (-0,5 point) et notamment dans les trois plus grands pays de l'Union monétaire. De fait, si l'inquiétude est venue d'Allemagne, la révision à la faiblesse de la croissance s'explique surtout par la situation de la France et de l'Italie : l'une en situation de stagnation et l'autre toujours en récession depuis le premier trimestre 2011.

Pourtant, les espoirs d'une accélération de la croissance avaient été nourris par une réduction de l'austérité budgétaire, exception faite du Japon et du Royaume-Uni. Il était certes établi que l'orientation de la politique budgétaire serait encore restrictive et qu'elle pèserait à ce titre sur les taux de croissance, mais l'effet aurait dû être moindre. La dynamique récente conduit à revoir cette conclusion et à considérer que d'autres facteurs ont pu contribuer à ralentir l'activité. De fait, le mouvement de désinflation entraîne une hausse des taux d'intérêt réels, toutes choses égales par ailleurs. Dans la zone euro, elle annihile complètement la réduction observée des taux publics nominaux, réduction qui apparaissait là encore comme une bonne nouvelle, reflétant la fin de la crise des dettes souveraines. Il n'en reste sans doute pas grand-chose aujourd'hui.

Dans ce schéma marqué par la poursuite de l'austérité et l'assouplissement contrarié des conditions monétaires, les pays n'ont d'autres options que de s'en remettre aux stratégies de dévaluation. La Banque du Japon s'est lancée dans une politique d'assouplissement quantitatif d'une envergure exceptionnelle qui a fait plonger le yen. La BCE s'est également inquiétée de l'appréciation de l'euro observée en 2013 et du risque déflationniste. Elle a réagi par

2. Voir OFCE, 2014.

l'annonce de nouvelles mesures non-conventionnelles en ciblant notamment la distribution de crédit aux entreprises. Mais au sein de la zone euro, les ajustements de taux de change ne peuvent être utilisés. Le chômage record et la stratégie macroéconomique résultant de la nouvelle gouvernance européenne poussent les pays vers une stratégie de dévaluation interne. Les gains de compétitivité, obtenus non pas par la dévaluation monétaire mais par l'ajustement à la baisse des coûts de production, doivent permettre de réduire les déséquilibres courants et de regagner de la croissance par la stimulation des exportations. Mais les efforts des uns sont rapidement contrariés par ceux des autres engagés sur un même sentier de perte. Il y a là un puissant mécanisme qui pousse l'ensemble de la zone euro vers la déflation.

En prime, la déflation vient également contrarier les efforts des agents privés et des gouvernements pour se désendetter. Les contraintes financières pèsent encore sur les agents. Les créances douteuses ne sont probablement pas encore totalement apurées dans de nombreux systèmes bancaires européens. La dette des ménages ou celle des entreprises non-financières reste élevée aux États-Unis et au Royaume-Uni, notamment pour certaines catégories de la population. Dans la zone euro, le processus de désendettement des agents privés est à peine amorcé et la réduction de la dette publique et privée pourrait être de plus en plus difficile à atteindre dans un environnement déflationniste. Dans ce schéma, la zone euro pourrait ne pas échapper à sa décennie perdue à l'instar du Japon dans les années 1990. Or ces efforts de réduction de la dette seront considérables pour les gouvernements. La dette publique du Japon dépasse 240 % de son PIB et celle des États-Unis 100 %. En Europe, les contraintes de désendettement public sont institutionnelles car inscrites dans le TSCG. Les pays devront encore réaliser des efforts de réduction des déficits structurels afin de converger vers une cible de 60 % en 20 ans. L'austérité est donc loin d'être terminée, ce qui pourrait rendre difficile toute volonté de soutien de la croissance par l'investissement public. Dans ces conditions, les risques d'affaiblissement de la croissance vont largement au-delà des perspectives de court terme.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume			Révision 2014 (écart avec la prévision d'avril 2014)	Révision 2015 (écart avec la prévision d'avril 2014)
		2013	2014	2015		
DEU	4,2	0,2	1,4	1,5	-0,4	-0,2
FRA	3,1	0,4	0,4	1,1	-0,8	-0,5
ITA	2,6	-1,8	-0,2	0,5	-0,9	-0,5
ESP	2,0	-1,2	1,3	2,1	0,1	0,1
NLD	1,0	-0,7	0,7	1,4	-0,7	0,3
BEL	0,6	0,2	1,3	1,6	-0,6	-0,1
FIN	0,5	-1,3	-0,1	1,3	-0,9	-0,5
AUT	0,5	0,3	0,9	1,7	-0,2	0,1
PRT	0,3	-1,4	0,8	1,4	-0,6	0,0
GRC	0,3	-3,7	-0,3	0,6	0,0	0,0
IRL	0,3	0,2	4,0	2,8	2,1	1,1
EUZ	15,5	-0,4	0,8	1,3	-0,5	-0,3
GBR	3,2	1,7	3,0	2,1	0,3	0,1
SWE	0,5	1,6	2,1	2,7	-0,3	-0,1
DNK	0,3	0,4	1,4	1,8	0,0	0,0
Union européenne à 15	19,4	-0,1	1,2	1,5	-0,4	-0,1
13 nouveaux pays membres	2,7	1,4	2,0	2,2	-0,4	-0,6
Union européenne à 28	22,1	0,1	1,3	1,5	-0,4	-0,2
CHE	0,5	2,0	1,7	2,1	-0,4	-0,2
NOR	0,4	2,0	2,2	2,2	0,2	-0,1
Europe	22,9	0,2	1,3	1,6	-0,4	-0,2
USA	20,8	2,2	2,2	3,1	-0,4	0,2
JPN	6,3	1,5	0,9	0,8	-0,4	-0,5
CAN	1,9	2,0	2,2	2,4	0,0	0,0
Pays développés	53,5	1,2	1,6	2,1	-0,4	-0,1
Pays candidats à l'UE ²	1,5	3,9	2,9	3,5	0,7	-0,2
RUS	3,3	1,3	0,2	0,5	-0,7	-1,5
Autres CEI ³	1,3	4,2	2,0	4,0	2,0	0,2
CHN	11,5	7,7	7,3	7,1	-0,2	-0,3
Autres pays d'Asie	13,2	4,4	4,0	4,8	-0,5	0,1
Amérique latine	8,7	2,5	1,2	2,3	-0,8	-0,5
Afrique subsaha- rienne	2,3	5,1	5,1	5,8	-1,0	0,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,8	2,3	2,6	3,8	-0,7	-1,0
Monde	100,0	2,7	2,6	3,2	-0,4	-0,2

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.

2. Islande, Macédoine, Monténégro, Serbie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2014.

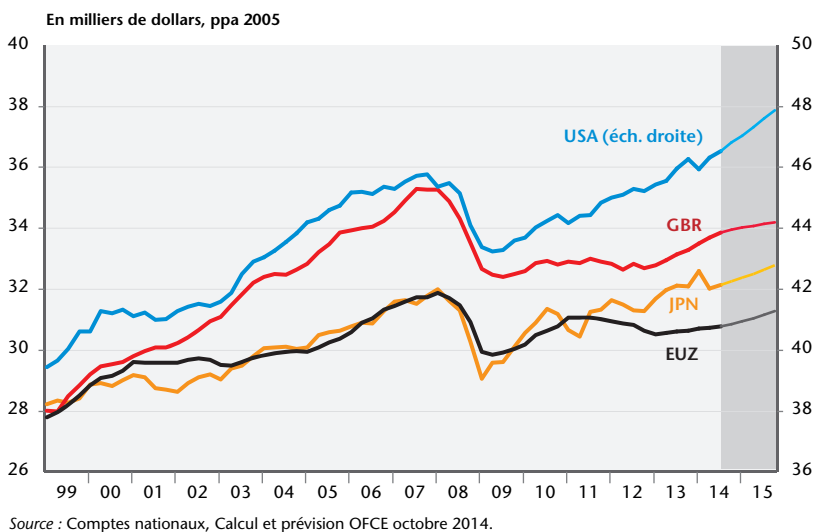
1. L'austérité s'atténue en zone euro mais la croissance reste en berne

Depuis 2010, à l'exception du Japon, les pays industrialisés ont engagé une stratégie de réduction des déficits budgétaires, qui s'est traduite par des impulsions fortement négatives. Les différentes mesures prises à cet effet ont cassé la reprise naissante alors même que celle-ci avait été permise par la conjonction de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes ; la croissance mondiale est en effet retombée à 2,8 % en 2012 et 2,7 % en 2013 alors qu'elle atteignait 5,0 % et 3,6 % les deux années précédentes. Dans la zone euro, cette situation s'est conjuguée avec une crise institutionnelle sans précédent qui a provoqué une forte hausse des taux d'intérêt publics à long terme en Grèce, en Irlande, au Portugal, en Espagne et en Italie, rompant avec le mouvement de convergence observé après l'adoption de l'euro. Une première phase de divergence était apparue pendant la Grande Récession mais les écarts de taux étaient restés modérés. L'annonce de la révision du déficit budgétaire de la Grèce intervenue en fin d'année 2009 a provoqué un changement de régime puisqu'elle a fait éclater au grand jour les risques de non soutenabilité de la dette grecque et mis en évidence les carences institutionnelles de l'Union monétaire. La hausse des taux d'intérêt des emprunts publics a été brutale et durable faisant état de la fragilité des modèles de croissance de certains pays (Irlande et Portugal, puis Espagne et Italie). La hausse des taux souverains dans les pays concernés par la défiance des marchés a précipité le besoin de consolidation budgétaire légitimé par ailleurs par les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance. L'objectif des gouvernements était de rassurer les marchés en montrant leur engagement à réduire rapidement les déficits budgétaires. Dans le même temps, le mouvement de défiance à l'égard de la dette souveraine des pays en crise a provoqué une réallocation des portefeuilles au sein de la zone euro qui a eu pour contrepartie la baisse des taux d'intérêt dans les pays du cœur de l'Union, en particulier ceux de l'Allemagne et de la France, qui ont bénéficié d'un effet positif de fuite vers la qualité.

La conjugaison de l'austérité budgétaire dans l'ensemble de la zone euro et de la hausse des taux dans les pays en crise a fait plonger l'activité dans l'ensemble des pays de la zone euro dès la fin de l'année 2011, provoquant une nouvelle récession (graphique 1).

Le PIB a reculé de 0,6 % en 2012 et de 0,4 % en 2013 après une croissance positive de 1,7 % en 2011. Les États-Unis ont échappé à cette double crise à la fois parce qu'ils n'ont pas été touchés par la panique sur leur dette publique et parce qu'ils ont bénéficié d'une politique monétaire³ plus expansionniste qui est parvenue à compenser en partie les mesures de consolidation budgétaire. En outre, dans le cas américain, les effets indirects de l'austérité des autres pays ont été moindres, les États-Unis étant un grand pays alors que la zone euro est composée de petites économies ouvertes très interdépendantes. Au Royaume-Uni, la mise en œuvre d'une politique budgétaire restrictive a également freiné l'activité entre 2010 et 2013. Le PIB par tête a en effet stagné sur cette période. L'effet fut cependant plus faible que dans la zone euro, car le Royaume-Uni a bénéficié de la politique monétaire plus expansionniste et dont la transmission était plus efficace. Les taux d'intérêt publics sont en effet restés très faibles grâce au programme d'achat de titres publics mis en œuvre par la Banque d'Angleterre.

Graphique 1. PIB par habitant



3. Outre le caractère expansionniste de la politique monétaire, le fait que les États-Unis ou le Royaume-Uni bénéficient de leur pleine souveraineté monétaire, contrairement aux pays de la zone euro qui doivent la partager, explique selon De Grauwe (2012) l'absence de crise sur la dette publique aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les marchés ont en effet anticipé que la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre pourraient se porter acheteur en dernier ressort de la dette publique, ce qu'ils ont fait au travers de leur politique monétaire non-conventionnelle.

Quant au Japon, il s'est remis en 2012 de la catastrophe de Fukushima et a retrouvé une croissance de 1,5 % après une chute de 0,4 % du PIB en 2011, soutenue par la politique monétaire de la Banque du Japon⁴ et par la politique budgétaire. En contrepartie, le gouvernement japonais acceptait de garder un déficit budgétaire de 9,8 % du PIB en 2011 et encore de 8,7 % en 2012. Enfin, le ralentissement de la croissance fut également très net dans les pays émergents, à la fois frappés par le ralentissement de la demande dans les pays industrialisés de la zone euro et par la volatilité des mouvements de capitaux, provoquée en partie par les fortes turbulences sur marchés européens. Il s'en est suivi des mouvements de fuite vers la qualité puisque les investisseurs ont, dans un climat d'incertitude, privilégié les actifs jugés les plus sûrs et les plus liquides comme les titres de dette publique américaine.

Cette orientation restrictive des politiques budgétaires s'atténuerait dans la zone euro en 2014 et 2015, ce qui pourrait laisser entrevoir des perspectives de croissance plus favorables puisque l'impulsion budgétaire passerait de -1 point en 2013 à -0,2 en 2014 puis -0,1 en 2015. L'impulsion resterait cependant forte aux États-Unis (-1,1 point de PIB) et augmenterait au Royaume-Uni (-0,7 point en 2014 après -0,4 en 2013).

Dans ces conditions on aurait pu imaginer une accélération de la croissance et l'enclenchement de la reprise en zone euro. Les performances au cours du premier semestre ont cependant déçu. La croissance a certes été globalement positive mais a donné des signes d'essoufflement au deuxième trimestre 2014 avec une stagnation du PIB. L'Allemagne, moteur de la zone euro, a calé avec un recul du PIB de 0,2 %, qui fait cependant suite à une croissance de 0,7 % au premier trimestre 2014. La France est en pleine stagnation avec une croissance nulle au cours des deux derniers trimestres tandis que la récession se poursuit en Italie. Deux pays de la zone euro ont cependant vu leur situation relative s'améliorer : l'Irlande et l'Espagne. L'Irlande a affiché une croissance de 2,8 et de 1,5 % au cours des deux premiers trimestres de l'année et semble ainsi avoir amorcé un processus de reprise. L'accélération est moins forte en Espagne mais le PIB a progressé sur les quatre derniers trimestres. En glissement annuel, la croissance a atteint 1,2 % à l'issue du

4. Voir Uchida (2014) pour une analyse récente de la politique monétaire japonaise.

deuxième trimestre. Mais il n'en demeure pas moins que les raisons de la contre-performance de la zone euro rappellent que la sortie de crise est un processus lent et difficile. Premièrement, l'austérité se poursuit dans un contexte où les multiplicateurs restent élevés. Ensuite, la baisse récente des taux nominaux publics ne s'est que très faiblement répercutée sur les taux bancaires et a surtout été rognée par la baisse rapide des taux d'inflation, ce qui a conduit à une hausse des taux réels. De plus, l'euro s'est apprécié en 2013, réduisant la compétitivité dans un environnement déjà peu porteur. Enfin, les dépenses d'investissement et de consommation sont contraintes par un processus de désendettement des agents privés qui se met en route très progressivement.

Ces performances plutôt décevantes pour l'ensemble de la zone euro contrastent avec la situation des États-Unis (voir *infra*) et plus encore avec celle du Royaume-Uni (voir *infra*) où la dynamique de croissance est bien mieux orientée (graphique 1). Il faut cependant noter que même la croissance américaine connaît quelques soubresauts puisqu'on enregistrait une baisse de 0,5 % du PIB américain au premier trimestre 2014. Cet épisode ne marque cependant pas un coup d'arrêt sur la croissance qui a ensuite nettement accéléré. Le Japon se trouve dans une position différente puisque la politique budgétaire est devenue restrictive en 2014 alors qu'elle avait été expansionniste les trois années précédentes (voir *infra*). De fait, la hausse de 3 points de la TVA effective depuis le 1^{er} avril a fortement conditionné la croissance du deuxième trimestre. Le PIB a en effet reculé de 1,8 % contre une hausse de 1,5 % le trimestre précédent. La consommation des ménages explique l'essentiel de ces évolutions puisqu'elle a contribué pour 1,2 point à la croissance au premier trimestre et elle a chuté le trimestre suivant (de plus de 5 %) contribuant négativement (-3,1 points) au PIB. On observe également un ralentissement très net de la croissance en Amérique latine, lié à la dégradation de l'environnement international et aux politiques monétaires restrictives, et dans une moindre mesure en Asie (voir *infra*). La tendance au ralentissement se poursuit en Chine. Ce ralentissement souligne certains déséquilibres, accumulés pendant la période de croissance, en particulier la montée du risque crédit.

Au-delà des politiques budgétaires, les performances économiques récentes ont également été affectées par l'évolution des

conditions monétaires et le fort mouvement de désinflation qui s'est amorcé, particulièrement dans la zone euro, faisant écho au ralentissement de l'activité provoqué par l'austérité mise en œuvre depuis 2010.

* * *

États-Unis : croissance inégale

Aux États-Unis, depuis la reprise amorcée en 2010, le taux de croissance de l'économie est plutôt stable, autour de 2,2 % en moyenne par an (voir « Résumé des prévisions » en Annexe). L'année 2014 ne fera pas exception et 2015 pourrait s'accélérer autour de 3,1 %. La dernière version des comptes nationaux, basée sur les informations des comptes annuels 2011-2013 modifie légèrement la vision du passé. En moyenne sur ces années, la croissance américaine a été un peu moins forte et moins heurtée que ce que montraient les versions antérieures des comptes (1,6 % contre 1,8 % en 2011 ; 2,3 % contre 2,8 % en 2012 et 2,2 % contre 1,9 % en 2013). Elle a notamment mieux résisté au choc fiscal de 2013. La dynamique est ainsi ancrée sur une trajectoire de croissance molle, à peine supérieure à la croissance potentielle calculée par l'OCDE, et le recul du PIB au premier trimestre 2014 est davantage à mettre sur le compte d'aléas climatiques qui n'entament en rien les bonnes performances attendues au deuxième semestre 2014. La consommation des ménages progresse au rythme moyen de 2,4 % par an. Confrontées à un retard d'investissement et une remontée des taux d'utilisation des capacités, les entreprises augmentent leurs dépenses depuis la mi-2013 (à 6,8 % sur un an au deuxième trimestre 2014). Leurs taux de marge restent très élevés et ont probablement atteint un point maximal. Tous les indicateurs de court terme sont bien orientés. La production industrielle progresse de plus de 4 % depuis mai dernier, les enquêtes auprès des entreprises sont supérieures à leur moyenne de long terme et les commandes de biens d'investissement sont élevées. Mais si l'indicateur de confiance des ménages continue à se redresser, il demeure malgré tout encore inférieur à sa moyenne de long terme et les indicateurs concernant l'immobilier continuent à marquer le pas depuis près d'un an. Sur le marché du travail, le chômage, qui est repassé sous la barre des 6 % en septembre dernier après 10 %

au début 2010, confirme cette amélioration. Enfin, l'inflation reste contenue : hors effets pétrole et produits alimentaires, elle oscille entre 1,7 et 1,9 % depuis le début de 2013. Le déflateur des prix à la consommation est un peu plus bas puisqu'il se situe entre 1,2 et 1,5 % sur la même période. L'absence de tensions inflationnistes est la conséquence de cette croissance modérée, qui a du mal à monter en régime

Dans le même temps, le déficit public a été ramené à 5 % du PIB sur le premier semestre 2014, après 5,7 % en moyenne 2013 et 9 % en 2012. Même si la dette publique reste supérieure à 100 % du PIB (101,8 % au deuxième trimestre 2014) et devrait encore augmenter dans les prochains trimestres, la contrainte de l'ajustement pèse moins que dans la zone euro. L'effort d'ajustement des finances publiques devrait se relâcher en 2014 et surtout en 2015 : après -1,5 % du PIB en 2013, l'impulsion budgétaire passerait à -1,1 % en 2014 et -0,6 % en 2015. La politique budgétaire reste restrictive mais moins que précédemment. Sur le marché de la dette publique, les conditions de financement restent favorables. Les taux d'intérêt long publics sont bas (2,4 % en septembre), malgré la fin progressive des achats de titres annoncée par la Réserve fédérale en mai 2013 et rendue effective en janvier dernier. Ils avaient augmenté d'un point à l'annonce de la décision du FOMC mais ils ont perdu un demi-point depuis le début de l'année, les investisseurs étant rassurés par le discours de la Réserve fédérale.

Car depuis un an, la Réserve fédérale n'a cessé d'affirmer que la baisse progressive de ses achats de titres publics sur les marchés financiers ne signifiait pas un changement de cap de sa politique. En période de trappe à liquidité, la transmission de la politique par les taux directeurs ne se faisait pas, les banques préférant garder les liquidités plutôt que les placer. La Réserve fédérale avait alors décidé d'intervenir directement sur les volumes achetés pour faire pression sur les taux d'intérêt publics à moyen et long termes, et agir indirectement, par le report d'achats vers les autres titres, sur toute la chaîne des taux privés. S'il est difficile de connaître les effets des interventions sur la courbe des taux, l'annonce en mai 2013 de sa suppression avait provoqué un resserrement brutal des taux publics et privés, les agents craignant un resserrement prochain de la politique monétaire. Mais les propos rassurants de la Réserve fédérale sur le maintien d'une politique très accommo-

dante aussi longtemps que nécessaire, ont permis que le retrait progressif des achats de titres, qui devrait s'achever en décembre 2014, s'accompagne d'une détente d'un demi-point des taux public et privés. Ceux-ci sont donc revenus à des niveaux très bas. Pour maintenir cet équilibre, la Réserve fédérale mène une politique de communication intense car la question de la normalisation de ses outils de politique est posée clairement eu égard à l'amélioration de la situation économique mais elle ne doit pas introduire de volatilité sur les marchés financiers. Aussi, en septembre dernier, le FOMC a rendu public [la réflexion qu'il mène sur cette question](#). Il affirme qu'il augmentera dans un premier temps ses taux directeurs et agira dans un second temps sur la taille de son bilan en cessant ou réduisant ses réinvestissements en titres publics progressivement. Pour l'heure, l'activité économique est trop modérée pour entrevoir un tel scénario et la nécessité d'une politique monétaire encore active reste la priorité. Les tensions inflationnistes sont au plus bas (l'inflation est à 1,7 % en septembre 2014) et malgré les apparences, l'économie américaine est encore convalescente et porte des stigmates de la crise: prudence et vigilance restent de mise, prudence des agents privés et vigilance de la part des autorités.

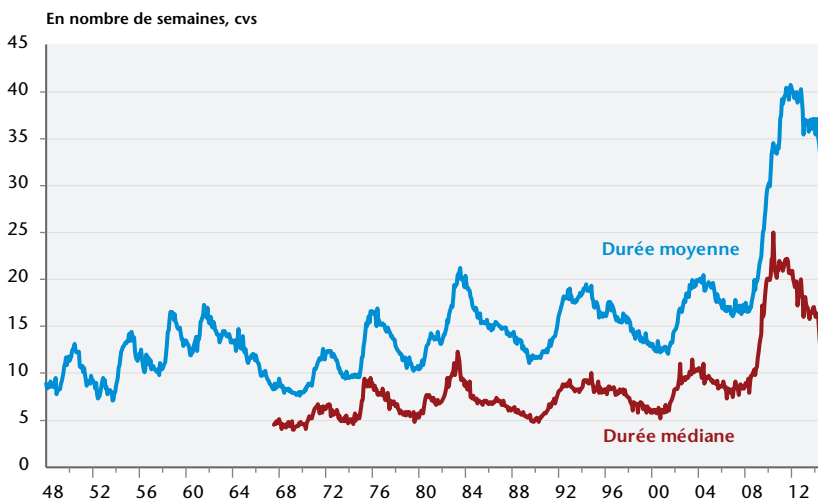
Le revenu des ménages s'est raffermi au premier semestre 2014 sous l'effet d'une progression plus forte des revenus du travail (plus fortes créations d'emplois dans le secteur privé et légère accélération des salaires depuis un an (+2,3 % sur un an au deuxième trimestre après 1,9 % à la même période de l'an passé). Les ménages ont ainsi pu redresser leur taux d'épargne qui avait chuté fortement en 2013 (à 4,9 %, après 7,2 % en 2012), à la suite de la remontée des prélèvements obligatoires au 1^{er} janvier 2013 ([la fameuse « falaise fiscale »](#)). Le taux d'épargne est revenu à 5,5 % à l'été 2014.

Mais en dépit de la croissance, la situation sur le marché de l'emploi demeure préoccupante. Malgré la reprise, le taux d'emploi ne parvient pas à se redresser véritablement : à peine un demi-point en un an (0,7 point par rapport au point bas de 2011). Autant dire que les 4 points qu'il faudrait rattraper pour retrouver les 63 % d'avant-crise ne sont pas près d'être comblés. Sur un an, entre septembre 2013 et septembre 2014, 2 330 000 nouveaux emplois ont été créés mais sur le même temps, la population en âge de

travailler a augmenté de 2 278 000. La hausse de l'emploi couvre donc à peine la croissance de la population en âge de travailler. Et si le taux de chômage continue à baisser, c'est aussi et surtout parce que les inactifs, découragés de retrouver un emploi, ne reviennent pas sur le marché du travail.

Car la baisse du taux de chômage masque une dualité croissante entre d'une part un taux de chômage de court terme (inférieur à 5 semaines), qui n'a jamais été aussi bas (1,5 % de la population active en septembre 2014), un taux de chômage de moyen terme (entre 5 et 26 semaines) revenu à sa tendance de 2,5 %, et un chômage de long terme (supérieur à 26 semaines) qui reste encore très élevé et qui concerne un tiers des chômeurs déclarés (3 millions de personnes). Une autre façon de présenter le problème : si 1 chômeur sur 2 passe moins de 13,5 semaines au chômage, soit un peu plus que ce qui est traditionnellement observé sur le long terme, la durée moyenne de chômage, elle, se situe à un niveau historiquement élevé de 31,5 semaines (les pics jusque-là ne dépassaient pas 20 semaines) (graphique 2).

Graphique 2. Durées moyenne et médiane du chômage aux États-Unis

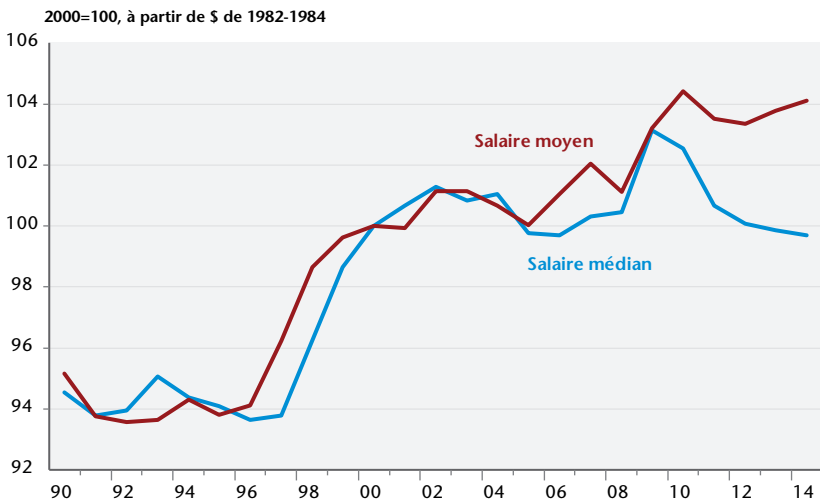


Source : BLS.

Simultanément à cette dualité entre chômeurs de court terme et chômeurs de long terme, et à ce très faible taux d'emploi qui traduit un réservoir de main-d'œuvre inoccupée, les inégalités sala-

riales n'ont jamais autant progressé. Selon les données du Bureau of Labor Statistics, si le pouvoir d'achat du salaire hebdomadaire moyen a stagné (-0,3 %) entre le deuxième trimestre 2010 et le deuxième trimestre 2014, celui du salaire hebdomadaire médian a baissé de 3,5 % sur la même période (Graphique 3). Cette situation est confirmée par le dernier *Survey 2013 of Consumer Finances* selon lequel le revenu moyen des familles a progressé de 4 % en termes réels entre 2010 et 2013 tandis que le revenu médian baissait de 5 %, sous l'effet d'une concentration accrue des revenus. À l'exception des 10 % les plus riches qui ont vu leur revenu augmenter fortement (10 % en moyen et 2 % en médian) du fait de leur revenu financier, toutes les autres catégories ont enregistré une baisse de leurs revenus réels médians entre 2010 et 2013.

Graphique 3. Salaires hebdomadaires réels moyen et médian aux États-Unis

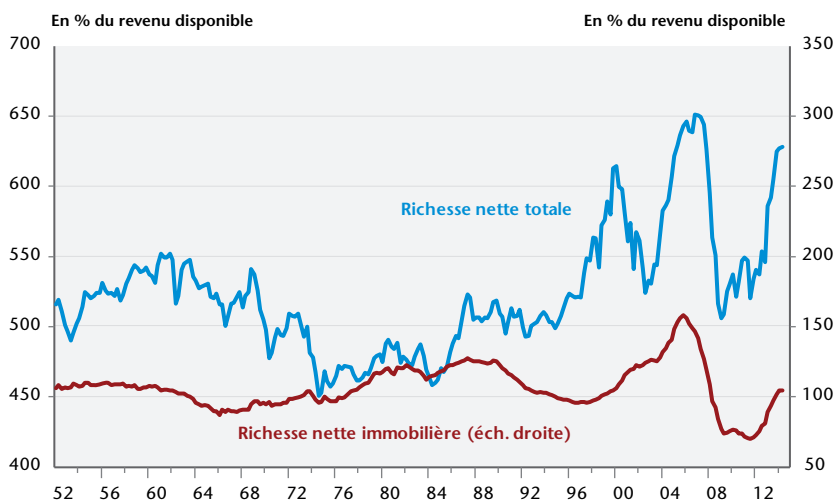


Sources : BLS, US Department of Labor.

Dans ce contexte, les ménages poursuivent leur assainissement financier. Le taux d'endettement est revenu à son niveau du début 2003, période à partir de laquelle se sont développés les crédits *subprime*, mais reste encore un peu supérieur à son niveau de long terme. Et même si les flux nets de nouveaux crédits à la consommation sont repartis à la hausse depuis 2011, ceux sur les crédits hypothécaires restent négatifs sur la première moitié de l'année 2014 (après une reprise de quelques mois en 2013). Pourtant,

rapportée à la richesse brute des ménages, la dette totale des ménages est faible, relativement à la moyenne de long terme. Dit autrement, la richesse nette totale des ménages se rapproche de son point historique de 2007 alors que paradoxalement, la richesse nette immobilière demeure inférieure à ce qu'elle était au regard du passé (graphique 4). La différence s'explique par l'emballement de la valeur des actifs financiers, au regard de la hausse modérée du prix des actifs immobiliers. Même s'ils sont bien repartis à la hausse depuis 2012, les prix immobiliers restent encore 10 % inférieurs au pic du printemps 2007. À la mi-2014, la valeur des actifs financiers est donc 3 fois supérieure au patrimoine immobilier des ménages. Ce rapport est supérieur à la situation de la fin des années 1990, avant l'éclatement de la bulle Internet. Ces déséquilibres expliquent au moins en partie l'extrême sensibilité de l'investissement logement à toute variation des taux d'intérêt : la remontée d'un point au deuxième semestre 2013 avait mis un frein brutal aux transactions immobilières et aux mises en chantiers. Depuis le début de l'année, les taux se sont stabilisés, voire ont légèrement baissé, ce qui a permis une timide reprise de l'activité dans le secteur. Mais l'investissement logement n'a progressé que de 1,2 % sur un an au deuxième trimestre 2014.

Graphique 4. Richesse nette des ménages américains



Source : Flow of Funds, Réserve fédérale

Au final, si la correction des déséquilibres financiers des ménages est en passe de se terminer, des contraintes fortes subsistent pour une grande partie des ménages. Ces contraintes pèsent sur la capacité des ménages à réduire leur taux d'épargne, ou bien à emprunter, ce qui plus généralement pèse sur la croissance à court terme, mais aussi probablement à moyen terme.

* * *

Royaume-Uni : consolidation de la reprise⁵

Au Royaume-Uni, après avoir marqué le pas en 2012, l'activité a nettement accéléré depuis le début de l'année 2013. Au deuxième trimestre 2014, le PIB était en hausse de 3,2 % sur un an et nos prévisions sur l'ensemble de l'année sont à 3 %. La croissance pourrait néanmoins ralentir au second semestre et s'approcher en 2015 d'un rythme de 2 %. La publication des comptes nationaux en base 2010 donne une nouvelle vision de la croissance passée par rapport à celle des comptes en base 1995. La situation y apparaît moins dégradée : la récession aura été au final moins forte et la reprise entamée en 2009, plus soutenue. Le PIB a dépassé son niveau d'avant-crise dès l'automne 2013 et revient progressivement vers sa trajectoire antérieure, rattrapant ainsi une partie du retard accumulé pendant ces dernières années.

Alors qu'en 2013, la croissance avait été essentiellement portée par la consommation et l'investissement des ménages, qui avaient bénéficié d'un effet de richesse positif et puisé dans leur épargne, les ressorts de la croissance sont désormais mieux établis. Certes, la faible baisse des prix de l'immobilier observée entre 2008 et 2012, puis la reprise des prix de l'immobilier au début de l'année 2013, avaient eu pour corollaire de maintenir le patrimoine net des ménages à un niveau historiquement élevé et ce, malgré une dette encore très élevée.

Au premier semestre 2014, l'accélération de la consommation des ménages est davantage due à une amélioration du revenu des ménages qu'à des effets de richesse positifs, et cette dynamique devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. Depuis le milieu de l'année dernière, les créations d'emplois se sont accélérées,

5. Pour plus d'informations, voir : « Royaume-Uni : le cavalier seul », présenté dans cette revue.

surtout dans les services aux entreprises ; la durée du travail a augmenté et le taux de chômage ne cesse de baisser : il est passé de 7,7 % au deuxième trimestre 2013 à 6,3 % un an plus tard, un niveau cependant encore supérieur à son niveau d'avant-crise, d'environ 5 %. Par contre, le taux d'emploi est revenu à son niveau de 2008 et était à la mi-2014 légèrement plus élevé que sa moyenne 2000-2008. Pourtant, les salaires restent stables. Aucun signe d'accélération ne se manifeste : dans le secteur privé, ils progressent de 1 % sur un an et baissent donc encore en termes réels, bien que la baisse se soit atténuée au cours des derniers mois du fait de la désinflation. Face à un cycle de productivité toujours très dégradé par rapport à la tendance de long terme (de 2,2 % / an), les entreprises continuent d'ajuster leur coûts sur les salaires et non sur l'emploi.

Le caractère plus soutenu de la reprise qui ressort de la nouvelle version des comptes tient pour une part importante à l'investissement des entreprises. Celui-ci a, selon les derniers comptes, augmenté de 5 % par an en volume de 2010 à 2013, ce qui a ramené dès 2013 le ratio de l'investissement rapporté au PIB à son niveau d'avant crise, alors que selon les comptes précédents, l'investissement des entreprises n'avait augmenté que de 0,8 % par an de 2010 à 2013, et était resté stable à un niveau historiquement faible rapporté au PIB. Nous avons fait l'hypothèse que les entreprises britanniques continueraient à accroître leurs investissements à l'horizon 2015, en lien avec les indications fournies par les enquêtes.

Dans ce contexte de consolidation de la reprise, la politique économique maintiendra son cap avec quelques ajustements. Le déficit public reste encore élevé et la dette continue à augmenter. L'ajustement budgétaire devrait en 2014 peser un peu plus sur la croissance qu'en 2013 et la politique de concurrence fiscale se poursuivra (baisse du taux d'imposition des sociétés notamment). L'impulsion budgétaire devrait être de -0,7 point de PIB en 2014 et 2015.

La politique monétaire restera très expansionniste. La Banque d'Angleterre devrait laisser inchangé le montant de ses interventions sur les marchés financiers et donc ne pas chercher à réduire la taille de son bilan. Un premier relèvement du taux directeur pourrait intervenir au second semestre 2015, dans la lignée de ce que pourrait décider la Réserve fédérale. Cette mesure serait, comme aux États-Unis, le signe de la normalisation des outils de politique monétaire et ne signifierait en rien un durcissement. La Banque

d'Angleterre avait annoncé à l'été 2013 qu'elle ne resserrerait pas sa politique tant que le taux de chômage serait supérieur à 7 %. La baisse du taux de chômage en dessous de ce seuil n'a pas pour autant provoqué de durcissement de la politique monétaire, vu le ralentissement de l'inflation observé dans le même temps (passée de 2,7 % à 1,2 % sur un an entre septembre 2013 et septembre dernier) et la faiblesse des pressions inflationnistes. Entre la modération salariale, la baisse des coûts salariaux unitaires (-2 % sur un an au deuxième trimestre 2014) et du prix des importations, l'absence de risques inflationnistes favorise la poursuite d'une politique de soutien à l'activité. Pour l'heure, les taux d'intérêt long publics restent à des niveaux très bas (2,5 % en septembre 2014, pour le taux à 10 ans), malgré la remontée d'un point en 2013, en phase avec l'accélération de la croissance. Ils ont d'ailleurs baissé de 0,5 point depuis le début de l'année, comme cela a été le cas pour les taux des États-Unis.

* * *

Japon : une convalescence qui n'en finit pas

Au Japon, malgré l'ambitieuse politique de relance mise en place en début d'année dernière avec l'arrivée du nouveau Premier ministre Abe, l'activité a progressé au rythme modéré 1,5 % en 2013. Ce n'est que cinq années après la reprise que le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise. Et l'année 2014 devrait connaître un nouveau fléchissement avec le changement de cap de la politique budgétaire ; la croissance pourrait atteindre 1 % cette année et revenir à 1,4 % en 2015. Ainsi, le relèvement au 1^{er} avril dernier du taux de TVA de 5 à 8 % a suscité une vague de dépenses anticipées au premier trimestre, suivie d'un effondrement au deuxième. Après 1,5 % de croissance début 2014, le PIB s'est contracté de 1,8 % au deuxième trimestre, plombé par le recul de 5, % de la consommation des ménages, de 10,4 % de l'investissement résidentiel et de 4,8 % de l'investissement des entreprises privées. Les indicateurs conjoncturels indiquent un rebond au troisième trimestre mais la croissance continuera de pâtir de la perte de pouvoir d'achat des revenus et de la reprise de l'inflation. Il est vrai que les ressorts de la demande sont fragiles, et le soutien de la politique monétaire reste indispensable. Depuis le début de la mise

en place de ses rachats de titres publics sur les marchés financiers, la Banque du Japon a injecté l'équivalent de 15 % du PIB dans l'économie. Les conditions monétaires sont très favorables et surtout la faiblesse des taux d'intérêt qui en découle permet de financer une dette publique (250 % du PIB) à bas prix et de garantir la soutenabilité de cette dette.

L'autre facteur de soutien à la croissance est la chute du yen depuis presque deux ans qui favorise le retour de la compétitivité japonaise et devrait permettre d'enrayer le déclin des parts de marché à l'exportation. Le taux de change effectif réel du Japon est revenu à son niveau de la première moitié des années 1980, à l'époque où les produits japonais pénétraient en masse sur les marchés étrangers. Depuis la fin 2007, les entreprises ont perdu plus de 20 % de leurs parts de marché. Si désormais, la tendance s'inverse, la léthargie du commerce international pèse sur les exportations mais celles-ci devraient s'accélérer avec la timide reprise qui s'amorce. Après un très bon premier trimestre (+ 6,5 % par rapport au quatrième trimestre 2013) suivi d'un léger repli au deuxième (-0,5 % par rapport au précédent), elles pourraient progresser en moyenne de 0,8 % par trimestre. La baisse du yen a aussi permis aux entreprises de restaurer leurs marges. Après le choc fiscal du deuxième trimestre, l'investissement résidentiel et des entreprises devraient repartir à la hausse mais à un rythme plus lent qu'en 2013. Par ailleurs, les négociations de printemps ont montré une accélération du salaire des travailleurs réguliers. Ces hausses devraient se poursuivre pour permettre aux salaires d'absorber une inflation désormais élevée : 3,3 % en septembre contre 0,9 % un an plus tôt. L'inflation hors TVA reste en-deçà des 2 % fixés comme objectif par la Banque du Japon. Dans un contexte d'ajustement des finances publiques en 2014 et 2015 (l'impulsion budgétaire est prévue pour être négative), le gouvernement a prévu un nouveau train de mesures de soutien à l'économie (40 milliards d'euros) pour compenser le relèvement passé des 3 points de TVA et celui de 2 points prévus en octobre 2015. Mais avec un déficit public de 9 % du PIB en 2013, les marges sont étroites.

L'amélioration de l'économie devrait se poursuivre en 2014 et 2015, mais c'est surtout désormais sur la baisse du yen et la politique monétaire que la reprise devra s'appuyer. A priori, les

conditions sont réunies pour que le Japon sorte de la déflation et continue sur le chemin d'une croissance modérée.

* * *

Pays émergents : la dépendance externe en pleine face

La croissance des économies développées peine à s'accélérer en 2014 et 2015, et les pays émergents entrent à leur tour dans une période maussade. Le ralentissement du commerce international depuis deux ans, en phase avec le ralentissement de la croissance des pays développés et de la Chine, la baisse du prix des matières premières à la suite d'une moindre demande, l'annonce de la fin du *quantitative easing* aux États-Unis au printemps 2013 et la réallocation des portefeuilles au profit des placements dans les économies développées, tous ces éléments ont mis un terme aux conditions exceptionnelles que les pays émergents avaient connues jusqu'à l'année dernière. Certes, cette période avait été marquée par une forte instabilité des taux de change, de l'inflation importée et des entrées de capitaux spéculatifs, mais la croissance s'en était nourrie, portée notamment par un cycle d'endettement, au risque d'alimenter des tensions inflationnistes.

Aujourd'hui, la situation est toute autre. Le resserrement de l'environnement international met en lumière les déséquilibres qui se sont accumulés pendant la phase précédente. En Asie et en Amérique latine, les crédits bancaires ont fortement ralenti mais le tassement de la croissance combiné au durcissement des politiques monétaires souligne les risques de crédits dans plusieurs pays (Chine, Brésil, Inde et Turquie notamment).

En **Amérique latine**, à l'exception du Mexique qui bénéficie de la dynamique américaine, le ralentissement est de mise. Le retour de la contrainte extérieure pèse de tout son poids sur cette région ouverte sur l'extérieur, exportatrice de matières premières tant industrielles qu'agricoles, et de plus en plus dépendante de la croissance chinoise. Les plus affectés par la dégradation des termes de l'échange sont les pays andins, le Brésil et l'Argentine. Pour autant, à l'exception de l'Argentine et du Venezuela, la région ne présente pas de risque de financement majeur. Les flux d'investissements directs restent importants et les *spreads* qui avaient augmenté sur le

marché des titres de la dette souveraine émergente baissent depuis le début de l'année 2014.

Après deux trimestres de croissance négative, le Brésil vient d'entrer techniquement en récession. Mais face aux tensions inflationnistes fortes, la politique monétaire ne peut se relâcher. Le taux directeur de la Banque centrale est à 11 %, et aucune baisse n'est à attendre tant que l'inflation ne reviendra pas durablement en deçà de la limite fixée dans le cadre de la politique d'*inflation target* (4,5 % +/- 2 points). En attendant, le durcissement de la politique monétaire pèse sur l'activité, et notamment la consommation des ménages lourdement endettés. Aucun soutien n'est à attendre des finances publiques qui sont au plus mal. Malgré un taux de change encore pénalisant, les parts de marché à l'exportation ont cessé de se dégrader.

Certains pays tels que le Chili ou le Pérou, où les pressions inflationnistes se sont détendues, ont pu desserrer leur politique monétaire pour soutenir une activité en recul. En Argentine, le défaut sur la dette publique a été officiellement prononcé le 31 juillet. La récession est en marche et la meilleure gestion macroéconomique mise en place depuis un an ne peut qu'aller dans le bon sens. Mais l'inflation avoisine 40 % en août 2014 et le peso continue à s'effondrer. La même situation pourrait se reproduire au Venezuela où le risque de défaut est évalué à 50 % par les agences de notation au cours des deux prochaines années. Globalement, la croissance pourrait atteindre 1,2 % en 2014 et 2,3 % en 2015, soit des performances très médiocres au regard du passé.

Au sortir de la crise financière de 2009, les pays émergents d'Asie ont fait preuve d'une grande résistance, confortant ainsi leur solidité financière. La croissance régionale avait connu un rebond spectaculaire, grâce aux plans de relance massifs et à un assouplissement généralisé des politiques monétaires. Mais de 9,9 % en 2010, celle-ci n'a cessé de ralentir pour atteindre 6 % en 2013 (voir tableau A9 en annexe). L'année 2013 a été difficile : nouveau ralentissement de la croissance économique, dépréciation des taux de change, déséquilibres extérieurs, troubles politiques et sociaux. Du côté des agents privés, les ajustements sont nécessaires pour faire face aux déséquilibres engendrés par plusieurs années d'expansion du crédit. En début d'année 2014, ce processus d'ajustement se

poursuit, et le taux de croissance réel du crédit est tombé à moins de 10 %, en particulier en Chine, en Malaisie et en Indonésie.

Partout, les politiques de soutien à la demande intérieure s'estompent. Le commerce extérieur est de moins en moins tiré par les besoins de la croissance chinoise ; les monnaies nationales s'apprécient, et la demande atone des pays avancés, en particulier de l'Union européenne, pèse sur les exportations. En 2014 et 2015, la croissance régionale restera sur un rythme de croissance de 6,0 %. Malgré un taux de croissance plus rapide que dans le reste du monde, les performances sont là aussi inférieures au taux de croissance moyen de 7,7 % pour la période 2009-2013.

En Chine l'accélération de la croissance observée à l'été 2013 a été de courte durée. Sur l'ensemble de l'exercice écoulé, elle est de 7,7 %. La tendance au ralentissement paraît se poursuivre. La croissance du PIB pourrait s'établir autour de 7,4 % en 2014 puis diminuerait à 7,1 % en 2015. La contribution principale viendrait de la demande externe. Sur le plan interne, la dette du secteur privé non-financier demeure colossale (188 % du PIB fin 2013). D'où le dilemme pour les autorités entre d'une part la nécessité de resserrer les conditions de crédit et d'autre part celle de soutenir la croissance. Sur le marché de l'immobilier, l'ajustement est en cours et la hausse des prix du logement s'est ralentie. Avec le ralentissement de la croissance, l'inflation s'est ralentie au point de susciter la crainte que s'installent des tensions déflationnistes. Face au ralentissement, le gouvernement a annoncé au printemps dernier des réductions fiscales et décidé de plusieurs petits assouplissements monétaires pour encourager les crédits et soutenir l'économie.

En dehors de la Chine, la vigueur de la demande intérieure et l'amélioration de la performance des exportations devrait aider l'Asie émergente à maintenir une croissance du PIB réel d'environ 4,3 % par an en 2015. Les exportations sont bien placées en bénéficiant du renforcement de la demande et des gains de compétitivité. Néanmoins, la croissance devrait rester bien en deçà des taux d'avant la crise en dépit de la reprise conjoncturelle mondiale.

* * *

2. Des politiques budgétaires toujours restrictives

Même si la consolidation budgétaire s'est globalement atténuée en 2014 et ralentira de nouveau en 2015 (tableau 2), l'orientation restera restrictive et rognera donc encore la croissance. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire s'élèvera à -1,1 point en 2014 et à -0,6 point en 2015 tandis que dans la zone euro, nous passerions d'une restriction budgétaire équivalente à 1 point de PIB en 2013 à un effort de 0,2 en 2014 puis de 0,1 point 2015. Par contre, la politique budgétaire se durcira au Japon et au Royaume-Uni. Au Japon, l'impulsion sera de -1 point de PIB, principalement liée à la hausse de la TVA qui est passée de 5 à 8 %. Quant au Royaume-Uni, l'impulsion s'élèvera à -0,7 point en 2014 et 2015 après -0,4 point en 2013.

Néanmoins, l'impact de la politique budgétaire ne dépend pas uniquement du niveau de l'impulsion mais également de la taille du multiplicateur qui varie en fonction des conditions macroéconomiques, financières et monétaires, ainsi qu'en fonction de la composition de l'ajustement, selon qu'il porte sur les dépenses ou les recettes⁶. Ainsi, le multiplicateur s'accroît lorsque le chômage est important – ou lorsque l'écart de production est fortement creusé –, lorsque les conditions de crédit sont plus restrictives, ou lorsque la situation financière des agents est dégradée. Les agents deviennent alors plus sensibles à une baisse de leurs revenus qu'ils ne peuvent compenser par l'accès au crédit parce qu'ils subissent des contraintes de liquidités et/ou de solvabilité. Par ailleurs, les effets de la politique budgétaire peuvent être atténués par une politique monétaire plus expansionniste, ce qui n'est pas le cas lorsque la banque centrale est contrainte par le niveau plancher des taux d'intérêt (*Zero lower bound*). Enfin, en phase basse (respectivement haute) du cycle, l'effet multiplicateur est plus élevé (respectivement plus faible) pour les dépenses que pour les recettes.

Or, dans la zone euro, les arguments exposés précédemment nous amènent à supposer que la valeur des multiplicateurs reste élevée et pourrait même augmenter dans certains pays, de telle sorte que la réduction de l'impulsion dans la zone euro n'aurait

6. Voir Blot, Cochard, Creel, Ducoudré, Schweisguth & Timbeau (2014a) ou Creel, Heyer & Plane (2011) pour plus une discussion plus approfondie.

qu'un effet limité sur la croissance. Le taux de chômage reste à un niveau record et ne baisse que très marginalement sur l'ensemble de la zone euro. Il se stabilise en France et augmente encore en Italie. Par ailleurs, la situation des banques de la zone euro n'est pas totalement apurée puisque les créances douteuses continuent de croître (*cf.* partie 3) et que le bilan des agents financiers privés reste dégradé par un cycle de désendettement à peine entamé. Enfin, dans certains pays, en particulier en France, l'ajustement budgétaire se fait dorénavant par les dépenses dans un contexte de chômage élevé. Ainsi, même si l'impulsion budgétaire *ex-post* – c'est-à-dire tenant compte des variations de l'élasticité des recettes budgétaires⁷ – a baissé entre 2013 et 2014, l'effet récessif serait encore significatif, de l'ordre de -0,8 point, en tenant compte uniquement de l'impact direct de la politique budgétaire française.

Tableau 2. Impact des impulsions budgétaires

En % du PIB

	2013	2014			2015		
	Impulsion budgétaire	Impulsion budgétaire	Effet direct	Effet indirect	Impulsion budgétaire	Effet direct	Effet indirect
DEU	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,1	-0,4
FRA	-0,9	-0,3	-0,8	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3
ITA	-0,5	0,2	0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4
ESP	-1,6	-1,0	-1,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4
NLD	-1,7	-0,9	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4
BEL	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
IRL	-3,1	-1,8	-1,8	-0,8	-1,1	-1,1	-0,6
GRC	-1,7	-1,7	-1,9	-0,3	-1,3	-1,4	-0,3
PRT	-2,1	-0,5	-0,8	-0,5	-0,5	-0,7	-0,4
AUT	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3
FIN	-1,0	0,1	0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
GBR	-0,4	-0,7	-0,7	-0,4	-0,7	-0,7	-0,3
USA	-1,5	-1,1	-1,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,1
JPN	0,6	-1,0	-0,5	-0,2	-1,2	-0,7	-0,2

Note : L'effet direct de l'impulsion budgétaire dépend de l'hypothèse faite sur le multiplicateur. L'effet indirect résulte de l'effet des mesures prises dans les autres pays. Il est lié à la baisse de l'activité qui entraîne une baisse des importations et par ce biais de la demande adressée. En effet, même en l'absence de mesure de politique budgétaire, des effets indirects proviennent de l'effet retour des mesures nationales. L'impulsion négative dans le pays (a) réduit la demande adressée du pays (b) ce qui réduit également sa croissance et ses importations, freinant en retour la demande adressée au pays (a).

Source : Calculs et prévisions OFCE, octobre 2014.

7. Voir Synthèse France pour plus de détails.

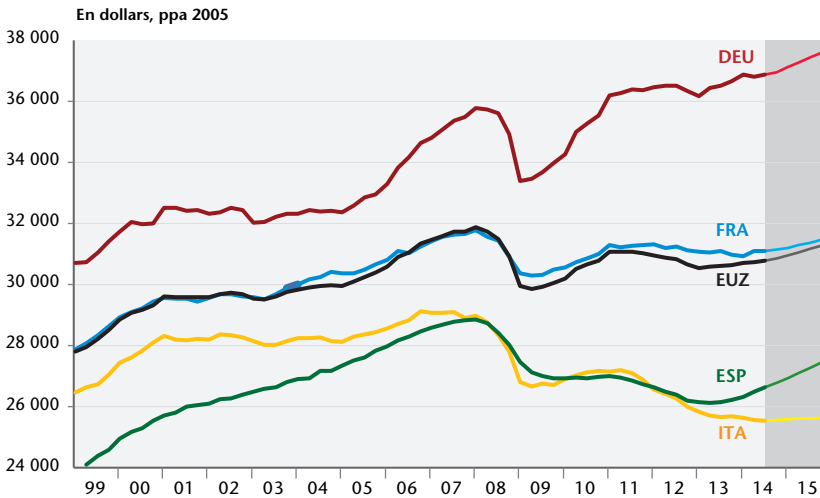
Dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, en dépit d'une impulsion qui reste plus forte que celle de l'ensemble de la zone euro, l'effet multiplicateur serait atténué par rapport à la situation de la France, l'Espagne ou l'Italie. La décrue du chômage et des contraintes d'endettement moins prégnantes (*cf.* partie 3) justifient une telle hypothèse. Cet effet multiplicateur sera encore significatif, parce que même avec un chômage en baisse, le niveau d'emploi ne s'améliore que progressivement. Enfin, dans le cas de l'Allemagne, la situation sur le marché du travail et la quasi-fermeture de l'écart de croissance suggèrent que le multiplicateur a baissé et serait plutôt proche de 0,5.

Pour autant, l'impact de la politique budgétaire sera encore négatif pour l'Allemagne malgré une impulsion légèrement positive en 2014 et 2015. Ceci résulte des effets indirects liés aux restrictions budgétaires menées dans les autres pays de la zone euro. En effet, bien que l'impulsion moyenne diminue dans la zone euro, il subsistera d'importantes disparités. Dans certains pays (Espagne, Pays-Bas, Irlande ou Grèce), les impulsions seront proches de -1 point de PIB en 2014, avec des effets multiplicateurs importants. La faiblesse de l'impulsion moyenne s'explique par l'orientation neutre ou légèrement expansionniste des politiques budgétaires italienne et allemande. L'Allemagne dispose en effet de marges manœuvre budgétaires avec des finances publiques à l'équilibre depuis 2011 tandis que l'impulsion budgétaire italienne est positive en 2014 du fait du versement des arriérés de paiement du fisc en faveur des entreprises. Dans ces deux pays, les effets négatifs s'expliquent par leur forte intégration avec le reste de la zone euro. Ainsi, la croissance allemande serait amputée de 0,6 point en 2014 et de 0,4 en 2015, celle de l'Italie de respectivement -0,5 et -0,4 point. Ces estimations témoignent de la sensibilité de la croissance allemande à l'environnement extérieur et en particulier à celui la zone euro. Ces effets expliquent probablement bien plus le retournement des indicateurs conjoncturels⁸ allemands au milieu de l'année 2014 que le contexte géopolitique dont les effets tangibles sont mineurs. Bien que les exportations vers la Russie aient baissé de plus de 16 % sur la période janvier

8. Les indicateurs de confiance outre-Rhin se sont en effet nettement retournés depuis le mois de mai 2014. La production industrielle et les exportations ont également fortement baissé au mois d'août.

2014-août 2014 par rapport aux 8 premiers mois de l'année 2013, l'impact global reste limité puisque cette baisse n'a contribué que pour -0,6 point à la dynamique des exportations en valeur. La part de la Russie dans le commerce allemand ne dépasse pas 4 %. L'effet négatif sur les exportations fut en outre très légèrement compensé par une baisse des importations (d'un peu plus de 3 % en valeur). Pour autant, au-delà de l'ajustement du commerce, la crise ukrainienne a sans doute accru l'incertitude, ce qui a pu freiner les décisions de consommation et d'investissement. Il reste néanmoins que cet effet est de second ordre relativement aux effets récessifs des politiques budgétaires restrictives menées chez les principaux partenaires européens de l'Allemagne. Si la dynamique de croissance de la zone euro ne sera certainement pas uniquement marquée par la politique budgétaire en 2014 et 2015, il reste qu'elle contribuera encore à accentuer les divergences récemment observées entre les pays (graphique 5).

Graphique 5. PIB par habitant à l'intérieur de la zone euro



Source : Comptes nationaux, Calcul et prévision OFCE octobre 2014.

Aux États-Unis et au Japon, ces effets indirects des politiques budgétaires seront largement réduits, en comparaison avec ceux observés en Europe. Ils ne dépasseront pas 0,2 point de PIB si bien que l'impact récessif sera principalement dû aux mesures nationales qui contribueront à baisser la croissance de respectivement 1,3 point et 0,8 aux États-Unis en 2014 et 2015 et de 0,5 et 0,7 point au Japon.

Enfin, il faut souligner que si les mesures de restriction budgétaire prises sur l'année 2014 et sur l'année 2015 sont effectivement plus faibles, il reste qu'en cumul, la consolidation budgétaire aura atteint des niveaux historiques, à la fois par l'ampleur des plans de consolidation mais aussi par le degré de synchronisation. Selon l'OCDE⁹, tous les pays – à l'exception de l'Allemagne¹⁰, la Suède et la Suisse – auront mené une politique budgétaire restrictive entre 2010 et 2015, soit 6 années consécutives de consolidation. Pour la Grèce et l'Irlande, l'effort total dépasse 10 points de PIB selon l'OCDE¹¹. Or, certaines mesures peuvent avoir des effets dynamiques complexes et amputer la croissance au-delà de l'année où elles ont été mises en œuvre. En outre, si la dynamique de croissance des années 2012 et 2013 s'expliquait principalement par l'orientation de la politique budgétaire, d'autres facteurs joueront sur l'évolution de la croissance en 2014 et 2015.

Les taux d'intérêt nominaux baissent mais les taux réels augmentent

Les taux d'intérêt réels ont globalement connu une évolution défavorable en 2014. Plusieurs effets ont joué, de façon antagoniste : la baisse marquée des taux publics se transmet lentement vers l'économie réelle et ne parvient pas à compenser la baisse du niveau d'inflation. Par conséquent, nous anticipons une hausse globale des taux d'intérêt réels en 2014 et 2015, ce qui pèsera négativement sur la dynamique de crédit, et partant, sur la croissance.

La baisse des taux publics a été rapide et significative. Ainsi, entre janvier et septembre 2014, le taux des obligations d'État à 10 ans est passé de 3 % à 1,8 % en zone euro-11¹² (graphique 6). En outre, on assiste à une convergence des taux au sein de la zone

9. Voir le tableau 30 de l'annexe du *World Economic Outlook*, 95. Nous nous référons ici aux calculs de l'OCDE dans la mesure où l'impulsion globale inclut celle de l'ensemble des pays industrialisés (c'est-à-dire y compris le Canada, l'Australie...).

10. Notre estimation de l'impulsion budgétaire peut différer de celle de l'OCDE pour certains pays. Ainsi, pour l'Allemagne, nos propres calculs nous conduisent à estimer que l'orientation de la politique budgétaire fut globalement restrictive (-0,7 point) contre une expansion de 0,2 point pour l'OCDE. Les différences résultent principalement d'hypothèses différentes sur la croissance potentielle ou sur les variations d'élasticités fiscales.

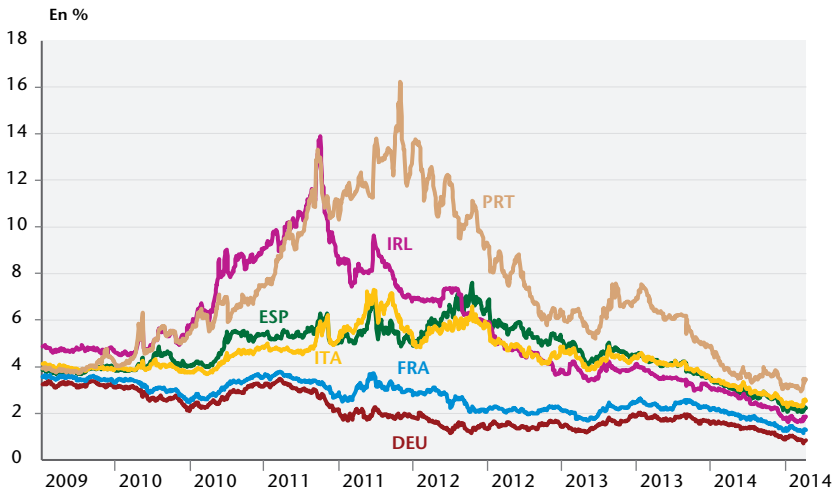
11. Nos estimations pour ces deux pays sont respectivement de 19 et 13 points de PIB. Fitzgerald (2014) estime que les mesures *ex-ante* prises par l'Irlande ont presque atteint 20 points de PIB.

12. Zone euro – 11 : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal.

euro : la variance est ainsi passée 3,6 à 2,1 entre janvier et septembre 2014. Même si on n'est pas revenu au niveau de convergence de 2009, avec une variance de 0,3, les taux se sont resserrés.

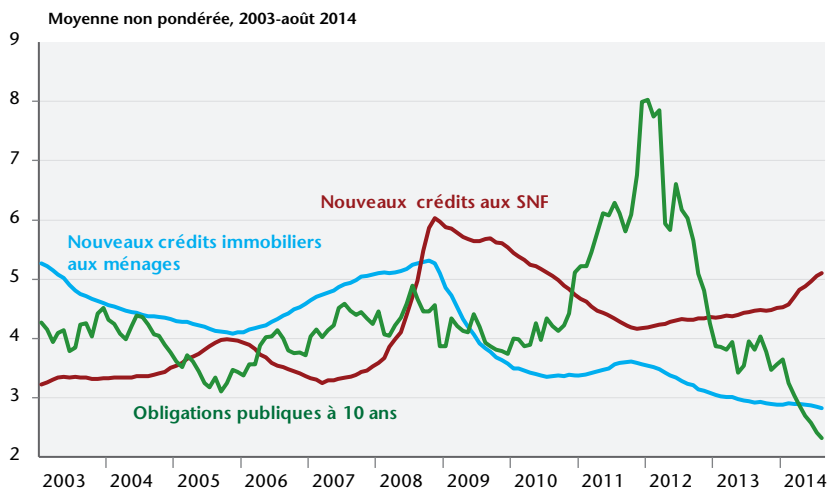
Malgré cette baisse des taux publics, on observe que la transmission vers les taux de crédit pratiqués aux agents privés (*pass-through*) est lente. Plusieurs études empiriques portant sur l'analyse de la transmission des taux directeurs aux taux de marché concluent qu'il existe une transmission partielle des taux directeurs au mécanisme d'ajustement des taux bancaires en zone euro. Ces études – notamment De Bondt (2002), Kleimeier et Sander (2004), Sorensen et Werner (2006), Blot et Labondance (2013) – aboutissent à des conclusions proches : malgré le processus d'intégration économique et de libéralisation, la transmission aux taux d'intérêt est partielle et hétérogène dans la zone. Ces hétérogénéités sont fortement liées au fonctionnement des marchés immobiliers nationaux, aux caractéristiques des systèmes bancaires et à la santé des banques. Nous observons empiriquement que la transmission est très partielle en zone euro (graphique 7) : en 2014, malgré la baisse des taux obligataires publics, les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux ménages baissent peu, et on observe même une hausse des taux sur les entreprises.

Graphique 6. Taux des obligations d'État à 10 ans



Source : Datastream.

Graphique 7. Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux ménages et aux SNF en zone euro-11*



*Zone euro-11 : Autriche, Belgique, Allemagne, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal.

Note : Pour les taux sur les crédits aux ménages, la Grèce est exclue de l'analyse.

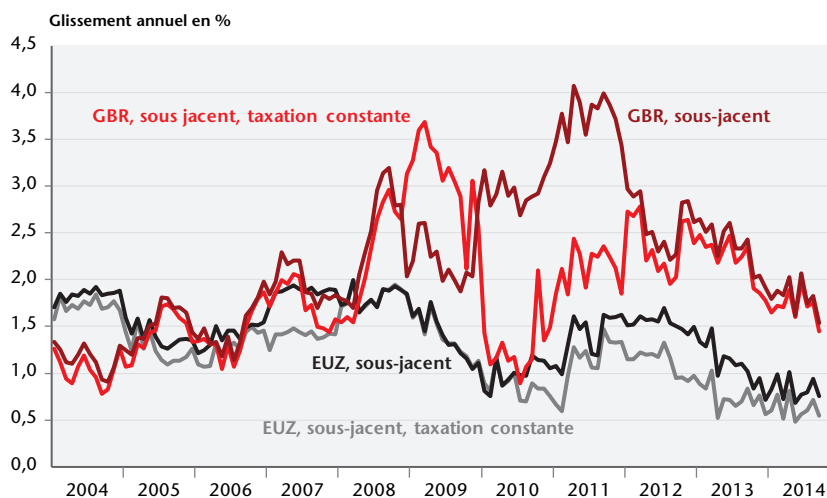
Source : BCE, calculs OFCE octobre 2014.

Enfin, la baisse de l'inflation se poursuit en zone euro : l'Indice des prix à la consommation (IPC) est ainsi passé de 1,3 % au troisième trimestre 2013 (en glissement) à 0,3 % au troisième trimestre 2014 (graphique 8). Depuis le début de l'année 2014, l'inflation sous-jacente corrigée des taxes est restée faible, mais stable autour de 0,6 % en glissement annuel depuis début 2014. L'essentiel de la baisse de l'IPC est imputable à une baisse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires. En glissement annuel, les prix de l'énergie sont en baisse depuis fin 2013 ; cette baisse s'est même accélérée pendant l'été 2014, la baisse du prix du baril étant plus forte que l'effet de dépréciation de l'euro par rapport au dollar. La composante alimentaire a également ralenti, passant de 3 % au troisième trimestre 2013 à -0,1 % au troisième trimestre 2014.

Depuis le début de l'année 2013, l'IPC a ralenti dans tous les pays, y compris en Allemagne où il n'est que de 0,9 % au troisième trimestre 2014. La Grèce et le Portugal sont toujours en déflation, et en Italie et en Espagne, l'IPC est devenu négatif au troisième

trimestre 2014 (glissement annuel). Le maintien de l'inflation sous-jacente à des niveaux bas s'explique par le niveau élevé du chômage et la déflation salariale dans les pays soumis aux plans d'ajustement (Irlande, Portugal, Grèce). La hausse du chômage freine la hausse des salaires, qui n'est pas compensée par une réduction des gains de productivité¹³. En Allemagne, la demande interne devrait soutenir les prix en 2014 et en 2015, et l'instauration du salaire minimum et la dynamique globale des salaires plus favorable en Allemagne devraient entraîner une légère accélération de l'inflation. D'après l'estimation commune des instituts de conjoncture allemands au printemps 2014, 4 millions de salariés seraient concernés par l'introduction du salaire minimum en 2015¹⁴.

Graphique 8. Inflation sous-jacente



En conséquence, dans les grands pays de la zone euro, on constate que les taux bancaires réels ont crû en 2013, à cause de la baisse de l'inflation, et partant de l'inflation anticipée (tableau 3). Cet effet devrait s'accroître en 2014, notamment dans les pays menacés par la déflation (Italie, Espagne). L'effet des taux réels joue-

13. À l'horizon d'un an, la baisse d'un point de taux de chômage augmenterait les prix à la consommation de 0,45 point en France, 0,2 point en Allemagne, 0,1 en Espagne et 0,08 en Italie, d'après nos simulations (voir OFCE, Étude spéciale, Déflation sous-jacente, Perspectives 2012-2013).

14. Voir également Chagny et Le Bayon (2014).

rait négativement sur la croissance *via* deux effets : d'une part, les entreprises et les ménages seraient encouragés à reporter leurs achats, compromettant une reprise de la demande interne, d'autre part, le poids de la dette publique serait encore alourdi. En termes d'impact sur la croissance du PIB, on constate que l'effet n'est pas négligeable en Italie, en Espagne ou aux Pays-Bas (tableau 4). En Italie, la hausse des taux d'intérêt réels amputerait la croissance de 0,7 point en 2014 et 0,2 point en 2015, en Espagne, l'effet serait négatif (0,4 point) et 2014, mais légèrement positif en 2015 (0,1 point). Aux Pays-Bas, l'effet serait plus marqué en 2015 qu'en 2014.

Tableau 3. Taux bancaires réels* sur les nouveaux crédits aux ménages et aux SNF, 2011-2015(p)

	Ménages					SNF				
	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD
2011	1,7	1,7	2,0	1,4	2,7	2,2	2,3	2,5	3,1	2,2
2012	1,1	1,7	2,0	2,5	2,4	1,9	2,1	3,1	3,8	1,4
2013	1,3	2,0	3,2	3,7	2,5	1,9	2,3	4,0	3,9	1,5
2014 (p)	1,5	2,1	3,9	4,0	3,8	2,2	2,3	4,6	3,9	3,1
2015 (p)	1,2	1,8	3,4	3,3	3,5	1,9	2,0	3,9	3,2	2,7

* Pour calculer un taux réel, on fait la différence entre le taux nominal des crédits et l'inflation anticipée. On considère une inflation anticipée à 5 ans *ex-ante* sous l'hypothèse d'une convergence vers une cible donnée (2 %) dans un temps défini (10 ans).

Note : le calcul du taux réel se fonde sur une hypothèse d'inflation anticipée sur un horizon donné. Nous supposons que l'inflation anticipée à la date (t) est égale au produit des taux d'inflation entre les dates (t) et (t+k) sous l'hypothèse que le taux d'inflation converge vers une cible de 2 % en 10 ans.

Source : BCE, calculs OFCE.

Tableau 4. Impact sur le PIB de la hausse des taux d'intérêt réels, 2011-2015 (p)

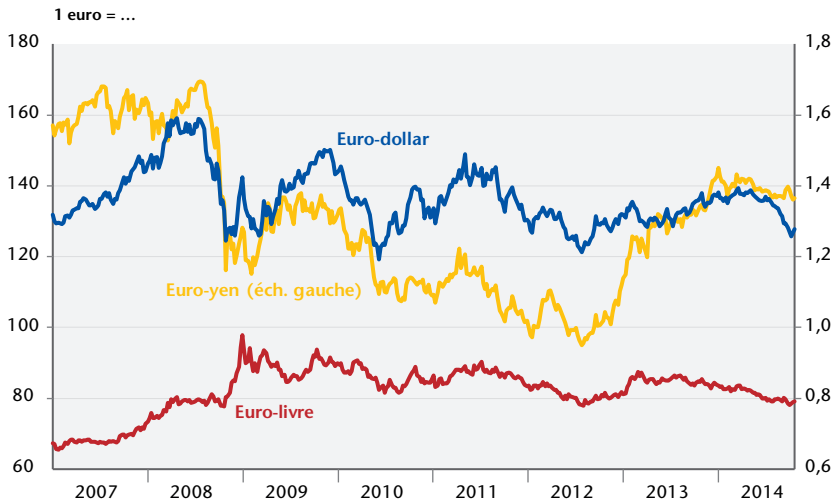
	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD
2011	0,8	1,0	0,7	1,2	0,4
2012	0,5	0,1	0,2	-0,3	0,6
2013	0,2	0,0	-0,3	-0,7	0,2
2014 (p)	-0,1	-0,1	-0,7	-0,4	-0,3
2015 (p)	-0,1	0,0	-0,2	0,1	-0,6

Source : BCE, calculs OFCE.

La dévaluation à tout prix

Un autre facteur expliquant les moins bonnes performances de la zone euro réside dans l'évolution du taux de change. En effet, jusqu'aux annonces d'assouplissement quantitatif faites par le Président de la BCE, Mario Draghi, en juin 2014, l'euro s'était apprécié de près de 10 % par rapport au dollar et de plus de 40 % par rapport au yen (graphique 9) depuis la mi-2012. Le rebond de l'euro coïncide avec la fin de la crise de la dette souveraine lorsque le même Président de la BCE annonçait en juillet 2012 qu'il entreprendrait tout ce qui était nécessaire pour sauver l'euro. Cette annonce, confirmée en septembre par la mise en place de l'OMT (*Outright monetary transaction*), a calmé les craintes d'un éclatement de la zone euro puis réduit le risque de défaut de paiement de la part d'un État membre. L'euro est alors sorti d'une période de fortes turbulences. Depuis cette fameuse intervention, la trajectoire de l'euro s'est retrouvée plus en ligne avec les fondamentaux. En effet, à l'exception de l'écart de croissance du PIB, de nombreux facteurs macroéconomiques ont poussé à la stabilité ou à l'appréciation de l'euro. Du côté de la politique monétaire, si la BCE a poursuivi une politique de baisse des taux entre mi-2012 et mi-2014, le taux interbancaire au jour le jour (taux EONIA, *euro overnight interest rate average*) est resté en moyenne supérieur au taux équivalent du

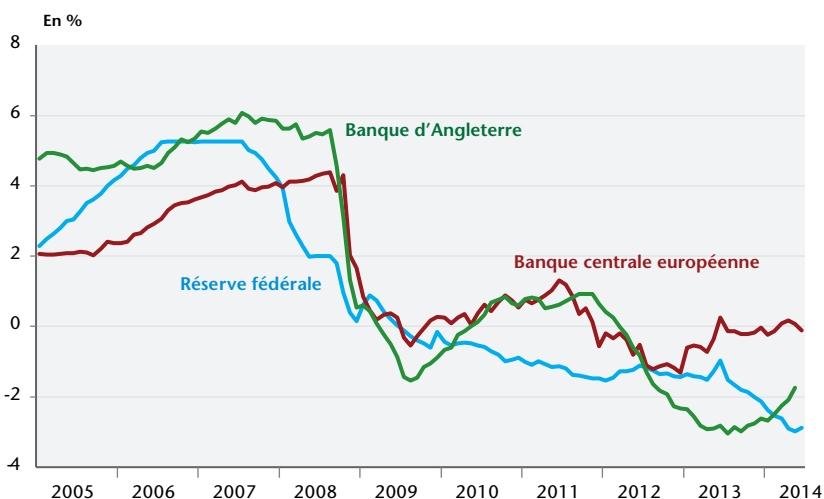
Graphique 9. Taux de change de l'euro



Source : Datastream.

marché monétaire américain (taux des fonds fédéraux). Mais, dans le même temps, le bilan de la BCE s'est fortement réduit (de plus de 10 points) alors que celui de la Réserve fédérale continuait à augmenter (de près de 8 points). Cet écart ne s'explique par forcément par un retrait des mesures non-conventionnelles de la part de la BCE mais par une moindre demande de liquidités de la part des banques commerciales. Les mesures synthétiques¹⁵ de l'orientation de la politique monétaire suggèrent d'ailleurs que sur la période, les politiques monétaires américaine, britannique ou japonaise furent globalement plus expansionnistes que celle de la BCE (graphique 10). Le taux implicite de politique monétaire de la BCE – taux qui permet de tenir compte des mesures non-conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales – est ainsi remonté sur cette période alors qu'il continuait à baisser aux États-Unis. Outre la politique monétaire, l'inflation et le solde courant ont sans doute contribué à cette appréciation. Le mouvement de baisse du taux d'inflation a été plus rapide et plus fort dans la zone euro qu'aux États-Unis. Même si le déficit courant des États-Unis s'est réduit, la zone euro est, dans le même temps, passée d'une position

Graphique 10. Taux implicite (*shadow rate*) de politique monétaire



Source : Wu & Xia (2014), <http://faculty.chicagobooth.edu/jing.wu/research/data/WX.html>.

15. Il s'agit des *shadow rates*. Voir Wu & Xia (2014) pour une description de la méthode de calcul et voir l'étude spéciale « Politique monétaire » pour plus de détails.

d'équilibre externe en fin d'année 2011 à une situation d'excédent dépassant 2 % au deuxième trimestre 2014. Cette amélioration du compte courant reflète l'atonie de la demande en zone euro. De fait, seule la dynamique relative des taux de croissance du PIB aurait pu contribuer à une baisse de l'euro.

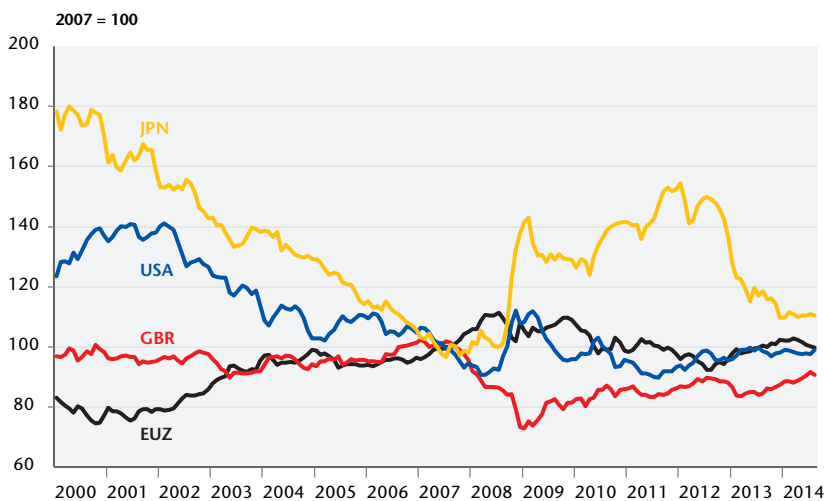
Ces mouvements du taux de change bilatéral de l'euro se sont également traduits par une appréciation réelle. Le graphique 11 montre en effet que le taux de change effectif de l'euro (pondéré ici par les coûts unitaires du travail) a augmenté de près de 9 %, signifiant ainsi que le mouvement de l'euro vis-à-vis du dollar s'est quasi intégralement répercuté sur le taux de change réel. Dans le même temps, la baisse du taux de change effectif du yen a dépassé 25 % tandis qu'en termes de taux de change effectif, le dollar et la livre sterling sont restés plutôt stables. Ainsi, la compétitivité des pays de la zone s'est globalement dégradée réduisant ainsi les exportations. Pour la France, avec une élasticité-prix des exportations estimée à 0,6¹⁶, la dégradation de la compétitivité pourrait amputer la croissance de 0,2 point sur l'année 2014 selon les simulations réalisées à partir du modèle *e-mod.fr*. La dynamique de la compétitivité des pays de la zone euro ne résulte cependant pas uniquement des évolutions du taux de change de l'euro. Une part importante du commerce se fait en effet entre les pays de la zone euro. Cette part atteint 37 % pour l'Allemagne. Elle est inférieure à celle des autres grands pays de la zone euro qui dépasse 50 % en Espagne et se situe à 46 % en France et 41 % en Italie. Dès lors, autant que le taux de change de l'euro, l'évolution des prix relatifs à l'intérieur de la zone euro a pu peser ou au contraire stimuler la croissance. À cet égard, il apparaît que l'Espagne a fortement amélioré sa compétitivité depuis l'éclatement de la crise. Il ressort même que l'appréciation récente de l'euro n'a pas interrompu ce mouvement (graphique 12), à l'inverse de la France qui avait réussi à améliorer sa compétitivité depuis la fin de l'année 2009 et qui a vu la situation se renverser en 2013. La trajectoire récente suivie par l'Allemagne fut assez proche mais il faut néanmoins noter que, depuis la crise, la compétitivité allemande se stabilise. La récession moins forte que dans les autres pays et le taux de chômage bien

16. Voir l'étude spéciale « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? » pour plus de détail.

plus faible ont favorisé une meilleure dynamique des salaires qui devrait en outre se poursuivre avec l'instauration du salaire minimum¹⁷. Toutefois, les niveaux élevés de marge des entreprises allemandes devraient limiter la perte de compétitivité en 2014 et 2015. Enfin, la situation de l'Italie en matière de compétitivité a continué à se dégrader.

Outre le poids du commerce intra-zone, l'impact de l'évolution de la compétitivité dépend du poids des exportations dans le PIB et de l'élasticité-prix des exportations. Si l'Allemagne apparaît comme le pays le plus dépendant du commerce extérieur sur la base du premier argument, elle l'est moins si l'on considère la sensibilité des exportations au taux change effectif réel. La part des exportations dépasse en effet 45 % (en 2013) contre 28 % en France, 29 % en Italie et 34 % en Espagne. Par contre, l'élasticité-prix des exportations est plus faible en Allemagne (0,4) qu'en France et en Italie (0,6) et en Espagne (0,95)¹⁸.

Graphique 11. Taux de change effectifs réels

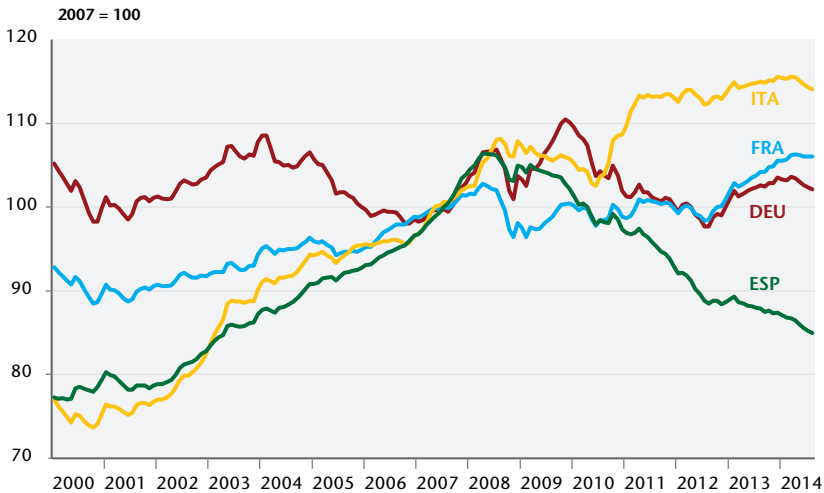


Source : FMI.

17. Voir Chagny et Le Bayon (2014).

18. Voir l'étude spéciale « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? ».

Graphique 12. Taux de change effectifs réels des grands pays de la zone euro

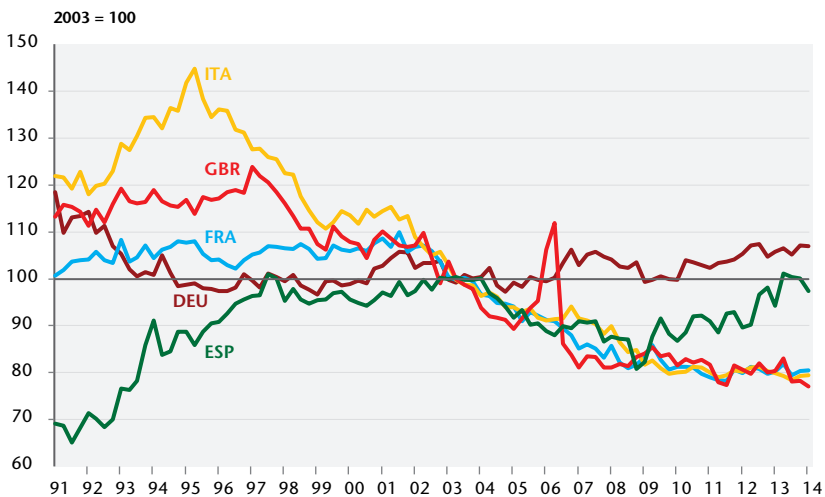


Source : FMI.

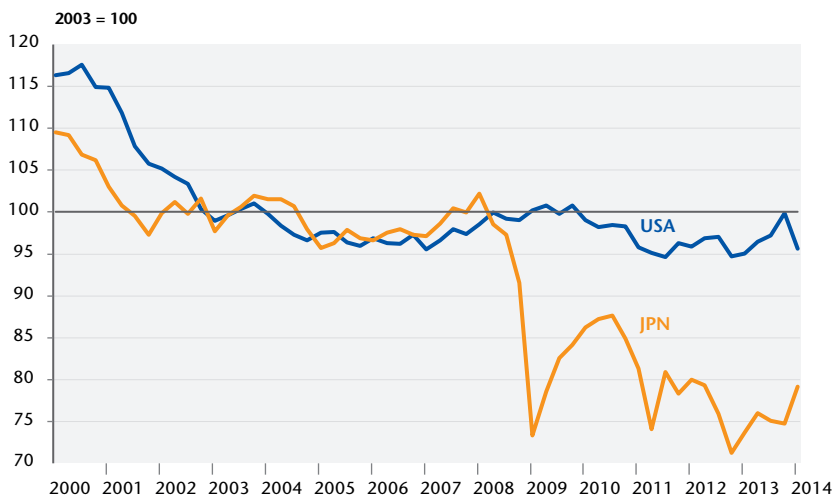
Ces différents facteurs ont influencé la croissance en fin d'année 2013 et ont pu également contribuer au ralentissement observé dans la zone euro au cours du premier semestre 2014. Il faut cependant distinguer l'effet de l'appréciation de l'euro, qui a réduit l'activité toutes choses égales par ailleurs. Pour autant, cet effet a pu être compensé par les gains de compétitivité liés à l'amélioration des coûts unitaires de production dans d'autres pays et notamment l'Espagne où le commerce extérieur est resté un moteur de la croissance en 2013 avec une contribution de 1,6 point à la croissance et une progression des exportations de 4,9 % contre une faible augmentation des importations (de 0,4 %). Cette amélioration de la compétitivité s'est également traduite par des gains de parts de marché à l'exportation (graphique 13) alors que dans le même temps les parts de marché de la France et de l'Italie ont été stables depuis 2011. Dans ces deux pays, les exportations ont ralenti au cours du premier semestre 2014 et la contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative en moyenne. L'effet d'appréciation de l'euro s'est ici cumulé avec les forts gains de compétitivité enregistrés dans d'autres pays de la zone euro et notamment ceux de l'Espagne. Du côté des États-Unis (graphique 14) et du Royaume-Uni, on observe également une stabilité sur la période récente

tandis que la stratégie expansionniste de la Banque du Japon et de dépréciation du yen a permis la remontée des parts de marché.

Graphique 13. Parts de marché à l'exportation des grands pays européens



Graphique 14. Parts de marché à l'exportation des États-Unis et du Japon



L'Allemagne a également gagné en compétitivité depuis 2010 mais la tendance semble s'être interrompue au cours des derniers trimestres laissant présager un effet négatif de l'appréciation de l'euro et des pertes de compétitivité enregistrées vis-à-vis des partenaires européens. Nous anticipons que cet effet devrait se poursuivre en raison de la dynamique des salaires. Pour l'année 2015, nous anticipons un retournement de l'euro après les annonces de nouvelles mesures de la BCE afin de contrer le risque déflationniste. La baisse de l'euro a déjà commencé pendant l'été 2014 et devrait se poursuivre en lien avec l'arrêt du gonflement du bilan de la Réserve fédérale. À l'intérieur de la zone euro, la stratégie espagnole se poursuivra notamment parce que le chômage continuera à alimenter les pressions à la baisse sur les coûts de production. La Allemagne sera également engagée dans cette course à la compétitivité avec la montée en charge progressive du CICE et du Pacte de responsabilité, ce qui permettra une baisse du coût du travail¹⁹. Dans ces conditions, les parts de marché de la Allemagne se stabiliseront, tandis que celles de l'Allemagne se réduiront très légèrement.

3. La possibilité d'une récession liée à la dégradation des bilans (*balance sheet recession*)

Ce panorama de l'environnement économique mondial invite à examiner les performances récentes de la zone euro au-delà des seuls effets des facteurs conjoncturels. L'absence de croissance au premier semestre 2014 témoigne de la vulnérabilité des pays de la zone euro. L'absence de reprise, la chute rapide du taux d'inflation et l'incapacité de la politique monétaire à stimuler le crédit reflètent sans doute un mal plus profond qui n'est pas sans rappeler la situation du Japon au début des années 1990. Sept ans après l'éclatement de la crise financière, le PIB de la zone euro est toujours inférieur de 1,6 % à son niveau d'avant-crise. La croissance moyenne sur la période 2007-2013 est de -0,2 %. À titre de comparaison, le PIB du Japon a cru de 0,5 % en moyenne entre 1992 et 1999, période qualifiée de *décennie perdue*. La zone euro

19. Voir Plane (2012) et Guillou & Trebich (2014) pour des analyses détaillées sur l'impact du CICE sur l'activité et la compétitivité des entreprises françaises.

peut-elle à son tour plonger dans une situation de croissance anémique et de déflation ? Après la crise des *subprimes* et celle des dettes souveraines, le système bancaire reste en effet fragile. Du côté des agents non-financiers (ménages et sociétés non-financières), l'objectif principal reste sans doute le désendettement. Ces deux éléments, fragilité du système bancaire et désendettement des agents non-financiers, renvoient à l'idée de récession par le bilan (*balance sheet recession*) telle que décrite par Koo (2011). Il en résulte une faiblesse de la demande interne et en particulier de l'investissement. Cette situation alimente les pressions déflationnistes qui dégradent à leur tour la situation des agents endettés et rend inopérante la politique monétaire.

La situation des banques de la zone euro n'est pas totalement apurée

La crise financière qui a éclaté pendant l'été 2007 a fortement touché le système bancaire mondial et notamment celui de la zone euro. Aux pertes sur les actifs toxiques se sont ajoutés les effets de la récession et, pour certains pays – notamment l'Irlande ou l'Espagne – les conséquences de l'effondrement du marché immobilier. La fragilisation du système bancaire s'est ensuite accrue avec la crise des dettes souveraines. La chute du prix des obligations publiques grecques, italiennes, portugaises, espagnoles ou irlandaises a affaibli la valeur des actifs détenus par les banques européennes détenant un portefeuille de titres publics. La dégradation des notes souveraines a accru leur exposition au risque les forçant à accélérer les ventes d'actifs publics et amplifiant ainsi la baisse des prix. Une étude de la BRI en septembre 2011²⁰ montrait ainsi que non seulement les banques européennes étaient très exposées au risque souverain de leur propre pays mais également à celui des autres pays de la zone euro en raison d'une intégration croissante du marché obligataire au cours des années 2000. Cette situation a conduit la BCE à proposer des refinancements exceptionnels à très long terme (pour une durée de trois ans) afin d'améliorer la situation financière du système bancaire. Etant donné le rôle des banques dans le financement de l'activité des agents non-financiers, la santé du système bancaire est un élément clé pour

20. Voir Davies and Ng (2011).

accompagner un mouvement de reprise. Ce fut également une dimension importante de la faible croissance du Japon au cours des années 1990. Le gouvernement a tardé à prendre les mesures nécessaires après l'éclatement des bulles boursières immobilières. Pendant cette période de crise bancaire larvée, les banques, qui avaient déjà subi des pertes sur leurs actifs, ont maintenu leur activité de prêt à des agents financiers non solvables (Ueda, 2012). Elles ont donc continué à accumuler des créances douteuses les poussant progressivement vers une situation d'insolvabilité. Pourtant, de 1991 à 1997, les faillites sont rares (Nakaso, 2001) et les autorités ont laissé les problèmes s'accumuler en maintenant des banques insolubles en activité. La confiance s'est progressivement délitée et la qualité de l'intermédiation financière s'est dégradée. Après, la crise asiatique et la hausse de TVA décidée en 1997, le pays plonge en récession en 1998. La confiance s'est détériorée sur le marché interbancaire après la faillite de Sanyo Securities. Le nombre de faillites s'est accéléré brutalement contraignant le gouvernement à intervenir de façon plus significative et plus systématique, notamment après la chute de Long Term Credit Bank of Japan. Plusieurs plans de recapitalisation et de restructuration du système bancaire ont vu le jour ainsi qu'une nouvelle instance en charge de la supervision bancaire et une structure chargée de recapitaliser les banques, créées en 1998. Des nationalisations ont été décidées et une structure de défaisance fut également mise en place afin de résoudre le problème des créances douteuses²¹.

Après les deux crises qui ont frappé le système bancaire de la zone euro, la question de sa santé et de sa capacité à absorber le choc se pose donc avec une forte acuité dans la mesure où une éventuelle fragilité pourrait peser sur leur bilan et leur capacité à distribuer des crédits, contribuant ainsi à freiner le processus de reprise. Or, force est de constater que les créances douteuses ne sont pas complètement apurées du côté des banques (en Espagne, en Italie, voire ailleurs), ce qui freine l'appétence pour le risque des banques et renforce la fragmentation des systèmes bancaires européens dans la mesure où certains pays n'ont pas été frappés par les mêmes chocs ou ont déjà pu les absorber. La persistance de ces

21. Voir Blot, Creel, Riffart et Schweisguth (2009) pour une analyse de la stratégie de sortie de crise.

créances douteuses à un niveau élevé obère la distribution de nouveaux crédits par les banques, malgré la politique monétaire très accommodante de la BCE, et le programme TLTRO.

Pour comparer les montants de créances douteuses entre pays (tableau 5), les données proviennent essentiellement de deux sources : les indicateurs de stabilité financière du FMI et les données bancaires consolidées de la BCE. Or, la définition des « créances douteuses » diffère entre pays (voir S. Barisitz, « Nonperforming Loans in Western Europe – A selective Comparison of countries and national definitions »), car les deux critères essentiels (impayé du principal ou des intérêts de plus de 90 jours et/ou débiteur dans l'incapacité de rembourser ses obligations sans mise en œuvre de garanties) donnent lieu à des interprétations différentes. Ainsi, la Banque d'Italie utilise une définition plus stricte des prêts non-performants, ce qui la conduit à une surestimation (relative), alors que la Finlande, le Portugal ou le Royaume-Uni les sous-estiment. Pour contourner le problème, nous étudions surtout les évolutions des ratios prêts non-performants/total des créances dans les pays de la zone euro, entre 2008 et 2013.

Tableau 5. Évolution des prêts non performants entre 2008-2013, dans quelques pays de la zone euro

	Capital réglementaire/Actif pondéré	Variation en points de %	Prêts non performants/encours de prêts	Variation en points de %
	2013	2008-2013	2013	2008-2013
DEU	19,2	5,6	2,7	-0,2
ESP	13,3	2,0	9,4	6,6
FRA	15,4	4,9	4,5	1,7
GRC	13,5	3,5	31,9	27,2
IRL	20,4	8,4	25,3	23,4
ITA	13,7	3,3	16,5	10,3
NLD	14,9	3,0	3,2	1,5
PRT	13,3	3,9	10,6	7,0

Source : FMI *Financial Soundness Indicators*, octobre 2014.

Si l'Allemagne, les Pays-Bas ou la France se caractérisent par un faible taux des prêts non-performants rapportés à l'encours de créances, on constate que les pays périphériques (Grèce, Chypre,

Irlande, Portugal), ainsi que l'Italie et l'Espagne ont connu une forte progression du taux de créances douteuses. Les bilans bancaires sont donc loin d'être apurés, et les banques sont restées frileuses dans l'attente des résultats de l'examen des actifs bancaires (AQR), annoncés le 26 octobre 2014, et permettant de dresser un état des lieux de la situation des 130 principales banques de la zone euro.

En Irlande, les prêts non-performants représentaient presque 27 % du total des prêts pour les trois principales banques du pays mi-2013. Les difficultés financières des ménages perdurent : les arriérés de paiement sur les prêts hypothécaires atteignent 16,5 % sur les résidences principales en juin 2014, en léger reflux par rapport au point haut de juin 2013 (17 %).

En Grèce, au Portugal, en Espagne et en Italie, on constate que les créances douteuses progressent plus vite pour les entreprises que pour les ménages, signe que les entreprises sont encore dans une santé financière très fragile et que la purge n'est pas terminée. En France, en revanche, les entreprises semblent dans une meilleure santé financière, et le montant des créances douteuses recule de -4,7 % au deuxième trimestre 2014 (glissement annuel). En revanche, sur la même période, la situation des ménages se dégrade, avec une progression de 6,8 % des créances douteuses.

En Grèce, le taux de créances douteuses reste très élevé (31,9 % en 2013). D'après la Banque de Grèce, ce taux atteindrait 33,5 % au premier trimestre 2014, soit 77 milliards d'euros. Plus de la moitié (42 milliards) est le fait des entreprises, suivie par les prêts immobiliers (25 milliards) et les prêts à la consommation (10 milliards). Le taux de prêts non-performants dans le secteur des prêts à la consommation atteint 47,3 % en 2013 (contre 38,8 % en 2012), contre 31,8 % pour les entreprises en 2013 (contre 23,4 % en 2012) et 26,1 % pour les prêts immobiliers (contre 21,4 % en 2012). Dans le cas des prêts immobiliers, la forte progression depuis 2008 est liée à la loi votée en 2010, par laquelle le gouvernement a gelé les saisies sur les résidences ayant une dette hypothécaire de 200 000 euros maximum. La loi a également permis aux propriétaires pouvant régler leurs hypothèques de cesser leurs paiements. Depuis, on va plutôt vers un durcissement de la loi, avec une série d'amendements apportés à la loi de 2010. Depuis janvier 2014, les banques peuvent saisir les biens sauf pour les emprunteurs ayant

fait une demande de restructuration de leurs prêts. Le texte amendé ne protège plus que les résidences d'un montant inférieur ou égal à 200 000 euros si le revenu net du ménage est inférieur à 35 000 euros annuels et si le ménage utilise au moins 10 % de son revenu annuel net pour rembourser son hypothèque. En août 2014, la Banque de Grèce a adopté un nouveau code de conduite destiné à résoudre les problèmes de prêts non-performants pour les ménages, *via* des rééchelonnements, des facilités de paiement, et, en cas de non-coopération, des possibilités de saisies de biens.

En Espagne, le ratio des prêts non-performants sur le total des prêts a progressé de 14,1 % en décembre 2013. Les prêts non-performants ont progressé davantage pour les entreprises que pour les ménages (d'après la Banque d'Espagne). Les prêts non-performants au secteur privé résident ont crû de 21,1% entre février 2013 et février 2014. Les prêts non-performants ont davantage augmenté pour les ménages (34,6 % entre décembre 2012 et décembre 2013) que pour les SNF (13,1 %). Cependant, si on exclut les entreprises de construction et d'immobilier, qui ont transféré de nombreux actifs à SAREB (structure de défaillance espagnole), le taux de croissance des prêts non-performants est comparable entre ménages et entreprises, pour lesquelles il atteint alors 33,5 %. Au sein des ménages, c'est surtout l'achat de logement qui a conduit à la forte hausse des créances douteuses (+43 % entre décembre 2012 et décembre 2013).

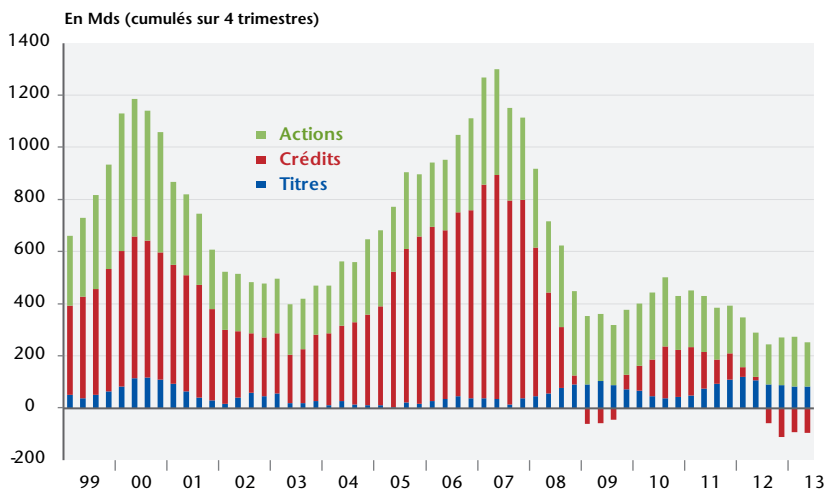
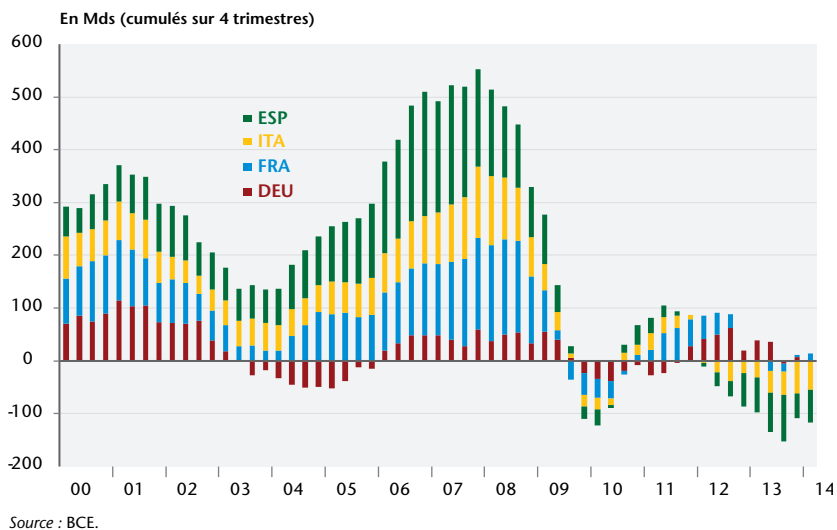
En Italie, d'après les données nationales, les prêts non-performants représentent 10,6 % de l'encours de prêts et 70 % de ces prêts sont le fait des entreprises. Depuis novembre 2008, le montant des créances douteuses a été multiplié par 4, alors que l'encours de créances a stagné. Même si le taux de créances douteuses progresse toutes catégories confondues, ce sont les sociétés non-financières qui connaissent la progression la plus rapide, avec une hausse moyenne annuelle de 30 % du taux de créances douteuses sur 2008-2014, contre 14 % pour les entreprises individuelles et 16 % pour les ménages. Ainsi, en août 2014, le taux de créances douteuses atteint 15 % pour les entreprises et pour les entreprises individuelles²².

22. Source : Banque d'Italie, calculs OFCE.

Au Portugal, on constate également une progression des créances douteuses, plus marquée pour les entreprises que pour les ménages. D'après la Banque du Portugal, en juillet 2014, le taux de créances douteuses atteint 4,5 % pour les ménages et 15,5 % pour les entreprises, avec une progression en glissement annuel de 6 % pour les ménages et 20 % pour les entreprises.

Les difficultés des PME se reflètent dans le montant des créances douteuses, mais également dans les difficultés auxquelles elles font face pour obtenir des financements. Ainsi, l'enquête SAFE menée par la BCE entre octobre 2013 et mars 2014 montre que pour l'accès au financement, les PME continuent à se heurter à de grandes difficultés en Grèce (où 66 % des PME évoquent de grandes difficultés), Italie (52 % des PME), Espagne (45 % des PME) et Portugal (43 % des PME). La France est en position intermédiaire (38 % des PME). Au contraire, aux Pays-Bas, en Autriche et en Allemagne, l'accès au financement est plus aisé (autour de 30 % des PME évoquent de grandes difficultés).

Ces difficultés sont confirmées par la baisse des flux de financement de crédit des SNF qui sont désormais négatifs (graphique 15). En parallèle, les émissions de titres de dette sur les marchés ont augmenté mais elles sont loin de compenser la baisse des crédits bancaires. De plus, les financements par actions ont également reculé si bien que l'ensemble des flux de financement des SNF de la zone euro est inférieur au creux observé en 2003. Il s'agit-là d'ailleurs d'un élément témoignant que les effets d'offre ne sont pas la seule source de la baisse du crédit. En effet, lorsque les problèmes se concentrent sur les banques, les agents non-financiers maintiennent, voire augmentent, les sources de financement alternatives. La décomposition géographique sur les 4 plus grands pays de la zone euro montre que cette réduction des flux de crédit se concentre particulièrement sur l'Italie et l'Espagne (graphique 16). Ceux-ci sont en effet négatifs depuis le début de l'année 2012. Surtout, ils sont loin d'être compensés par une activité de crédit plus dynamique en Allemagne alors que dans le même temps la croissance allemande a été bien plus forte que celle de ces deux pays d'Europe du Sud. En fait, les nouveaux flux de crédit ont été plus importants en France au cours du troisième trimestre 2013 et du premier trimestre 2014. Il faut cependant noter que ce n'était pas le cas en 2011 et 2012.

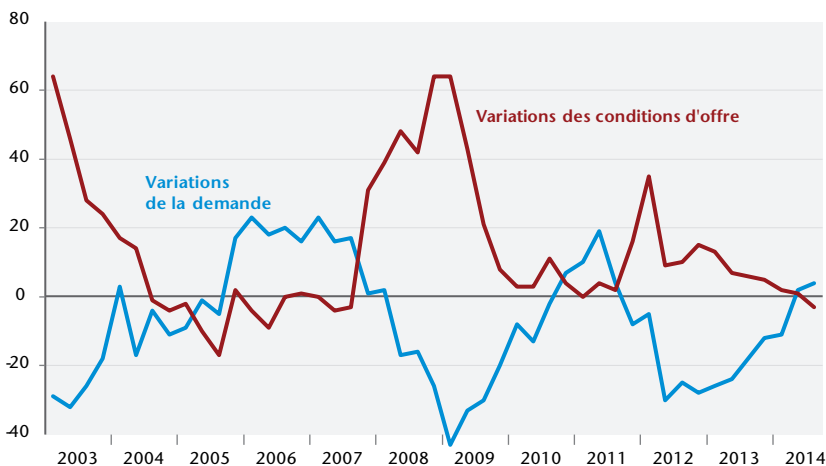
Graphique 15. Flux de financement au passif des SNF de la zone euro**Graphique 16. Flux de crédits au passif des SNF des pays de la zone euro**

Le désendettement des agents non-financiers ne fait que commencer

La faible dynamique du crédit dans la zone euro n'est cependant pas uniquement liée à la situation des banques entraînant une

restriction du crédit. Les enquêtes sur la distribution²³ de crédit dans la zone euro indiquent notamment que les facteurs de demande ont au moins été aussi importants que les facteurs d'offre sur la période récente (graphique 17). La demande de crédit est donc atone dans la zone euro, à la fois parce que l'activité économique est faible mais aussi parce que la situation financière des agents non-financiers s'est dégradée, amplifiant ainsi la baisse du crédit. En effet, les entreprises ou les ménages, soit parce qu'ils subissent une érosion de leur revenu ou de leur profitabilité, soit par qu'ils ne sont plus en mesure d'offrir des garanties suffisantes, voient leur accessibilité au financement externe se réduire. Le coût du financement externe devient plus onéreux, qu'il soit bancaire ou de marché. En pratique, les entreprises vont-elles-même réduire leur demande de financement parce qu'elles savent que leur situation s'est dégradée et qu'elles ne peuvent donc pas prétendre à des conditions de financement intéressantes. Dès lors, il est délicat de distinguer précisément ce qui relève des conditions d'offre ou de demande de crédit. En effet, du point de vue des banques, le refus

Graphique 17. Enquête sur les conditions de crédit aux SNF de la zone euro



Note : Les courbes sont exprimées en pourcentage net. Pour les conditions d'offre, il s'agit de la différence entre les établissements qui ont durci leurs conditions et ceux qui les ont assouplies. Pour la demande, il s'agit de l'écart entre les établissements déclarant une hausse de la demande et ceux déclarant une baisse de la demande.

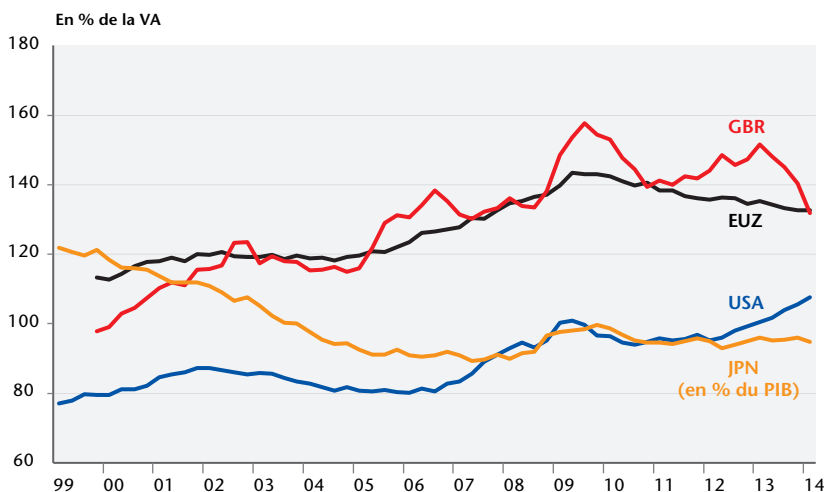
Source : BCE (Bank Lending Survey)

23. Il s'agit pour la zone euro de l'enquête du *Bank lending survey*, réalisée par la BCE auprès des banques des pays de la zone euro.

de l'accès au crédit peut refléter cette dégradation de la qualité moyenne des emprunteurs alors que l'emprunteur peut lui considérer que l'offre de crédit a été rationnée s'il s'est vu refuser une demande de financement.

La baisse de la demande de financement externe s'appuie sur la dégradation des bilans des agents non-financiers et les contraintes réelles ou implicites que ces modifications de bilan induisent. Pour autant, sur le plan macroéconomique, ces effets sont difficiles à mettre en évidence, notamment parce que les indicateurs macroéconomiques ne permettent pas forcément de capter des dynamiques d'entreprises qui peuvent être très hétérogènes. Dans ces conditions, certains agents non-financiers peuvent être amenés à privilégier le désendettement tandis que d'autres ne sont pas contraints. Koo (2011) caractérise ce type de problème en le qualifiant de *balance sheet recession*, précisant qu'en cas de dégradation de leur bilan, les agents non-financiers ne visent plus la maximisation de leur profit mais la réduction de leur dette. La dynamique de la dette des entreprises et des ménages peut donc donner un premier éclairage sur les comportements récents des agents non-financiers dans la zone euro. La dette des sociétés non-financières, exprimée en pourcentage de la valeur ajoutée, avait augmenté de près de 40 points dans la zone euro entre 2005 et 2009 (graphique 18). Un mouvement assez similaire fut observé pour les États-Unis et pour le Royaume-Uni. On note depuis que le

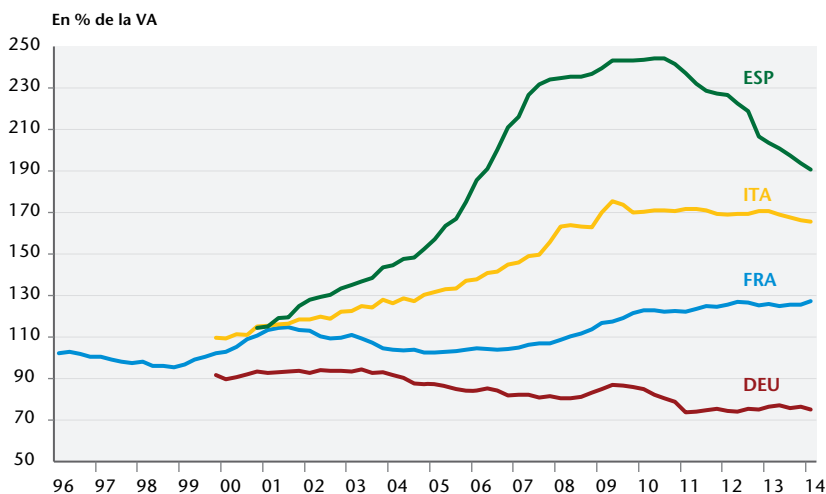
Graphique 18. Dette des Sociétés non financières (SNF)



Source : Banque de France.

processus de désendettement s'est amorcé, notamment en Europe. Pour la zone euro, la réduction de la dette des entreprises est particulièrement marquée en Espagne, mais moindre en Allemagne ou en Italie, alors qu'en France, l'endettement des entreprises s'est stabilisé autour de 127 % de la valeur ajoutée (graphique 19). Aux États-Unis, après une baisse de l'endettement en 2009-2010, celui-ci est reparti à la hausse dépassant de nouveau le pic atteint en 2009. S'il n'existe pas de cible explicite en matière de dette privée, la logique de désendettement observée dans la zone euro indique bien que les entreprises sont moins enclines à prendre des risques ou qu'elles préfèrent recourir à l'autofinancement. L'attitude par rapport au risque pris par les entreprises peut également être mesurée par le levier²⁴.

Graphique 19. Dette des SNF de la zone euro



Source : Banque de France.

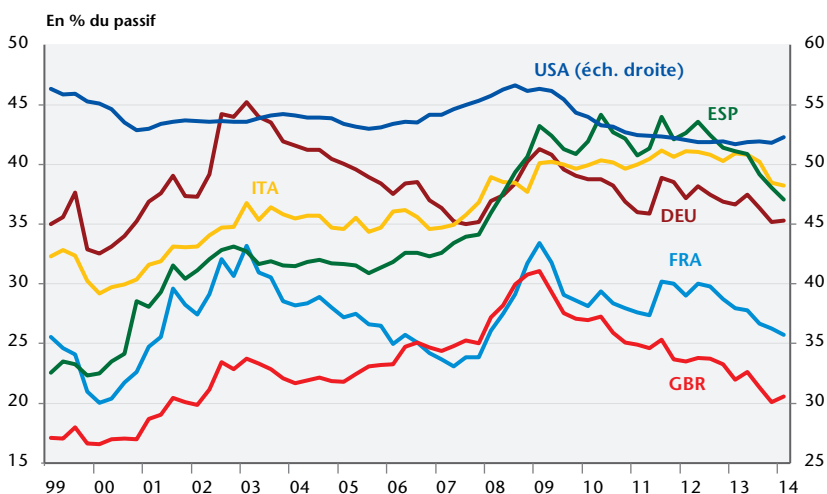
Le graphique 20 illustre ce comportement en rapportant l'ensemble des dettes (bancaires et de marché) au total du passif²⁵. Le risque pris par les SNF des 4 grands pays de la zone euro baisse depuis 2012. Il ressort donc que la période récente témoigne de la

24. Le levier financier se définit comme le ratio entre l'endettement net et les capitaux propres. Il mesure donc le risque financier.

25. La mesure ainsi adoptée n'est pas strictement équivalente à la définition généralement retenue (cf. supra). Il s'agit donc d'une proxy qui peut être calculée à partir de données comparables entre les pays.

volonté des entreprises de la zone euro à réduire leur endettement et leur exposition au risque. Il faut cependant noter qu'il existe une forte hétérogénéité du niveau de risque pris par les sociétés non-financières dans les différents pays. De fait, aucune cible de référence ne permet de déterminer la durée du processus de désendettement. Il reste que ces éléments contribuent sans aucun doute au ralentissement de l'investissement et peuvent freiner le rythme de croissance dans les prochains trimestres si le mouvement devait se poursuivre. À cet égard, la dynamique observée au Japon de la fin des années 1990 jusqu'en 2008 rappelle que ce type de processus peut être long.

Graphique 20. Levier des SNF



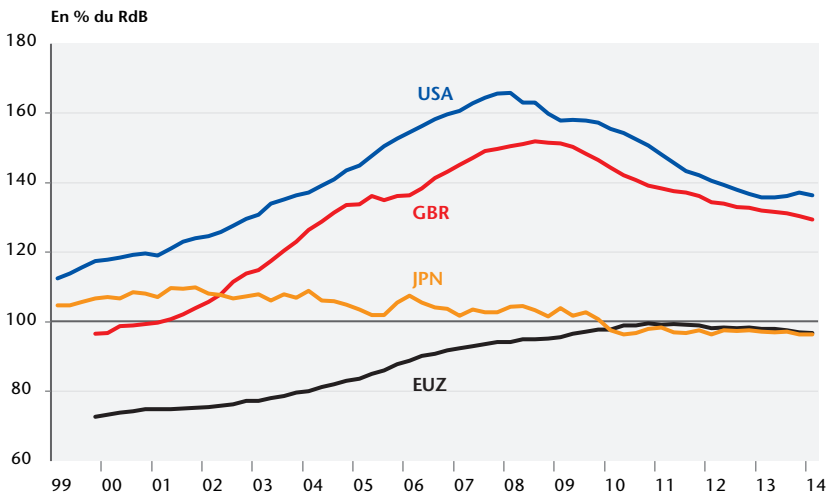
Note : Le levier est ici mesuré comme la part des dettes (bancaires et de marché) sur le passif total des entreprises non-financières.

Source : BCE.

Du côté des ménages, le désendettement a été très net au Royaume-Uni et aux États-Unis alors qu'il reste limité pour la zone euro dans son ensemble (graphique 21). On retrouve une distinction entre les pays assez proches de celle faite pour les entreprises, à savoir que les ménages espagnols ont déjà réduit leur dette alors que celle-ci a progressé en France et qu'elle tend à se stabiliser en Italie (graphique 22). Du côté de l'Allemagne, il y a un fort décalage en lien avec le cycle immobilier puisque les prix ont très peu augmenté depuis le milieu des années 1990. La dynamique relative de la richesse immobilière et de la dette des ménages peut

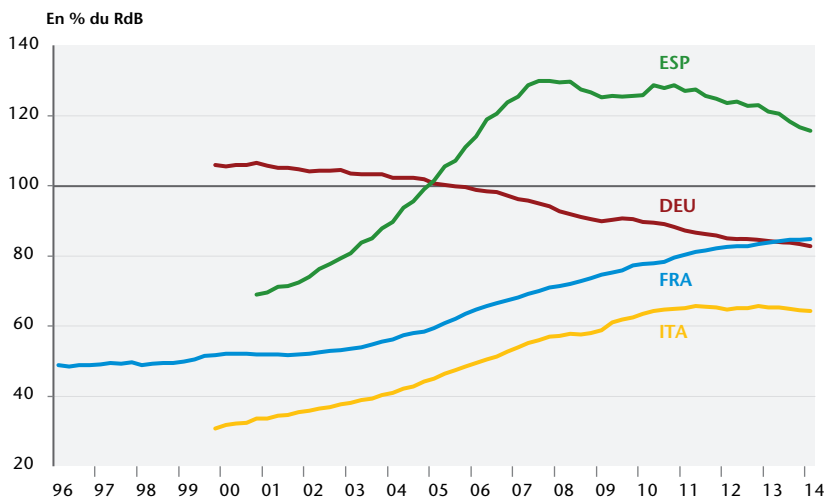
d'ailleurs être un puissant vecteur contribuant à la dégradation de la situation financière et pesant par ce biais sur la demande intérieure. Ainsi, les ménages endettés, dont la valeur du patrimoine est réduite en cas de baisse des prix, peuvent se retrouver contraints financièrement. C'est notamment vrai aux États-Unis où le mécanisme d'extraction hypothécaire permet d'accroître l'endettement lorsque la valeur du patrimoine augmente. Inversement, en cas de baisse de la richesse, les ménages subissent une contrainte de liquidité qui peut peser sur la consommation. Dans le cas du Japon, Horioka (2006) suggère également que la baisse de la richesse des ménages (richesse immobilière et richesse financière) a contribué à la stagnation de la consommation et donc à la faible croissance économique observée pendant les années 1990. En Europe, les possibilités de faire de l'extraction hypothécaire sont inexistantes si bien que les effets de richesse sont le plus souvent limités. Néanmoins, la contrainte de désendettement peut être significative, notamment pour certaines catégories de ménage (voir encadré 1), ce dont peuvent difficilement rendre compte les indicateurs macroéconomiques.

Graphique 21. Endettement des ménages



Source : Banque de France.

Graphique 22. Endettement des ménages de la zone euro



Source : Banque de France.

Encadré 1. Ce que disent les données agrégées et ce que montrent les enquêtes : le cas des États-Unis

Avec la reprise économique engagée en 2010 et après de 8 années d'effort ininterrompu de désendettement, la situation patrimoniale des ménages américains, nette de leurs engagements financiers a recommencé à s'améliorer en 2013. Le taux d'endettement global est désormais proche de son niveau de 2003, avant la dérive financière liée à la diffusion des crédits *subprime*, et si l'on prend en compte la valorisation des actifs, la richesse nette totale est revenue à ses plus hauts historiques (6,3 fois le revenu des ménages au milieu de l'année 2014, pour une moyenne de très long terme à 5,3 fois).

Ces données, issues des *Flows of Funds* de la Réserve fédérale, montrent une situation où, au niveau agrégé, l'ajustement du bilan des ménages touche à sa fin, et où la contrainte qui pesait sur la reprise d'un nouveau cycle d'endettement, et donc sur le raffermissement de la croissance, est en passe d'être levée. Mais la réalité est plus complexe car la montée des inégalités depuis la reprise aux États-Unis fait qu'une grande partie de la population reste toujours en proie aux déséquilibres passés et ne peut accéder au marché du crédit. L'ajustement des bilans n'est pas fini pour une grande partie de la population.

La publication en septembre dernier du *Survey 2013 of Consumer Finances* nous donne des informations clés sur la façon dont ces ajustements ont eu lieu et comment, derrière les données agrégées, les disparités entre les ménages se sont accrues au cours de cette reprise.

Comment la crise a affecté le bilan des ménages (Enquête triennale, comparaison avec le *Survey 2010*).

Cette enquête nous apprend qu'entre 2010 et 2013 :

– La richesse nette médiane de l'ensemble des ménages a baissé de 2 % à 81 200 dollars tandis que la valeur moyenne de la richesse est restée inchangée à 534 600 dollars (contrairement à ce qui s'était passé entre 2007 et 2010 où l'on observait une forte baisse des deux à la suite de la chute des prix des actifs financiers et immobiliers).

– Si les ménages les plus riches en termes de patrimoine ont connu des hausses de leur revenu, tant en valeur médiane qu'en moyenne (5 % et 13 % respectivement pour les 10 % les plus riches), le reste de la population a enregistré des baisses de revenu (-7 % et -10 % respectivement pour notamment les 25 % les plus pauvres).

– La plus forte baisse de la valeur médiane (-11 % à 21,2 millions de dollars) que de la valeur moyenne (-3 % à 270,1 millions) vient du fait que la perte de la valeur des actifs s'est répartie inégalement selon les ménages et les types d'actifs.

– On a une concentration forte et croissante de la détention d'actif financiers (hors comptes de transactions). Le dernier décile détient à 92,1 % des actions (après 88,1 % en 2010) pour une valeur moyenne de 969 millions de dollars tandis que la moitié des ménages aux plus bas revenus en détient à peine plus de 25 % pour une valeur moyenne de 53,6 millions de dollars.

– La valeur médiane des obligations détenues par seulement 1,4 % des ménages a baissé de 36 % à 94,5 millions de dollars et la valeur moyenne de 12 % à 581,7 millions de dollars.

– La valeur médiane des actions détenues par les 13,8 % des ménages les plus riches a progressé de 26 % à 27 millions de dollars et la valeur moyenne progressait de 31 % à 294,3 millions de dollars.

– La valeur médiane des Fonds communs de placement détenus par les 8,2 % des ménages les plus riches a baissé de 7 % à 80 millions de dollars mais la valeur moyenne progressait de 11 % à 462,9 millions de dollars.

– Concernant le patrimoine non-financier, la part des ménages propriétaires de son logement est passée de 67,3 à 65,2 %. Les valeurs médiane et moyenne ont baissé entre les deux années (de -7 % pour la valeur médiane à 170 millions, et -6 % pour la valeur moyenne), malgré la reprise des prix de l'immobilier et la stagnation des prix réels.

– La plus grande richesse non-financière des ménages est leur patrimoine immobilier : 65,2 % des ménages sont propriétaires de leur logement en 2013. Or, 49,2 % des ménages dont le revenu est inférieur au revenu médian sont propriétaires de leur logement tandis que 93,5 % de ceux du plus haut décile le sont. Cette part a baissé pour tous les ménages, à l'exception de ce dernier groupe qui lui voyait sa part

augmenter. Enfin, ce sont les ménages aux plus bas revenus qui ont continué d'enregistrer la plus forte baisse de la valeur de leur patrimoine immobilier entre 2010 et 2013 à 92,4 millions de dollars (-11 %)

Entre 2010 et 2013, la dette totale des ménages, rapportée au revenu et à l'actif des ménages, ainsi que le service de la dette rapporté au revenu ont baissé. Pour autant, là aussi, les inégalités se sont accrues :

– Ainsi, la valeur médiane du ratio dette / actifs des ménages endettés reste très supérieure à ce qu'elle était en 2007 (38,6 contre 41,3 en 2010 et 34,8 en 2007). Mais rapportés au revenu, la dette et son service sont revenus à des niveaux équivalents, voire inférieurs à ceux d'avant-crise, et la part des ménages ayant une charge financière supérieure à 40 % de leur revenu (soit 8,2 % des ménages) est à son plus bas niveau depuis l'enquête de 2001.

– Les contraintes de crédits demeurent néanmoins importantes. La part des ménages qui se refusent à faire une demande de crédit par crainte d'un refus continue à augmenter (19 % en 2013 contre 18,5 % en 2010 et 15,3 en 2007). De même, le nombre de ménages ayant recouru à un prêt sur salaires a continué d'augmenter (à 4,2 %) et l'usage de la carte de crédit pour reporter les débits ne cesse d'augmenter.

En résumé, les familles aux plus bas revenus ont vu un recul substantiel continu de leur richesse nette entre 2010 et 2013, tandis que les plus riches (et notamment ceux du dernier décile) ont vu leur richesse progresser par le biais principalement de leurs actifs financiers. Au final, cette situation pèse sur la capacité d'épargne et d'emprunt des ménages. Entre 2010 et 2013, la proportion de famille qui a épargné a légèrement augmenté mais reste inférieure à 2007 (56,4 %). En 2013, 82,4 % des familles du dernier décile épargnaient légèrement plus qu'en 2010 et autant qu'en 2007. Ce comportement d'épargne s'est également accru pour les familles du 5 au 8^{ie} décile mais sans retrouver le niveau d'avant-crise. Par contre, les 50 % des familles aux plus bas revenus continuent de voir leur capacité d'épargne se réduire : 40,2 % pour les 5 premiers déciles de familles.

Tableau 6. Revenus médians et moyens des ménages américains selon le niveau de richesse

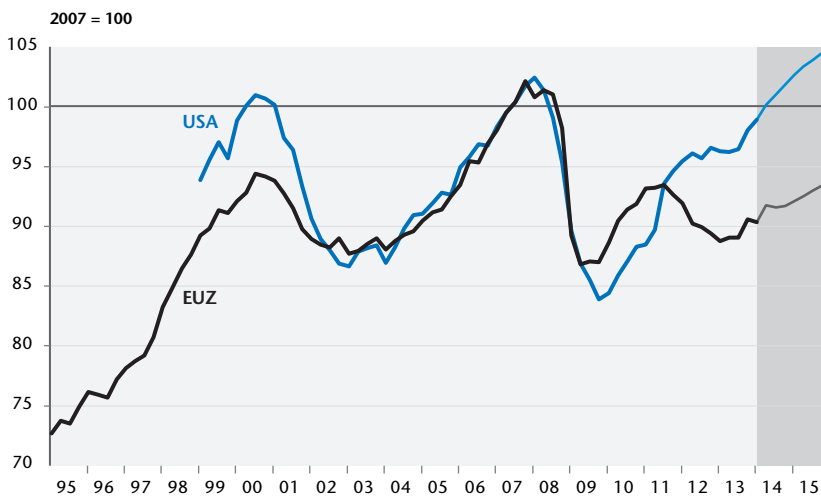
Milliers \$ 2013	Revenu médian			Revenu moyen		
	2010	2013	%	2010	2013	%
Total	49,0	46,7	-5	84,1	87,2	4
<i>Distribution selon le niveau de richesse nette :</i>						
Moins de 25 %	25,4	23,7	-7	35,0	31,4	-10
25 - 49,9	40,6	38,6	-5	48,8	46,9	-4
50 - 74,9	58,8	55,8	-5	67,8	65,8	-3
75 - 89,9	79,9	87,5	10	95,4	100	5
90-100	174,9	183,4	5	319,2	361,2	13

Source : *Changes in US Family Finances from 2010 to 2013 : Evidence from the Survey of Consumer Finances*, septembre 2014, 100(4).

Les caractéristiques d'une *balance sheet recession*

Ces différents éléments ont sans doute pesé sur la situation économique de la zone euro s'ajoutant ainsi aux effets des politiques budgétaires d'austérité menées depuis 2010 et qui ont de nouveau conduit de nombreux pays de la zone euro en récession. Avec la réduction des plans de consolidation, la croissance reste entravée par les contraintes de désendettement et continueraient donc à obérer les perspectives de croissance à court terme. De ce point de vue, la situation semble globalement meilleure outre-Atlantique car le processus de désendettement y a été plus rapide et l'apurement du marché immobilier y est sans doute terminé, même s'il est prématuré d'anticiper une reprise soutenue comme le rappelle l'absence de reprise des mises en chantier aux États-Unis. Du point de vue des entreprises, cet ajustement plus rapide contribue sans doute à expliquer la reprise bien plus nette de l'investissement productif (graphique 23). Pour la zone euro, la crainte d'un scénario à la japonaise ne peut être écartée (voir encadré 2). Après avoir fortement augmenté à la fin des années 1980, le taux d'investissement des sociétés non-financières japonaises est passé d'un pic à 17 % à 13 % à la fin de l'année 1993. Il n'a depuis pas retrouvé le pic d'avant-crise, remontant légèrement avant la crise asiatique, puis entre 2002 et 2007 mais sans qu'une réelle dynamique de reprise de l'investissement ne soit enclenchée.

Graphique 23. Taux d'investissement productif aux États-Unis et dans la zone euro



Source : Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Comptes nationaux, Prévisions OFCE octobre 2014.

Un scénario assez proche se profile dans la zone euro. L'investissement total croîtrait de 1,2 % en 2014 et accélérerait ensuite pour progresser de 2,1 % en 2015. Comparativement, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'investissement augmenterait de respectivement 5,4 et 8,1 % en 2014. S'il faut souligner que le dynamisme de l'investissement britannique devrait aussi s'appuyer sur l'investissement-logement, la divergence sur l'investissement productif devrait s'accroître puisqu'il augmenterait de 7,8 % au Royaume-Uni, de 6,1 % aux États-Unis mais de 3 % dans la zone euro.

Du côté de l'investissement-logement des ménages américains, la reprise observée en 2012 et 2013 s'essoufflerait en lien avec la remontée des taux hypothécaires depuis le printemps 2013²⁶. Nous anticipons une croissance de 2,5 % en 2014, performance bien inférieure à celle que devrait enregistrer le Royaume-Uni puisque la hausse de l'investissement-logement dépasserait 13 %. L'ajustement à la baisse se poursuivrait dans la zone euro, notamment en France et en Espagne. Après une baisse de 2,4 % au deuxième trimestre 2014, l'investissement-logement reculerait à nouveau de 0,3 puis de 0,2 % au cours des derniers trimestres 2014.

Encadré 2. La situation de la zone euro rappelle-t-elle celle du Japon au cours des années 1990 ?

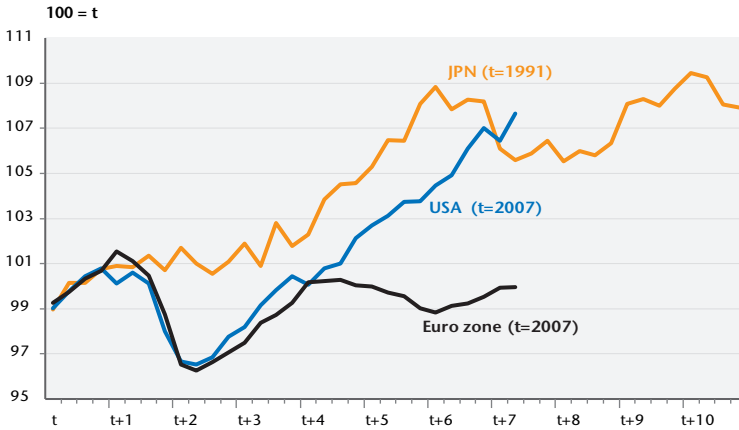
Au cours des années 1990, la croissance du Japon fut bien plus faible que celle des autres pays industrialisés. Cette situation a résulté de l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier et sur le marché immobilier. Il s'en est suivi une crise bancaire latente jusqu'en 1998. Richard Koo (2011) suggère que cette période est caractéristique d'une *balance sheet recession*, débouchant sur un processus déflationniste amplifiant les contraintes de désendettement. La dynamique de quelques indicateurs macroéconomiques permet de voir dans quelle mesure l'évolution récente peut sembler inquiétante ou non au regard de la situation du Japon pendant les années 1990.

Le PIB de la zone euro (base 100 en 2007) est aujourd'hui bien inférieur au PIB japonais sept ans après le début de la crise en 1991 alors même que l'économie japonaise était touchée par la crise asiatique et tombait de nouveau en récession en 1997-1998 (graphique 24). Comparativement, les États-Unis semblent aujourd'hui faire aussi bien que le

26. Ceux-ci ont rebaissé ensuite mais sont restés supérieurs de 0,8 point au plancher atteint en fin d'année 2012.

Japon. Ceci pourrait être inquiétant au premier abord mais il faut cependant noter que la dynamique de l'activité aux États-Unis est bien plus favorable. Seul un sérieux coup de frein sur la croissance, que nous n'anticipons pas, pourrait révéler la pertinence d'une comparaison avec le Japon en 1998.

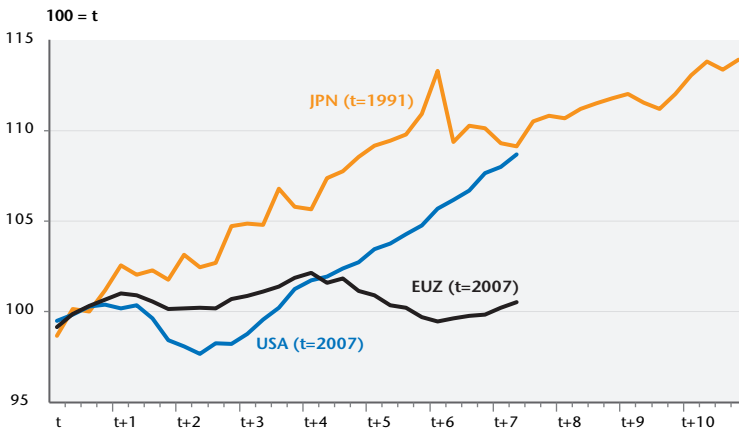
Graphique 24. Comparaison du PIB



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau.

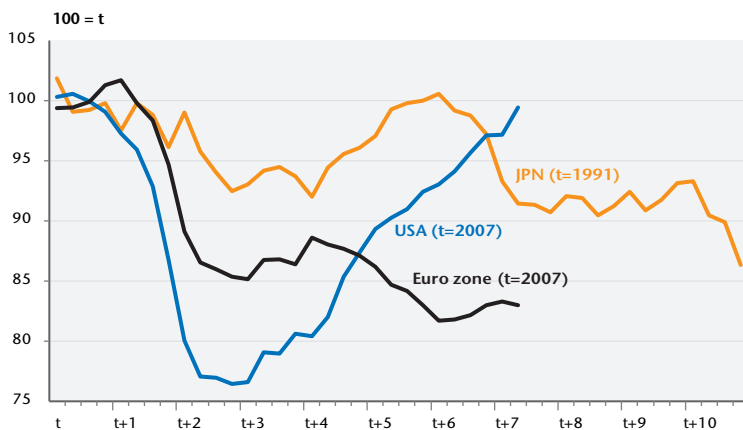
L'analyse des principales composantes du PIB ne modifie pas le constat dressé précédemment. Pour la consommation des ménages (graphique 25), l'investissement total (graphique 26) ou les exportations (graphique 27), la situation de la zone euro semble aujourd'hui relativement plus dégradée que celle du Japon sept ans après le début de la crise. Aux États-Unis, les positions sont plus comparables en niveau mais la dynamique de croissance est plus favorable outre-Atlantique qu'au Japon.

Graphique 25. Comparaison de la consommation des ménages



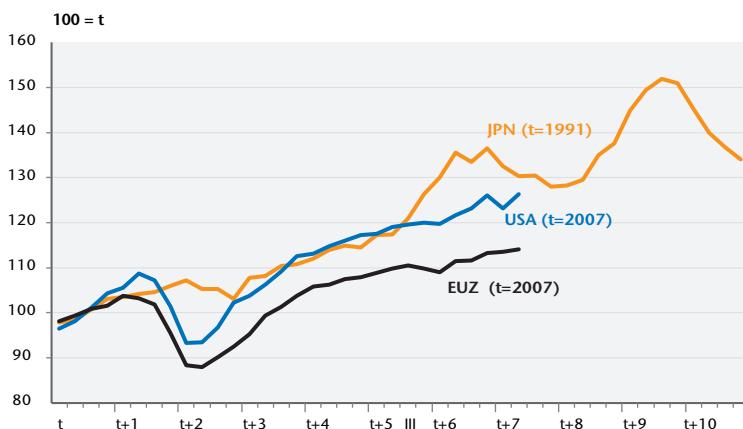
Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau

Graphique 26. Comparaison de la formation brute de capital fixe



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau.

Graphique 27. Comparaison des exportations



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau.

Ainsi, quelle que soit l'origine des contraintes financières pesant sur les agents non-financiers, elles affecteront négativement les perspectives de croissance dans la zone euro. Dans ce contexte, le soutien de la politique monétaire aux conditions de crédit est essentiel, même s'il ne peut suffire pour stimuler efficacement la demande. Une analyse menée sur des données espagnoles bancaires et de firmes²⁷ montre que la probabilité d'obtenir un crédit s'accroît

27. Voir Jiménez, Ongena, Peydro & Saurina (2012).

lorsque le taux d'intérêt directeur de la BCE baisse. En même temps, cette même probabilité baisse lorsque la croissance du PIB est plus faible. Ces effets sont d'autant plus forts que les banques sont fragiles, la fragilité des banques étant soit mesurée par leur capitalisation, soit par leur liquidité. Ainsi, l'assouplissement mis en œuvre par la BCE permettrait bien de réduire les contraintes de crédit dans la zone euro, en particulier pour les banques les plus fragiles. Au-delà de la politique de taux, les effets des mesures non-conventionnelles de politique monétaire sur les taux d'intérêt bancaires ou sur les volumes de crédit octroyés sont plus incertains (voir Creel, Hubert et Viennot, 2013). De fait, dans un environnement marqué par la volonté des agents non-financiers de se désendetter, le rôle des banques centrales se borne sans doute principalement à maintenir des conditions de financement avantageuses. Le maintien des taux d'intérêt directeurs à un niveau faible ainsi que les opérations d'achat d'actifs permettant de faire baisser les prix d'actifs contribuent à améliorer le bilan des agents non-financiers et stimulent les dépenses des agents non-contraints mais ne desserrent que marginalement les contraintes financières qui pèsent sur les ménages ou les entreprises qui doivent se désendetter.

Il reste toutefois que l'impact de la politique monétaire pourrait également transiter par le taux de change, ce qui stimulerait alors la compétitivité et le commerce extérieur. Nous intégrons cette hypothèse dans notre scénario de croissance dans la mesure où la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre vont atténuer leur soutien à l'activité *via* les mesures non conventionnelles alors que celui de la BCE va s'accroître avec la mise en place du TLRO (*targeted long-term refinancing operation*²⁸).

4. Risque maximal de déflation

Lors de sa conférence de presse du 4 septembre dernier, Mario Draghi, Président de la Banque centrale européenne rappelait que le haut niveau du taux de chômage et de l'écart de production allaient de pair avec la déflation salariale, soulignant en particulier que le salaire réel des personnes entrant sur le marché du travail était dans certains pays revenu à son niveau des années 1980²⁹.

28. Voir l'étude spéciale consacrée à la politique monétaire pour plus de détails.

Cette situation décrite par M. Draghi est l'aboutissement d'un processus dont les fondations se sont construites avec l'entrée dans la crise en 2007.

La survenue d'une récession, d'ampleur inégalée depuis la Grande crise des années 1930, a en effet fait ressurgir des craintes que l'on croyait oubliées. Parmi elles, le risque d'une entrée en déflation des économies a été pointé dès 2009. De fait, l'enchaînement récessif à l'œuvre en 2008 et 2009 était de nature à activer des mécanismes déjà observés en pareille situation, comme lors de la Grande Dépression ou de la crise japonaise des années 1990. La paralysie des canaux de financement de l'économie, point d'entrée dans la crise, s'est transmise à l'activité par le gel du crédit en premier lieu, puis par les effets de richesse résultant de la chute du prix des actifs mobiliers et immobiliers. Le gel du crédit a asséché la dépense privée, notamment l'investissement, et la dévalorisation des patrimoines a fait jouer l'effet de richesse à rebours. Tous les pays développés ont subi un retournement de leurs demandes intérieures et extérieures dès le premier semestre 2008 qui a pris un tour dramatique dans la seconde moitié de l'année et au premier semestre 2009 avec une chute d'activité inégalée sur la période de l'après-guerre.

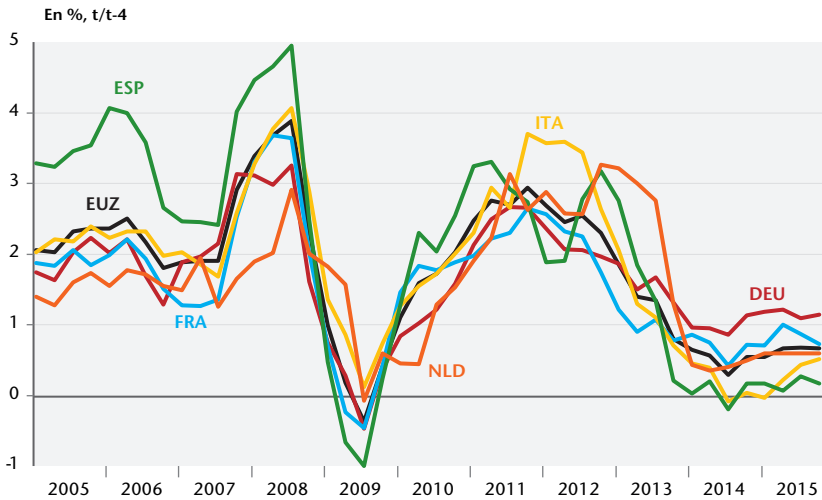
Tous les ingrédients pour le déroulement d'un scénario déflationniste étaient dès lors réunis. Le choc initial a provoqué une récession qui s'est transmise aux prix (graphique 28) : le relâchement brutal des tensions sur les appareils productifs et la hausse des taux de chômage portaient un sévère coup de frein à l'évolution des prix, amplifié par le retournement du marché des matières premières, en particulier celui du pétrole. Au final, à la mi-2009, plus aucun pays de la zone n'affichait une inflation positive. La zone euro était sur le fil du rasoir.

Pourtant, malgré la violence du choc et la chute de l'activité, le scénario déflationniste ne s'est pas enclenché immédiatement en 2009. D'une part, malgré les pertes d'emplois et la hausse du chômage, les entreprises ont accepté des pertes de productivité qui

29. "We've seen high unemployment, in some countries the highest in history, low growth for many years, a level of growth and production which is, in some countries, distant from what it was in 2007. In some countries the real wages of new entrants in the labour market are at the levels seen at the end of the 80s, previous century 80s."

ont évité une dégradation plus prononcée du marché du travail. D'autre part, conscientes du risque de développements incontrôlables de la situation, les gouvernements et les banques centrales ont rapidement réagi en mobilisant les leviers de politique économique ; dans un premier temps, la politique budgétaire avec la mise en place de plans de relance coordonnés, et la politique monétaire avec la baisse des taux d'intérêt, la garantie de liquidité du système financier et dans un second temps les mesures non-conventionnelles. Enfin malgré le choc de 2008-2009, les anticipations d'inflation sont restées positives, ce qui a évité le déclenchement d'un mécanisme de déflation par la dette du type de celui décrit dans l'encadré suivant.

Graphique 28. Taux d'inflation dans la zone euro

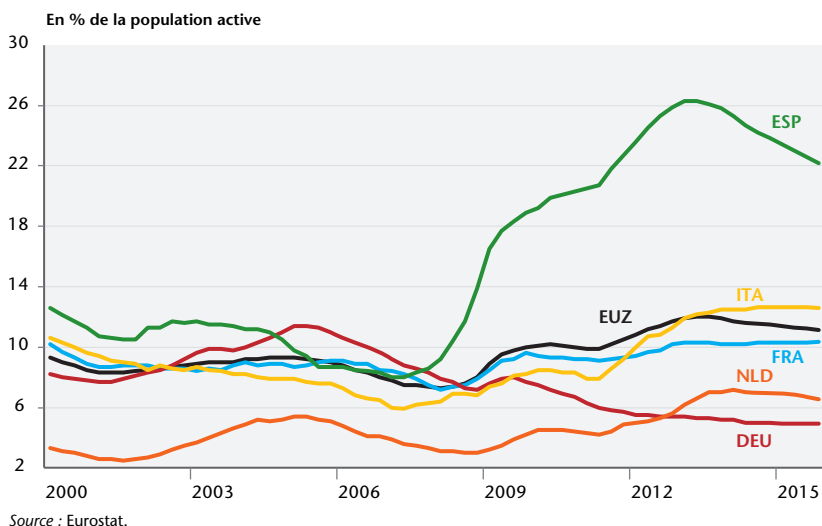


Source : Eurostat.

Tous ces facteurs ont permis de sortir les économies développées de l'enchaînement récessif initial. La croissance a redémarré dans la seconde moitié de 2009 dans la plupart des pays, inversant le jeu des mécanismes qui avaient précipité les économies au bord de la déflation. Les prix et les salaires ont à nouveau accéléré au cours de l'année 2010 et en 2011, contribuant au redémarrage de l'inflation sous-jacente, et le retournement en hausse du marché des matières premières ainsi que les augmentations de TVA intervenues dans plusieurs pays européens (Royaume-Uni, Espagne, Italie pour les principaux) ont soutenu l'inflation.

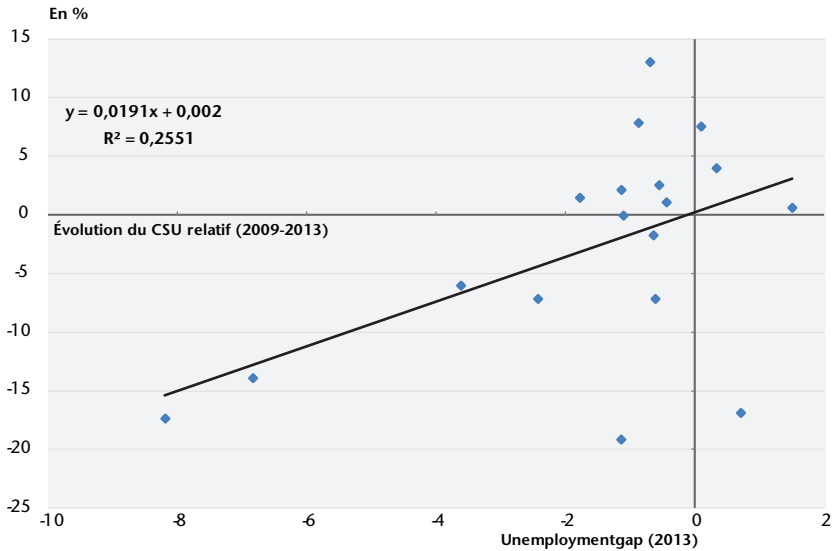
Pour autant, la retombée de la zone euro en récession à partir de 2011, sous l'effet des politiques d'austérité, a réactivé les processus déflationnistes neutralisés par le rebond antérieur. La rechute de l'activité a interrompu le mouvement de fermeture des écarts de production qui se sont à nouveau creusés. Les marchés du travail se sont à nouveau dégradés, avec une nouvelle poussée du chômage à partir d'un niveau déjà élevé (graphique 29). La sous-utilisation des capacités de production maintient donc actives les pressions à la baisse sur les salaires et les prix, avec un déclin continu de l'inflation en zone euro depuis la mi-2011, tombée à 0,3 en septembre 2014. À nouveau, les économies européennes se retrouvent sur le fil du rasoir.

Graphique 29. Taux de chômage en zone euro



L'austérité budgétaire a conduit à une augmentation très forte du taux de chômage dans de nombreux pays européens, ce qui a pesé fortement sur l'évolution des salaires. La corrélation entre l'écart du chômage par rapport au taux de chômage structurel, estimé dans la base de données AMECO de la Commission européenne, et l'évolution des coûts salariaux unitaires (coûts salariaux par tête/productivité par tête) relativement aux pays partenaires est ainsi nette dans l'Union européenne (graphique 30).

Graphique 30. Écart du taux de chômage au taux de chômage structurel et évolution des coûts salariaux relatifs



Source : Eurostat, base de données AMECO.

L'évolution des salaires reflète aussi les réformes institutionnelles sur le marché du travail mises en œuvre notamment en Espagne, en Italie ou au Portugal et encouragées par la Commission européenne pour favoriser l'ajustement des salaires en fonction de la situation sur le marché du travail. Il s'agit principalement de dérogations pour permettre aux négociations d'entreprises de prévaloir sur les négociations de branches, d'un durcissement des conditions d'extension des conventions collectives existantes. Ces mesures ont entraîné une baisse du nombre de salariés couverts par une convention collective, limitant le pouvoir de négociation des salariés et amplifiant les pertes de pouvoir d'achat. Par ailleurs, le gel ou la réduction du salaire minimum ont conduit à une baisse du salaire minimum réel allant de 22 % en Grèce entre 2010 et 2014 à 2 % au Portugal. Aux Pays-Bas et en Belgique, le salaire minimum réel est resté stable sur cette période, seule la France ayant connu une hausse (4 %). Les évolutions récentes du salaire minimum dans les pays en crise sont d'autant plus problématiques que le niveau du salaire minimum y est souvent bien inférieur à 60 % du salaire médian de ces pays (40 % en Espagne, 45 % en Grèce, 48 % en Irlande). Seule exception, le Portugal, où il se situe à

58 % du salaire médian, le salaire minimum est proche en termes relatifs de celui de la France (61 %).

Ces ajustements salariaux ont été, on l'a vu, importants dans certains pays, quasi-inexistants dans d'autres. Ceci se reflète notamment dans l'évolution du prix des services. Ces derniers évoluent entre 0 et 1 % depuis 2013 dans les pays périphériques, mais restent encore sur des rythmes de croissance proches de 2 % dans les autres pays. L'écart est particulièrement significatif dans les services intensifs en main-d'œuvre, comme les soins à la personne ou les services domestiques, où la baisse des salaires et des prix est déjà une réalité en Espagne ou au Portugal.

Pour autant, l'évolution des salaires mesurée à l'échelon macroéconomique pourrait masquer la déflation salariale du fait d'une déformation de la structure des emplois en faveur des qualifications supérieures mieux rémunérées... Le salaire moyen reflète aussi la composition de l'emploi par âge. Quand la part des seniors augmente, comme ces dernières années sous l'effet des réformes des retraites dans de nombreux pays européens, tandis que celle des plus jeunes diminue dans un contexte d'entrée difficile sur le marché du travail ou d'arrivée à échéance des contrats temporaires, le salaire moyen apparaît plus rigide qu'en réalité. Ainsi, en Espagne, le ralentissement puis la baisse des salaires réels seraient sous-estimés de 1 à 2 points par an environ depuis 2007 selon les statistiques agrégées, d'après une étude de la Banque d'Espagne (2014)³⁰ qui tient compte des effets de composition de l'emploi sur l'évolution des salaires. De même, dans plusieurs pays, il se pourrait que la déflation salariale soit déjà à l'œuvre sans que cela ne soit visible dans les statistiques macroéconomiques.

Même si les sources d'informations macroéconomiques sur les salaires semblent imprécises pour prendre la mesure des effets de la crise, la trajectoire des indices de prix ne laisse guère de doute sur la nature déflationniste des ajustements en cours.

Pour conduire à la déflation, la baisse des prix doit être durable et modifier les anticipations d'inflation vers des niveaux durablement plus faibles. La politique monétaire conventionnelle devient

30. « Un análisis de los efectos composición sobre la evolución de los salarios », S. Puente et S. Galán, Boletín económico, février 2014.

alors inefficace, les taux directeurs ne pouvant être négatifs. Il en résulte une montée des taux d'intérêt réels susceptible, dans un contexte où l'endettement des agents reste élevé (graphiques 18 et 19), d'enclencher un mécanisme de déflation par la dette.

Les mouvements à la baisse de l'indice des prix entraînent des effets de redistribution forcés entre créanciers et débiteurs. Ainsi, la déflation accroît la charge financière future des emprunteurs, ce qui contraint leurs dépenses, imprimant une nouvelle réduction de l'activité qui entretient alors de nouvelles pressions à la baisse sur les prix (encadré 3).

Encadré 3. La déflation par la dette

En partant de la contrainte budgétaire du consommateur, on peut illustrer le schéma de déflation par la dette. Le ménage alloue son revenu entre la consommation et l'épargne. On a alors à chaque date t la situation suivante :

$$D_{t+1} = (1+i_t) D_t + p_t (C_t - Y_t)$$

Où D représente la dette nette, i le taux d'intérêt nominal, p l'indice des prix à la consommation, C et Y respectivement la consommation et le revenu. La dette nette à chaque période dépend donc de la dette passée majorée des intérêts et de l'épargne, notée : $S = Y - C$. Si l'on raisonne sur la dette réelle rapportée au PIB Y , on obtient en divisant l'équation précédente par P_{t+1} et Y_{t+1} :

$$d_{t+1} = \frac{(1+i_t)d_t - s_t}{(1+E(\pi))(1+E(g))}$$

Où $E(\pi)$ et $E(g)$ représentent les anticipations d'inflation et de croissance, et s le taux d'épargne. Selon cette équation, la dette réelle nette perçue exprimée en pourcentage du PIB augmente lorsque que les anticipations d'inflation ou de croissance sont orientées à la baisse. Ainsi, lorsque les agents anticipent une baisse des prix ou un ralentissement de la croissance, leur situation financière ressentie se dégrade. Tant que l'endettement net est jugé acceptable par les ménages, ces derniers ne modifient pas leur comportement. Mais au-delà d'un certain seuil, le poids de l'endettement net est considéré comme excessif et les agents doivent ajuster leur taux d'épargne à la hausse pour le ramener dans des limites acceptables.

À partir de là peut s'enclencher une mécanique auto-entretenu de hausse du taux d'épargne qui réduit la dépense, et donc la croissance, ce qui alimente les anticipations de baisse des prix et rend *in fine* le poids de l'endettement senti inchangé malgré la hausse initiale du taux d'épargne. Les anticipations deviennent alors auto-réalisatrices.

La neutralisation des mécanismes déflationnistes est donc cruciale pour la zone euro. Dans le rapport IAGS de 2014, nous soulignons qu'un ajustement des salaires et des prix relatifs au sein de la zone euro pouvait se faire sans baisse de salaires mais nécessitait une coordination des politiques salariales au niveau européen telle que les pays affichant un excédent courant favorisent une augmentation des salaires plus forte que chez leurs partenaires affichant un déficit courant. Cette stratégie peut passer notamment par une coordination des politiques concernant le salaire minimum, mais aussi par la mise en place dans chaque pays d'une centralisation des négociations collectives et d'une extension obligatoire des conventions collectives à l'ensemble des salariés d'un secteur. Ceci permettrait de réduire les déséquilibres courants entre pays de la zone euro tout en évitant le risque de déflation dans les pays périphériques et en favorisant la demande intérieure dans les pays en surplus.

5. L'austérité n'est pas terminée

La vague de consolidation budgétaire dans les pays développés a eu pour objectif de réduire les déficits afin d'assurer la soutenabilité de la dette publique. La notion de solde stabilisant la dette publique est souvent utilisée pour quantifier l'écart entre le solde courant, ou encore l'écart entre le solde corrigé de la conjoncture et le solde stabilisant la dette (détaillé dans l'encadré 1). Cet écart est qualifié de *tax gap* et mesure ainsi grossièrement l'effort budgétaire à accomplir pour stabiliser la dette en proportion du PIB. Lorsque l'objectif n'est pas de stabiliser la dette mais de réduire la dette à un objectif donné en point de PIB, on augmente le solde stabilisant la dette d'un terme où l'écart entre la dette en point de PIB et la dette objectif est divisé par le nombre d'années données pour atteindre l'objectif. Dans le cadre du Traité sur la stabilité, la coordination et la croissance (TSCG), la dette objectif est de 60 % du PIB et le temps pour l'atteindre est fixé à 20 années. L'expression généralement utilisée est rappelée dans l'encadré 4.

Encadré 4. Calcul du *tax gap* et extensions

En notant d_t la dette publique rapportée au PIB potentiel (ou de référence), s_t^p le solde primaire courant, ss_0^p le solde structurel (*i. e.* corrigé de l'écart de production), exprimé également par rapport au PIB potentiel, g la croissance du PIB potentiel ou de référence, r_t le taux d'intérêt apparent de la dette publique et $\rho = (r_t - g)/(1 + g)$, on a l'équation suivante d'évolution du ratio dette sur PIB potentiel :

$$\Delta d_t = \rho \cdot d_{t-1} - s_t^p \quad (1)$$

En notant gap_t l'écart de production, le solde structurel primaire en proportion du PIB potentiel ss_t^p est défini par $s_t^p = \alpha \cdot gap_t + ss_t$, où α est un coefficient (proche du taux de prélèvement obligatoire en première approximation). Le *tax gap* simple et le *tax gap* augmenté de l'écart de dette sont alors :

$$sTG = \rho \cdot d_0 - s_t^p \quad (2)$$

$$dTG = \rho \cdot \bar{d}_0 - ss_0^p + \frac{d-d_0}{T} \quad (3)$$

Ces deux expressions ne tiennent cependant pas compte de l'écart de production courant : le solde courant étant différent du solde structurel tant que l'écart de production est non nul, la dette publique augmente (ou décroît) lors de la fermeture de l'écart de production. De plus, la réduction ou l'augmentation du déficit pour atteindre le déficit structurel ciblé va induire un écart de production par un effet multiplicateur (représenté par le coefficient k). On peut tenir compte de ces deux éléments par une équation décrivant l'évolution de l'écart de production :

$$gap_t = \lambda \cdot gap_{t-1} - k \cdot \Delta ss_t^p \quad (2)$$

Lorsque r_t est constant dans le temps, il est possible de résoudre explicitement le solde structurel nécessaire, s'il était appliqué en première période, pour atteindre la dette publique objectif d en T périodes. L'expression du solde structurel cible est alors :

$$ss^{p*} = \frac{\mu^T \cdot d_0 - \bar{d}}{\tau} - \frac{\alpha \cdot \lambda \cdot Z(\lambda, \mu, T)}{\tau} \cdot og_0 - \frac{\alpha \cdot k \cdot Z(\lambda, \mu, T)}{\tau} \cdot ss_0^p$$

Où $Z(\lambda, \mu, T) = (\lambda^0 \mu^{T-1} + \lambda \mu^{T-2} + \dots + \lambda^{T-1} \mu^0) = \frac{\mu - \lambda}{\mu - \lambda}$;

$$\tau = Z(1, \mu, T) - \alpha \cdot Z(\lambda, \mu, T) \cdot k$$

et $\mu = 1 + \rho$.

Cette expression modifie la règle naïve par plusieurs considérations. τ est homogène à une durée (et vaut T lorsque $\mu = 0$ et λ ou k sont nuls). L'expression (3) peut se décomposer en trois termes. Le premier indique l'écart de dette et l'effet boule de neige sur la dette, le second dépend de l'écart de production initial et de la dynamique de fermeture de l'écart de production et le dernier terme dépend de l'effet multiplicateur induit par l'ajustement du solde. Il est possible à partir de l'expression (3) de décomposer le *tax gap* en 5 éléments : l'effet boule de neige, l'écart de dette, l'écart de production initial et l'effet multiplicateur. Le cinquième élément est lié à la non linéarité de la formule (3) et est un effet croisé.

Ce calcul est cependant trop simple, parce qu'il ne prend pas en compte l'écart de production, sa fermeture en un temps non nul et l'impact d'une variation du solde structurel sur l'écart de production, par un effet multiplicateur. L'encadré 4 détaille le calcul sous des hypothèses explicites. Ce calcul ne tient pas compte des interactions entre plusieurs pays à travers par exemple leur commerce extérieur. Le modèle iAGS³¹ permet cette prise en compte (tout comme des taux d'intérêt ou de croissance qui varient dans le temps).

Tableau 7. Évaluation par la Commission européenne de la situation économique

	Croissance potentielle 2014	Écart de production 2014	Solde primaire 2014	Solde primaire structurel 2014	Dettes publiques (brute, Maas.)	Taux réel apparent sur la dette 2014
USA	2,3	-0,4	-1,5	-1,3	106	2,2
GBR	1,1	-1,0	-2,1	-1,6	92	1,6
JPN	N/A	N/A	-5,4	N/A	244	-0,8
DEU	1,5	-0,7	2,0	2,4	76	1,0
FRA	1,0	-2,8	-1,5	-0,1	96	1,3
ITA	-0,2	-3,6	2,4	4,2	135	3,1
ESP	-0,3	-6,7	-2,1	1,3	100	3,5
NLD	0,4	-2,6	-1,1	0,2	74	1,2
BEL	0,8	-1,1	0,2	0,7	102	1,6
AUT	1,3	-0,8	0,9	1,3	80	1,7
PRT	-0,5	-4,0	0,3	2,3	127	2,7
GRC	-3,0	-9,3	1,0	5,7	177	3,2
IRL	1,3	-1,0	-0,3	0,2	121	2,8

Source : AMECO, mai 2014.

Le tableau 8 calcule à partir de l'évaluation de la situation par la Commission européenne (c'est-à-dire la base AMECO de printemps 2014), les différentes valeurs des *tax gap* pour les pays de la zone euro, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Cette évaluation dépend de la croissance potentielle et de l'écart de production (donc de la croissance potentielle passée et future), ainsi que des taux d'intérêts, supposés ici égaux à leur valeur apparente au printemps 2014. Ces données sont indiquées dans le tableau 7. Le tableau 9 décompose le *tax gap* nécessaire pour retourner à 60 % de dette brute en fonction des différents effets analysés dans l'encadré 4.

31. Voir Blot, Cochard, Creel, Ducoudré, Schweisguth & Timbeau (2014b).

Tableau 8. Tax gaps

	Tax Gap simple (sTG)	Tax Gap Dette (dTG)	Tax Gap complet Dette inchangée	Tax Gap complet Dette à 60 % (TG)
USA	1,3	3,8	1,4	3,9
GBR	2,1	4,0	2,3	3,9
JPN	N/A	N/A	N/A	N/A
DEU	-2,8	-1,5	-2,9	-2,0
FRA	0,4	3,5	0,7	2,6
ITA	0,2	3,3	0,6	3,7
ESP	2,5	6,4	3,9	5,6
NLD	0,4	2,2	0,6	1,3
BEL	0,2	2,4	0,3	2,4
AUT	1,0	0,3	-1,1	0,0
PRT	1,7	4,9	2,6	5,6
GRC	5,4	8,6	8,6	12,5
IRL	1,7	4,3	2,1	5,2

Source : Calculs OFCE.

Le tableau 8 indique que pour ramener les dettes publiques à 60 % en 20 années, il est nécessaire dans la plupart des pays de réaliser un effort supplémentaire très important. Seules l'Allemagne et l'Autriche sont aujourd'hui en situation telle que la dette sera réduite en moins de 20 années (exactement 20 années pour l'Autriche). Pour l'Allemagne, la vitesse de réduction sera encore plus importante, puisque l'Allemagne dépasse de presque 3 points de PIB le solde nécessaire pour une réduction de la dette à 60 % de PIB. L'inscription dans la constitution allemande d'une règle budgétaire visant l'équilibre budgétaire conduit à cette dynamique.

Pour les autres pays, l'ordre de grandeur de l'effort est comparable à celui déjà consenti. C'est le cas notamment pour l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce et l'Irlande. Le tableau 3 indique que pour ces pays, l'effet boule de neige contribue de façon importante à ce *tax gap* du fait du niveau relativement élevé des taux d'intérêt réels par rapport à la croissance potentielle. Avec des taux d'intérêts plus bas, conduisant à annuler l'effet boule de neige (c'est-à-dire des taux réels égaux à la croissance potentielle), ces pays devraient néanmoins viser des soldes primaires supérieurs à 4 % du PIB et donc des soldes effectifs largement positifs. Les cibles actuelles des Objectifs de Moyen Terme ne sont pas compatibles avec l'objectif de réduction des dettes à 60 %. En effet, les objectifs de moyen

terme retiennent généralement l'équilibre ou presque du solde publique (entre 0 et -0,5 point de PIB). Mais le critère de réduction de dette s'appliquera, au moins dans les prochaines années, pour imposer un ajustement plus sévère du déficit structurel.

La France, les Pays Bas, la Belgique sont dans une situation plus favorable que le groupe des pays en crise. Cela tient à la fois à une situation moins dégradée (en termes d'écart de production) et des taux d'intérêt apparents sur la dette publique moins élevés. Pour ces pays, les soldes cibles doivent néanmoins être positifs, ce qui indique un effort considérable à accomplir. Le calcul a été fait pour les États-Unis et le Royaume-Uni bien que ces pays n'aient pas d'objectifs explicites de dette. Cela illustre que la situation des pays européens n'est pas différente des autres pays développés et que l'objectif de réduction de dette à 60 % pèsera lourdement sur les choix de politique économique. Le tableau 7 montre en effet que pour atteindre cet objectif de 60 % il est nécessaire d'accroître le solde cible de 1 à 6 points de PIB suivant les pays. Le tableau 9 résume bien le choix impliqué par les traités. Pour respecter leur logique, l'Italie devra par exemple maintenir pendant 20 années un excédent primaire de l'ordre de 8 points de PIB !

Tableau 9. Décomposition du *Tax Gap*

	<i>Tax Gap</i> complet Dette à 60 % (TG)	Solde cible	Solde primaire cible	Dont : Écart de dette	Effet boule de neige	Écart de prod. initial	Effet multipli- cateur	Effet croisé
USA	3,9	0,3	2,6	2,3	0,0	0,0	0,3	0,0
GBR	3,9	0,2	2,3	1,6	0,4	0,1	0,2	0,0
JPN	N/A	N/A	N/A	9,2	N/A	N/A	N/A	N/A
DEU	-2,0	-1,1	0,4	0,8	-0,3	0,1	-0,1	0,0
FRA	2,6	0,9	2,5	1,8	0,2	0,2	0,2	0,0
ITA	3,7	5,6	7,9	3,8	3,4	0,3	0,4	0,0
ESP	5,6	4,6	6,9	2,0	3,2	0,6	0,9	0,1
NLD	1,3	0,1	1,6	0,7	0,6	0,2	0,1	0,0
BEL	2,4	1,3	3,1	2,1	0,7	0,1	0,2	0,0
AUT	0,0	-0,8	1,4	1,0	0,3	0,1	0,0	0,0
PRT	5,6	5,8	7,9	3,3	3,2	0,4	0,9	0,1
GRC	12,5	16,6	18,2	5,9	8,6	1,0	2,4	0,3
IRL	5,2	3,1	5,4	3,0	1,4	0,1	0,8	0,0

Source : Calculs OFCE.

L'expression de l'encadré 4 permet de calculer la sensibilité du solde-cible à l'inflation. Une baisse du taux de croissance des prix de 1 point sur l'ensemble de la période considérée se traduit par une moindre croissance potentielle (nominale) sans que les taux d'intérêts ne s'ajustent (parce qu'ils sont bloqués par le seuil 0). Pour la plupart des pays le coefficient de sensibilité est supérieur à 1 (0,7 pour l'Allemagne, 0,9 pour la France, 1,4 pour l'Italie, 1,3 pour l'Espagne, 2,3 pour la Grèce), ce qui signifie qu'une entrée en déflation renforce le besoin d'excédent public dans une proportion importante. Ceci induit un risque significatif de renforcement du processus déflationniste.

Références bibliographiques

- Blot C., J. Creel, C. Riffart et D. Schweisguth, 2009, « Petit manuel de stratégie de sortie de crise », *Revue de l'OFCE*, 110 : 335-381.
- Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014a, « Fiscal consolidation in time of crisis: is the sooner really the better? », *Revue de l'OFCE/Débats et Politiques*, 132 : 59-192.
- Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014b, « Fiscal consolidation, public debt and output dynamics in the euro area : lessons from a simple model with time-varying fiscal multipliers », *OFCE Working Paper*, 14.
- Blot C. et F. Labondance, 2013, « Bank interest rate pass-through in the Eurozone : monetary policy transmission before and after the financial crash », *Economics Bulletin*, 33(2) : 973-985.
- Creel J., E. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116 : 61-88.
- Chagny O. et S. Le Bayon, 2014, « L'introduction d'un salaire minimum légal : genèse et portée d'une rupture majeure », *Chronique Internationale de l'IRES*, 146, 3-18, juin.
- Creel J., P. Hubert et M. Viennot, 2013, « Assessing the interest rate and bank lending channels of ECB monetary policies », *OFCE Working Paper*, 25.
- Davies M. et T. Ng, 2011, « The rise of sovereign credit risk : implication for financial stability », *BIS Quarterly review*, 59-70, septembre.
- De Bondt G., 2002, « Retail bank interest rate pass-through : New evidence at the euro area Level », *ECB Working Paper*, 136.
- De Grauwe P., 2012, « The governance of fragile Eurozone », *The Australian Economic Review*, 45(3) : 255-268.

- Fitzgerald J., 2014, « Ireland's recovery from crisis », *CESifo Forum*, 15(2) 8-13.
- Guillou S. et T. Trebich, 2014, « Le CICE : que peut-on en attendre en termes de compétitivité ? », *Note de l'OFCE*, 41.
- Horioka C.Y., 2006, « The causes of Japan's Lost Decade : the role of household consumption », *NBER Working Paper*, 12142.
- Jiménez G., S. Ongena, J-L. Peydro et J. Saurina, 2012, « Credit supply and monetary policy : identifying the bank balance-sheet channel with loan applications », *American Economic Review*, 102(5) : 2301-2326.
- Kleimeier S. et H. Sander, 2004, « Convergence in Euro-Zone Retail Banking ? What Interest Rate Pass-Through Tells us about Monetary Policy Transmission, Competition and Integration, *Journal of International Money and Finance*, 23 (3).
- Koo R., 2011, « The world in balance sheet recession : causes, cure and politics », *Real-World Economics Review*, issue 58, 19-37.
- Nakaso H., 2001, « The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt », *BIS Papers*, 6.
- Plane M., 2012, « Evaluation de l'impact économique du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi », *Revue de l'OFCE/Débats et Politiques*, 126 : 141-153.
- Sorensen C.K. et T. Werner, 2006, « Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area : A Cross-Country Comparison », *ECB Working Paper*, 580.
- Uchida M., 2014, « Towards the end of deflation in Japan ? Monetary policy under Abenomics and the role of central bank », *Revue de l'OFCE*, collection Analyse et Prévisions, 135 : 243-268.
- Ueda K., 2012, « Delevering and Monetary Policy : Japan since the 1990's and the United States since 2007 », *Journal of Economic Perspective*, 26(3) : 177-202.
- Wu J.C. et F. D. Xia, 2014, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the Zero lower bound », *NBER Working Paper*, 20117.

ANNEXES

Résumé des prévisions

A1. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3
PIB par tête	-0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	-1,1	-0,7	0,5	1,0
Consommation des ménages	0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,6	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,3	0,2	1,3
Consommation publique	0,5	0,8	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	1,7	2,0	1,8	1,1
FBCF totale dont	-0,3	0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	0,3	-0,8	-2,2	-1,6
Productive privée	-0,5	0,4	0,2	0,8	-0,6	-0,7	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	0,9	-0,6	-0,4	0,2
Logement	-1,4	-0,5	1,0	-0,3	0,9	-2,4	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	-3,3	-3,4	-0,9	-0,6
Publique	-2,1	-0,3	0,8	0,1	0,5	-2,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	-4,0	-3,8	-0,7	0,2
Exportations de biens et services	0,2	2,9	-0,6	1,5	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8	1,5	2,4	2,5
Importations de biens et services	-0,8	1,6	1,1	0,7	0,8	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	-0,8	0,4	2,8	2,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-1,6	-0,8	0,8	1,2
Variations de stocks	0,2	-0,2	0,3	-0,2	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,4	-0,4	0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,5	0,5	0,0	0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,4	1,3	0,8	0,7	0,6	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	2,5	1,3	0,5	0,6
Taux de chômage, au sens du BIT	11,9	12,0	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	11,5	11,4	11,3	11,2	11,1	11,3	12,0	11,6	11,3
Solde courant, en points de PIB													1,4	2,4	3,0	3,4
Solde public, en points de PIB													-3,7	-3,0	-2,4	-2,1
Impulsion budgétaire													-1,7	-1,0	-0,2	-0,1
PIB États-Unis	0,7	0,4	1,1	0,9	-0,5	1,1	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	2,3	2,2	2,2	3,1

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2014.

A2. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,4	0,8	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	1,4	1,5
PIB par tête	-0,4	0,8	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	1,1	1,2
Consommation des ménages	0,2	0,6	0,7	-0,8	0,8	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	1,0	0,9	1,4
Consommation publique	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	0,7	1,0	1,6
FBCF totale dont	-2,5	2,2	0,8	1,1	2,9	-2,1	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	0,1	-0,6	3,7	3,7
Productive privée	-1,6	0,7	0,0	1,7	1,7	-1,0	0,2	0,8	1,6	1,6	1,6	1,6	-2,2	-1,0	2,8	4,6
Logement	-2,2	2,7	2,4	0,5	3,6	-3,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	4,3	0,8	3,4	2,0
Publique	-3,9	4,4	1,8	0,8	3,2	-2,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	3,0	0,3	4,2	2,9
Exportations de biens et services	0,5	1,4	0,3	1,7	0,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,1	1,5	2,8	2,5
Importations de biens et services	1,2	1,3	1,7	0,7	0,5	1,6	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,4	3,2	4,1	3,9
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,4	0,8	0,6	-0,2	1,1	-0,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,4	1,8
Variations de stocks	0,3	-0,2	0,3	0,1	-0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,6	0,3	0,3	0,1
Commerce extérieur	-0,3	0,2	-0,6	0,6	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	2,6	-0,6	-0,3	-0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,5	1,7	1,3	1,0	1,0	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	2,1	1,6	1,0	1,2
Taux de chômage, au sens du BIT	5,4	5,3	5,3	5,2	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,9	5,5	5,3	5,0	4,9
Solde courant, en points de PIB													7,4	7,0	6,7	6,4
Solde public, en points de PIB													0,1	0,2	0,2	0,2
Impulsion budgétaire													-1,2	-0,4	0,2	0,1
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2014.

A3. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,0	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1
PIB par tête	0,0	0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,8	
Consommation des ménages	0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,6	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,3	0,2	1,3	
Consommation publique	0,5	0,8	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	1,7	2,0	1,8	1,1	
FBCF totale dont	-0,3	0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-2,2	-1,6	-0,8	
Productive privée																	
Logement																	
Publique																	
Exportations de biens et services	0,2	2,9	-0,6	1,5	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	2,4	2,5	2,6	
Importations de biens et services	0,6	2,1	0,6	0,4	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	-1,2	1,9	2,4	1,2	
Contributions																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,4	0,0	0,2	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,0	0,6	
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,2	0,4	0,1	
Commerce extérieur	-0,1	0,2	-0,4	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,7	0,1	0,0	0,4	
Prix à la consommation (IPCH)*	1,2	0,9	1,1	0,8	0,9	0,7	0,4	0,7	0,7	1,0	0,9	0,7	2,2	1,0	0,7	0,8	
Taux de chômage, au sens du BIT	9,9	9,9	9,9	9,7	9,7	9,7	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,4	9,9	9,7	9,8	
Solde courant, en points de PIB													-1,5	-1,5	-1,2	-1,0	
Solde public, en points de PIB													-4,9	-4,1	-4,5	-4,3	
Impulsion budgétaire													-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3	

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

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2014.

A4. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,4	-1,8	-0,2	0,5
PIB par tête	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,4	-1,8	-0,2	0,5
Consommation des ménages	-0,8	-0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,0	-2,6	0,1	0,6
Consommation publique	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-2,6	-0,8	0,5	0,3
FBCF totale dont	-2,7	0,0	-0,9	0,7	-1,0	-0,9	-0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	-8,1	-4,6	-1,8	0,4
productive	0,3	0,7	-1,9	2,1	-1,4	-0,9	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	-13,1	-2,0	-1,7	1,3
logement + bâtiment	-2,2	-0,7	0,1	-0,4	0,1	-0,9	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,3	-3,0	-1,0	-0,3
construction totale	-2,5	-0,7	0,1	-0,5	-0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	-4,8	-6,7	-2,3	-0,3
Exportations de B&S	-1,4	0,7	0,5	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	2,0	0,0	1,6	0,6
Importations de B&S	-1,1	-0,1	1,0	0,2	-0,1	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	-7,1	-2,9	1,3	0,9
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-1,0	-0,4	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,5	-2,5	-0,1	0,5
Variations de stocks	0,5	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,8	0,1	-0,1
Prix à la consommation¹	2,1	1,3	1,1	0,7	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5	3,3	1,3	0,2	0,3
Chômage	11,9	12,2	12,3	12,5	12,5	12,5	12,6	12,7	12,7	12,7	12,6	12,6	10,7	12,2	12,6	12,6
solde courant, en points de PIB													-0,3	1,0	1,0	1,2
Solde budgétaire, en point de PIB													-3,0	-3,0	-3,0	-2,8
Impulsion budgétaire													-2,6	-0,5	0,2	0,0
Dettes publiques brutes, en point de PIB													122,2	127,9	131,6	134,0
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2014.

A5. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	-1,6	-1,2	1,3	2,1
PIB par tête	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	-1,6	-1,0	1,5	2,4
Consommation des ménages	-0,4	0,1	0,5	0,5	0,5	0,7	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-2,8	-2,1	2,0	1,5
Consommation publique	1,0	-1,1	0,6	-3,9	4,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-4,8	-2,3	1,5	0,4
FBCF totale¹ dont	-1,2	-1,9	0,7	0,7	-0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	0,6	0,6	-7,0	-5,1	0,6	2,8
Productive	1,9	2,3	3,2	2,0	2,5	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,0	1,0	-2,3	2,3	7,7	5,4
Logement	-1,1	-3,5	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-8,7	-8,0	-3,9	0,4
Construction totale	-3,1	-4,5	-1,0	-0,2	-3,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-9,7	-9,5	-4,2	0,8
Exportations de biens et services	-4,5	7,0	0,6	0,8	-1,0	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,1	4,9	3,3	4,1
Importations de biens et services	-4,6	6,1	2,1	-0,6	0,9	1,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-5,7	0,4	4,5	2,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,6	0,5	-0,4	1,0	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-4,1	-2,7	1,5	1,5
Variations de stocks	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,5	-0,4	0,4	-0,6	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,4	1,4	-0,3	0,6
Prix à la consommation (IPCH)²	2,8	1,8	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	2,4	1,5	0,1	0,2
Taux de chômage, au sens du BIT	26,3	26,3	26,1	25,8	25,3	24,7	24,2	23,9	23,5	23,0	22,6	22,2	24,8	26,1	24,5	22,8
Solde courant, en points de PIB													-1,2	0,8	0,0	0,8
Solde public, en points de PIB³													-10,6	-7,1	-5,5	-4,2
Impulsion budgétaire													-4,0	-1,6	-1,0	-0,4
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

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. Le solde budgétaire inclut les aides au secteur bancaire, qui ne sont pas comptabilisées pour le respect des objectifs de déficit. Hors mesures exceptionnelles, le déficit s'élève à 7,1 % en 2012 et 6,6 % en 2013. La prévision n'inclut aucune mesure exceptionnelle pour 2014 et 2015.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2014.

A6. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,7	0,9	0,6	0,7	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,7	3,0	2,1
PIB par tête	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,9	2,6	1,4
Consommation des ménages¹	0,6	0,3	0,5	0,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,6	2,1	2,1
Consommation publique	-0,2	1,3	0,6	-0,1	-0,3	1,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	2,3	0,7	0,9	-0,4
FBCF totale² dont	0,7	-0,5	4,5	1,1	2,3	1,4	2,5	1,4	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	2,7	8,1	5,5
Productive privée	0,5	-2,3	6,5	0,6	0,9	3,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	5,0	3,9	7,8	6,0
Logement	2,0	4,7	2,4	2,1	3,9	5,4	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	-3,1	6,1	13,2	5,7
Publique	-0,5	-0,8	-0,2	1,4	6,1	-13,5	10,4	1,5	0,1	0,3	0,5	0,5	-5,5	-6,8	1,2	3,0
Exportations de biens et services	-1,0	5,9	-4,6	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	-1,3	1,8
Importations de biens et services	-2,7	3,5	1,5	-1,4	-2,0	-0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	0,5	-1,3	2,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	-0,3	1,4	1,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,2	0,5	0,7	6,1
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	1,7	2,9	2,2
Variations de stocks	-0,3	-0,3	1,7	-0,2	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,6	0,7	-2,0	0,5	0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,0	0,0	-0,2
Prix à la consommation³	2,8	2,7	2,8	2,1	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	2,8	2,6	1,6	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	7,8	7,6	7,2	6,8	6,3	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8	8,0	7,6	6,4	5,9
Solde courant, en points de PIB	-3,0		-5,9		-4,9		-4,9		-5,2		-5,2		-3,7	-4,7	-5,1	-5,2
Solde public⁴, en points de PIB													-8,3	-5,8	-4,8	-4,3
Impulsion budgétaire													-2,0	-0,6	-0,7	-0,7
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. Le transfert du fonds de pension de Royal Mail au secteur public creuse le déficit de 2,1 points de PIB en 2012. La prise en compte de l'APF réduit le déficit de 0,4 point de PIB en 2013, de 0,7 point en 2014 et en 2015.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Q2 2014 30 septembre 2014), prévision OFCE octobre 2014.

A7. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,4	1,1	0,9	-0,5	1,1	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	2,3	2,2	2,2	3,1
PIB par tête	0,5	0,2	0,9	0,7	-0,7	0,9	0,5	0,6	-0,5	-1,4	-2,4	-3,4	1,5	1,4	1,4	2,3
Consommation des ménages	0,9	0,4	0,5	0,9	0,3	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,8	2,4	2,4	3,2
Dépenses publiques ¹	-1,0	0,0	0,0	-1,0	-0,2	0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,4	-2,0	-0,7	-0,4
FBCF privée dont	0,7	1,2	1,6	1,6	0,1	2,3	1,7	1,7	1,6	1,8	1,6	1,6	8,3	4,7	5,4	7,0
Logement	1,9	4,4	2,7	-2,2	-1,3	2,1	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	13,5	11,9	2,5	9,9
Productive	0,4	0,4	1,3	2,5	0,4	2,3	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	1,3	7,2	3,0	3,4	5,5
Exportations de biens et services	-0,2	1,5	1,2	2,4	-2,4	2,7	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	3,3	3,0	3,4	5,5
Importations de biens et services	-0,1	2,1	0,1	0,3	0,6	2,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	2,3	1,1	4,4	5,3
Variations de stocks	33,4	43,4	95,6	81,8	35,2	84,8	83,0	83,0	70,0	70,0	70,0	70,0	57,1	63,6	71,5	70,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,2	2,0	2,4	3,2
Variations de stocks	0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,1
Prix à la consommation ²	1,7	1,4	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,8	1,7	1,3	1,4	1,6	2,1	1,5	1,8	1,5
Taux de chômage, en %	7,7	7,5	7,3	7,0	6,7	6,2	6,1	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	8,1	7,4	6,2	5,7
Solde courant, en points de PIB	-2,6	-2,6	-2,4	-2,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,4	-2,6	-2,8
Solde public, en points de PIB													-9,0	-5,7	-4,9	-4,1
Impulsion budgétaire													-1,2	-3,3	-1,0	-0,6
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2014.

A8. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2012	2013	2014	2015
Corée du Sud	6,8	2,0	2,8	3,6	3,7
Asie en développement rapide	20,3	4,8	4,4	4,0	4,6
Taiwan	3,9	1,5	2,1	3,2	3,0
Hong Kong	1,5	1,5	2,9	2,5	3,0
Singapour	0,9	1,9	4,0	3,3	3,8
Thaïlande	3,6	6,5	2,8	1,2	4,3
Indonésie	6,0	6,2	5,8	5,2	5,6
Malaisie	1,7	5,7	4,9	5,4	5,0
Philippines	2,6	6,6	7,1	6,2	6,2
Chine	48,5	7,8	7,7	7,4	7,1
Inde	24,4	4,8	4,7	5,4	6,1
Asie hors Chine	51,5	4,4	4,3	4,6	5,2
Total	100,0	6,1	6,0	6,0	6,1

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2014.

A9. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012	2013	2014	2015
PIB	2,7	2,5	1,2	2,3
Argentine	0,9	2,9	-0,4	0,8
Brésil	1,0	2,5	-0,2	1,1
Mexique	3,7	1,3	2,4	4,1
Importations	3,8	1,0	8,9	4,4
Exportations	0,4	2,2	5,8	5,3
Demande adressée	1,9	-1,4	0,1	3,9

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2014.

A10. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change ¹															
1 €=...dollars	1,33	1,30	1,31	1,35	1,36	1,38	1,34	1,30	1,25	1,20	1,20	1,20	1,32	1,34	1,21
1 \$=...yens	99,4	97,1	99,7	99,6	102,9	102,7	103,1	110,0	110	110	110	110	98,9	104,7	110,0
1 £=...euros	1,20	1,18	1,16	1,20	1,21	1,22	1,26	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,19	1,24	1,30
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹															
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,3	0,25	0,44
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,1	0,10	0,10
EUZ	0,75	0,60	0,50	0,37	0,25	0,23	0,13	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,6	0,16	0,05
GBR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,5	0,50	0,63
Taux d'intérêt à long terme¹															
USA	1,9	2,3	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,6	2,6	2,8	2,8	2,8	2,4	2,6	2,8
JPN	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
EUZ	2,8	3,0	3,2	3,2	3,1	2,5	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	3,0	2,4	1,9
GBR	2,0	2,1	3,7	3,4	2,8	2,7	2,5	2,6	2,8	3,0	3,3	3,3	2,8	2,6	3,1
Prix du pétrole Brent, en \$¹	112,5	102,6	110,4	109,4	108,3	109,7	102,0	90,0	95,0	100,0	100,0	100,0	109	102,5	98,8
Prix du pétrole Brent, en €¹	85	79	84	81	79	80	76	69	76	83	83	83	82	76,1	81,5
Matières premières industrielles²	5,6	-7,4	-0,3	1,9	-2,0	-1,2	0,6	-4,9	1,9	1,1	2,3	0,0	-2,7	-4,5	0,0

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2014.

ROYAUME-UNI : LE CAVALIER SEUL

Catherine Mathieu*Département analyse et prévision*

Au deuxième trimestre 2014, la croissance du PIB britannique a atteint 3,2 % en glissement sur un an contre 0,8 % seulement un an plus tôt. Cette accélération de la reprise fait du Royaume-Uni un cavalier seul en Europe : la croissance peine à repartir dans l'ensemble de la zone euro (+0,6 % en glissement sur un an seulement au deuxième trimestre 2014 contre -0,4 % un an plus tôt) ; c'est aussi le cas en Allemagne (respectivement +0,9 % après 0 %), alors que la croissance est atone en France (0,2 % après 0,4 %) et que l'Italie reste en récession (-0,2 % après -1,8 %). Le taux de chômage britannique a continué de baisser et n'était plus que de 6 % à l'été 2014 (au sens du BIT), contre 7,4 % un an plus tôt. L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, était de 1,2 % seulement en glissement sur un an en septembre 2014, contre 2,7 % un an plus tôt. Le ralentissement de l'inflation a d'ailleurs été plus rapide qu'en moyenne dans la zone euro, où l'inflation est passée sur la même période de 1,1 % à 0,3 %. La Banque d'Angleterre a continué de soutenir l'activité en maintenant son taux directeur à 0,5 % et en laissant inchangées ses mesures non conventionnelles. Le gouvernement poursuit son double objectif de réduction des déficits et de la dette publics, cette dernière étant supposée baisser relativement au PIB à partir de 2016-2017. Le déficit public au sens de Maastricht était de 5,8 points de PIB en 2013 et la dette publique a atteint 87,2 points de PIB à la fin 2013. Les taux d'intérêt publics à long terme restent à des niveaux très faibles : de 2,8 % en septembre 2013, ils avaient atteint 3 % en fin d'année 2013, mais ont ensuite baissé et n'étaient plus que de 2 % à la fin octobre 2014 ; en termes réels ils ont augmenté de 0,1 % en septembre 2013 à 0,8 % un an plus tard, ce qui reste bas.

Indicateurs conjoncturels : la croissance se poursuit

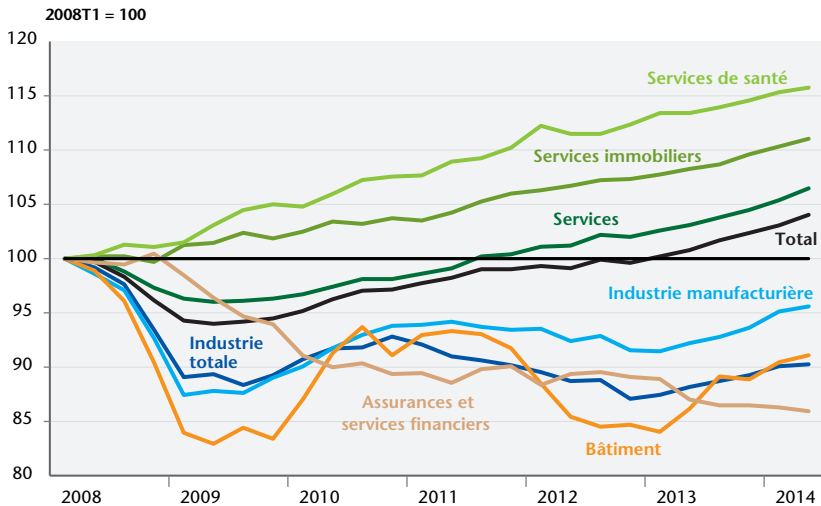
Les comptes nationaux publiés le 30 septembre dernier, construits selon le SEC 2010, donnent une vision moins dégradée de la situation économique britannique depuis le début de la crise que les versions précédentes des comptes en SEC 1995 : ainsi, la chute du PIB à partir du début de 2008 est un peu moins forte que dans les précédentes estimations (6 % au lieu de 7,2 %). La croissance a été relevée de 0,3 point par an en moyenne depuis 2011. Le PIB se trouve, dans la nouvelle version des comptes, 2,4 points au-dessus de son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2014. Parmi les principales révisions, l'investissement des entreprises a été nettement revu à la hausse. Ceci fait en partie disparaître le caractère inexplicable de faiblesse de l'investissement des entreprises, dans les années 1990 et 2000, selon les comptes précédents.

La croissance de l'économie britannique est dynamique depuis le début de 2012, comparée à celle de la zone euro. Mais elle est du même ordre qu'aux États-Unis et, malgré les révisions des comptes, elle reste plus lente que lors des sorties de crises précédentes. Le « rattrapage » en termes de PIB recouvre par ailleurs des évolutions sectorielles très disparates (graphique 31). Ainsi, considérons les services (78 % du total de la valeur ajoutée en 2010) : les services de santé (7,5 % de la valeur ajoutée) ont « échappé » à l'austérité budgétaire, et ce sont ceux qui ont connu la plus forte hausse de valeur ajoutée depuis le début de crise, ils sont suivis des services immobiliers (10 % de la valeur ajoutée). Par contre, la valeur ajoutée dans les services financiers et d'assurance (9,5 % de la valeur ajoutée) peine à se stabiliser, et est inférieure de 14 points à son niveau d'avant-crise. Dans le bâtiment (6,3 % de la valeur ajoutée), la valeur ajoutée reste aussi très en deçà de son niveau d'avant-crise, bien que l'activité soit repartie à la hausse depuis le début 2013.

Dans l'industrie, la production a enfin recommencé à croître en 2013, mais la valeur ajoutée restait, à l'été 2014, près de 5 points inférieure à son niveau d'avant-crise. Les enquêtes auprès des industriels continuent de signaler une hausse de la production au second semestre 2014. Mais, alors que les perspectives de production restent bien orientées, les opinions des industriels sur leurs carnets de commandes, surtout à l'exportation, se tassent depuis le début de l'été. Du côté des ménages, la confiance continue de

s'améliorer et les ventes de détail en volume étaient en hausse de 2,7 % en glissement sur un an en septembre, soit en léger retrait par rapport aux 3 % enregistrés le mois précédent. Dans l'ensemble, les indicateurs conjoncturels disponibles à la fin octobre suggèrent la poursuite de la croissance au second semestre 2014, mais en légère décélération par rapport au point haut du deuxième trimestre (0,9 %).

Graphique 31. Royaume-Uni : Évolution de la valeur ajoutée par secteur (en volume)



Source : ONS.

Politique économique : 2015, la montée des incertitudes

Des élections générales auront lieu en mai 2015 au Royaume-Uni : nous avons fait dans cette prévision l'hypothèse usuelle que la politique budgétaire serait mise en place telle qu'annoncé dans le budget 2014 présenté le 20 mars dernier. Bien sûr, selon les résultats des élections, les perspectives budgétaires sont susceptibles d'être sensiblement révisées, mais vraisemblablement la politique budgétaire gardera le cap de la réduction du déficit et de la dette publics. Selon le budget 2014, la dette publique, rapportée au PIB, baisserait à partir de 2017, la réduction du déficit devant se faire principalement par la baisse des dépenses, qui serait importante à partir de 2015. Le détail des mesures de réduction des dépenses n'est pas présenté dans les documents budgétaires, et l'on peut se demander

si elles seront effectivement mises en place, ou s'il s'agit d'un effet d'annonce : le gouvernement garderait le discours d'austérité sévère qui est le sien depuis 2010, mais n'aurait en fait pas besoin de réduire autant qu'annoncé les dépenses publiques, grâce aux rentrées fiscales résultant de l'accélération de la croissance. Toujours selon le budget, la consommation des administrations publiques augmenterait de 1,2 % en volume cette année (après 0,9 % en 2013) et baisserait de 0,5 % en 2015 ; l'investissement public progresserait de 10,7 % cette année en volume (ceci faisant suite à une baisse de 6,4 % en 2013) et de 1 % l'an prochain. Selon les comptes nationaux parus fin septembre, la consommation publique a augmenté de 0,7 % seulement en 2013, soit un peu moins rapidement que dans les comptes disponibles lors de la préparation du budget (0,9 %) et nous avons supposé que cela serait aussi le cas cette année (0,9 % au lieu de 1,2 % prévus dans le budget). De même, l'investissement public a baissé de 6,8 % en 2013 dans les derniers comptes (au lieu de -6,4 % lors de la préparation du budget), et au vu des chiffres disponibles au deuxième trimestre, ne progresserait que d'environ 1 % cette année, soit nettement moins que prévu par le budget. La santé et l'éducation sont exclues des plans de réduction des dépenses, qui portent notamment sur les prestations sociales. Comme cela était inscrit dans le budget 2013, à compter du premier avril 2013, à l'exception notable des prestations retraite, les prestations ne sont revalorisées que de 1 % par an pendant trois ans, soit, jusqu'à récemment, bien moins que l'inflation. Ce changement de revalorisation permettrait une réduction des dépenses sociales d'environ 1,7 milliards en 2014-15 (0,1 point de PIB). Les prestations retraite sont quant à elles revalorisées de 2,5 % par an.

Du côté des recettes, l'une des mesures emblématiques de la politique de l'offre du gouvernement de David Cameron est la baisse du taux d'imposition des sociétés. En 2010, le gouvernement a annoncé une baisse d'un point par an du taux principal d'imposition des sociétés, pour le porter de 28 % à 24 % en avril 2015, et en a accéléré le rythme pour le porter désormais à 20 % seulement cette année (soit des pertes de recettes de l'ordre de 800 millions par an). C'est un élément majeur de la stratégie de concurrence fiscale mise en place par le gouvernement britannique, qui souhaite amener le taux de l'IS au niveau le plus bas des pays du

G20. Les cotisations employeurs ont été allégées en avril 2014 (-1,2 milliard de livres, soit 0,08 point de PIB). Le budget 2014 annonce cependant une mesure en faveur des ménages, qui jouera en 2015-2016 : le relèvement de l'abattement du seuil d'imposition sur les revenus, qui réduirait les recettes de 1,4 milliards de livres en 2015-2016. Les mesures de lutte contre la fraude fiscale sont censées rapporter près de 300 millions de livres cette année et 1,3 milliard l'an prochain.

Au total, l'impulsion budgétaire serait d'environ -0,7 point de PIB cette année et l'an prochain, dont 0,7 point de baisse des dépenses et 0 point de hausse des prélèvements obligatoires. Ceci, sous nos hypothèses de croissance, conduirait à un déficit public de 5,8 % du PIB en 2013, à 4,8 % cette année et 4,3 % l'an prochain.

La politique monétaire resterait le fer de lance du soutien à la croissance à l'horizon de la fin 2015. Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre avait abaissé très rapidement son taux de base à 0,5 % au début de la crise et l'a laissé à ce niveau depuis ; il a ensuite mis en place une politique non conventionnelle d'achats d'actifs (portant ceux-ci progressivement à 375 milliards de livres en cumulé). L'amélioration conjoncturelle britannique pose des problèmes délicats pour la conduite de la politique monétaire : d'une part la croissance accélère et le taux de chômage baisse mois après mois, de façon plus rapide que la Banque d'Angleterre l'envisageait il y a un an. Ainsi, en août 2013, le CPM avait annoncé que son taux directeur ne serait pas relevé et que le montant des achats d'actifs ne serait pas réduit tant que le taux de chômage ne baisserait pas en dessous de 7 %. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre de l'été 2013, ceci ne devait pas se produire d'ici 2015, mais s'est en fait réalisé dès le début de 2014. D'autre part, dans le même temps, l'inflation a commencé à ralentir, pour s'approcher du centre de la cible de la politique monétaire (2 %, dans une fourchette de +1/-1 %) et, à 1,2 %, est désormais proche de la limite inférieure de la cible. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre, l'inflation resterait proche de 2 % à l'horizon 2015, mais étant donné la rapidité avec laquelle l'inflation a décéléré au cours des derniers mois, le doute est permis sur le maintien de l'inflation à un niveau proche de 2 % à brève échéance. Nous avons inscrit dans notre prévision une hausse de 0,25 point du taux directeur au second semestre 2015, en ligne

avec la hausse des taux directeurs américains. Ceci signifierait l'amorce d'une normalisation de la politique monétaire.

Les taux d'intérêt publics à long terme sont à des niveaux très faibles, de l'ordre de 2 % en termes nominaux et de 0,8 % en termes réels. Nous faisons l'hypothèse que la livre sterling s'appréciera face à l'euro mais se dépréciera face au dollar à l'horizon de la prévision, le taux de change effectif réel de la livre connaissant une modeste appréciation. Les conditions monétaires internes resteraient donc accommodantes, tandis que le niveau relativement élevé du taux de change effectif réel ne permettrait pas aux exportateurs britanniques d'éviter une légère érosion de leurs parts de marché.

Perspectives 2014-2015 : vers un ralentissement de la croissance

En 2013-2014, la croissance a été tirée par la demande intérieure privée, à commencer par la consommation des ménages. Alors que le taux de chômage baissait, la hausse des salaires nominaux est restée faible, voisine de 1 % en rythme annuel et très inférieure à l'inflation (passée de 2,7 % à 1,2 %). Mais la désinflation s'est traduite par un gain de pouvoir d'achat pour les ménages. Ces derniers ont de plus abaissé leur taux d'épargne d'un point entre la fin 2012 et la mi-2014, pour l'amener à 6 % dans la version SEC 2010 des comptes nationaux. Jusqu'en septembre 2014, la hausse des prix des actifs financiers et de l'immobilier a fait croître le patrimoine des ménages, déjà historiquement élevé en dépit de la crise (le patrimoine financier net des ménages représentait plus de 700 % de leurs revenus annuels en 2013). Les prix de l'immobilier, qui avaient atteint des niveaux record avant la crise, ont peu baissé ensuite, et ont recommencé à croître à partir du début 2014. En septembre 2014, la hausse était de près de 10 % en douze mois au début de 2014. Par ailleurs, les ménages ont cessé de se désendetter au second semestre 2013. Leur endettement représente 136 % de leurs revenus annuels, contre 160 % au début de la crise. Nous avons fait l'hypothèse que les ménages continueraient de baisser leur taux d'épargne d'environ 1 point à l'horizon 2015.

L'investissement des entreprises a augmenté rapidement (selon la nouvelle version des comptes nationaux) et est désormais plus en ligne avec l'enquête trimestrielle sur les perspectives d'investissement dans l'industrie. Étant donné les bonnes perspectives de demande à court terme et le faible niveau des taux d'intérêt, nous

avons inscrit dans notre prévision la poursuite d'une hausse du taux d'investissement à l'horizon de la fin 2015. Nous avons par ailleurs fait l'hypothèse que la productivité du travail accélérerait avec le retour de la croissance. Mais, à ce jour, ce qui est appelé outre-Manche « l'énigme de la productivité » demeure. Depuis le début 2008, les entreprises n'ont pas réduit leurs effectifs comme elles le faisaient habituellement lors des chutes de production. Elles ont préféré garder les salariés en place en limitant les hausses de salaires. Les nouveaux comptes nationaux, en révisant à la hausse la croissance du PIB depuis le début de la crise, réduisent l'ampleur de la chute de la productivité indiquée par les comptes précédents et font de ce fait disparaître une partie, mais une partie seulement, du mystère de la productivité. Alors que la productivité a fortement chuté au début de la crise au Royaume-Uni, le retour de la croissance s'est accompagné d'une hausse de l'emploi, sans gains de productivité jusqu'à présent, du moins au niveau de l'ensemble de l'économie.

La reprise britannique semble, à l'automne 2014, plus solide qu'il y a six mois, notamment du fait de l'investissement des entreprises. Mais le marché de l'immobilier reste, comme depuis plusieurs années, un élément de fragilité de la croissance au Royaume-Uni. Les prix de l'immobilier sont élevés, l'endettement des ménages, aussi, reste relativement élevé. Les ménages pourront-ils reprendre le processus de désendettement engagé au début de la crise, tout en maintenant un rythme de consommation de l'ordre de 2 % cette année et l'an prochain ? Le maintien de taux d'intérêt nominaux et réels à de bas niveaux aura un rôle fondamental pour stabiliser, si ce n'est réduire l'endettement des ménages à l'horizon de notre prévision. Vu nos hypothèses d'environnement international, qui sont celles d'une croissance modérée chez les principaux partenaires commerciaux, la croissance britannique serait de 3 % cette année et de 2,1 % l'an prochain.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,7	0,9	0,6	0,7	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,7	3,0	2,1
PIB par tête	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,9	2,6	1,4
Consommation des ménages ¹	0,6	0,3	0,5	0,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,6	2,1	2,1
Consommation publique	-0,2	1,3	0,6	-0,1	-0,3	1,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	2,3	0,7	0,9	-0,4
FBCF totale ² dont	0,7	-0,5	4,5	1,1	2,3	1,4	2,5	1,4	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	2,7	8,1	5,5
Productive privée	0,5	-2,3	6,5	0,6	0,9	3,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	5,0	3,9	7,8	6,0
Logement	2,0	4,7	2,4	2,1	3,9	5,4	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	-3,1	6,1	13,2	5,7
Publique	-0,5	-0,8	-0,2	1,4	6,1	-13,5	10,4	1,5	0,1	0,3	0,5	0,5	-5,5	-6,8	1,2	3,0
Exportations de biens et services	-1,0	5,9	-4,6	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	-1,3	1,8
Importations de biens et services	-2,7	3,5	1,5	-1,4	-2,0	-0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	0,5	-1,3	2,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	-0,3	1,4	1,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,2	0,5	0,7	6,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	1,7	2,9	2,2
Variations de stocks	-0,3	-0,3	1,7	-0,2	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,6	0,7	-2,0	0,5	0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,0	0,0	-0,2
Prix à la consommation ³	2,8	2,7	2,8	2,1	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	2,8	2,6	1,6	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	7,8	7,6	7,2	6,8	6,3	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8	8,0	7,6	6,4	5,9
Solde courant, en points de PIB	-3,0		-5,4		-4,9		-5,2		-5,2		-5,2		-3,7	-4,7	-5,1	-5,2
Solde public ⁴, en points de PIB													-8,3	-5,8	-4,8	-4,3
Impulsion budgétaire													-2,0	-0,6	-0,7	-0,7
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

4. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. Le transfert du fonds de pension de Royal Mail au secteur public creuse le déficit de 2,1 points de PIB en 2012. La prise en compte de l'APF réduit le déficit de 0,4 point de PIB en 2013, de 0,7 point en 2014 et en 2015.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q2 2014*, 30 septembre 2014), prévision OFCE octobre 2014.

FRANCE : CROISSANCE HORS TAXES

PERSPECTIVES 2014-2015 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Éric Heyer, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane
*Département analyse et prévision*¹

Début 2011, la France est l'un des rares pays développés à avoir retrouvé son niveau de PIB d'avant-crise. La croissance économique dépassait les 2 %, atteignant même les 3 % en glissement annuel au premier trimestre 2011. Depuis, la donne a changé : la dynamique de reprise s'est interrompue et l'activité connaît une croissance, certes positive, mais proche de zéro. Quatre freins conjoncturels expliquent l'extinction en 2011 de la phase de reprise post-récession : déjà malmenée par une consolidation budgétaire rapide et la dégradation des conditions de crédit, la croissance a aussi été diminuée par les fluctuations du prix du pétrole et de la compétitivité-prix, en 2012 sous l'effet de la déflation salariale des pays concurrents de la France, et en 2013, sous l'effet de l'appréciation de l'euro.

En 2014, l'amélioration attendue sur le front de l'activité ne se produira pas : le stimulus lié au relâchement progressif de la réduction des déficits sera compensé par l'appréciation de l'euro observée jusqu'au milieu de l'année 2013 ainsi que par la baisse de l'investissement en logement des ménages. La croissance devrait ainsi s'établir à 0,4 %, ne permettant ni au chômage d'inverser sa tendance haussière ni au déficit public de se résorber significativement. De plus, contrairement aux années antérieures et après une baisse régulière de plus de 3 points de PIB depuis 2009, le déficit public devrait à nouveau se creuser légèrement et atteindre 4,5 % du PIB.

En 2015, la croissance retrouverait un peu de vigueur, +1,1 % par an, grâce à l'atténuation de deux des facteurs négatifs qui ont étouffé la croissance depuis 2010 : les conditions de crédit et la réduction des déficits. Par ailleurs, l'effet de la compétitivité-prix, un facteur qui aura joué très négativement en 2014, devrait s'inverser. En premier lieu, cela sera lié à la dépréciation de l'euro, mais aussi à la montée en puissance du CICE.

1. Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Éric Heyer, composée de Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane. L'équipe remercie Bruno Coquet pour les nombreuses discussions autour des questions portant sur l'apprentissage, ainsi que Pierre Madec pour sa contribution à l'analyse du secteur du logement. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2014 et intègre les comptes nationaux trimestriels du deuxième trimestre 2014. Le modèle repose sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 2010 et est estimé sur la période 1978-2010. Les données en volume de la prévision sont aux prix de l'année précédente chaînés.

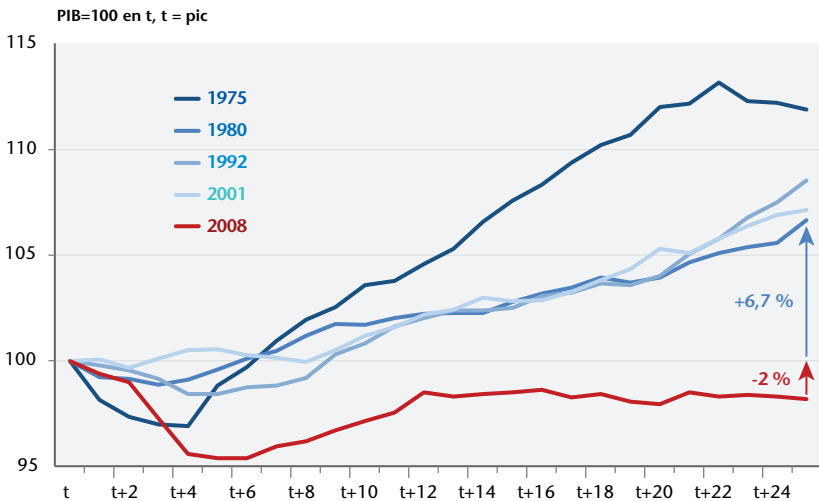
1. La stagnation pour seul horizon ?

Les thèses « déclinistes »

Depuis trois ans, l'économie française est à l'arrêt. Le rythme moyen de croissance ne dépasse pas 0,1 % par trimestre et le niveau du PIB en volume au deuxième trimestre 2014 n'est guère supérieur de 1 % à celui du premier trimestre 2011 qui avait marqué le terme du rebond de croissance consécutif à la récession de 2008/09. Au final, si l'on remonte encore de trois années le point de référence pour juger de la situation actuelle, la croissance trimestrielle moyenne est quasi nulle (+0,05 %) et le PIB supérieur de seulement 1 % à son dernier point haut d'avant-crise atteint au premier trimestre 2008 (graphique 8).

En termes de PIB par tête, indicateur qui rapporte la richesse créée par l'économie à sa population pour apprécier le revenu par habitant, le constat est plus médiocre encore (graphique 1) : le recul du PIB par tête est de 2 % depuis le début de la récession de 2008, situation inédite en France au vu des reprises qui ont succédé aux diverses crises survenues dans le passé et qui ont toujours ramené le PIB par tête au moins 6 % au-dessus de son pic d'avant-crise en six ans.

Graphique 1. Évolution du PIB par tête au cours des six années suivant le pic d'activité d'avant-crise



Cette cassure du sentier de croissance, sur une période maintenant relativement longue, a alimenté le débat sur la croissance de moyen-long terme et la possibilité d'une réduction forte du potentiel de croissance de l'économie française, question légitime et qui a trouvé ses partisans dans les visions déclinistes sur la situation française. Ce débat technique fait écho aux considérations plus générales relatives au devenir des économies industrialisées. Il est particulièrement vif aux États-Unis où Larry Summers a le premier évoqué l'entrée dans une période de « stagnation séculaire » résultant de l'incapacité des économies occidentales à retrouver leurs niveaux d'activité et leurs trajectoires de croissance d'avant la récession du fait de la déflation par les bilans – conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour se désendetter et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des dettes publiques issues de la récession appellent un effort très important de moindres dépenses. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes entraînées par l'ajustement freinent le désendettement en renchérissant le coût des dettes passées et en contrecarrant la baisse des taux d'intérêt réels qui atteignent rapidement leur limite inférieure. Le risque est celui d'un renforcement des politiques comptables visant à une réduction encore plus brutale des passifs financiers des agents privés et publics qui aurait pour conséquence une accélération de la spirale déflationniste.

En outre, le très fort ralentissement de la croissance au cours des six dernières années a fait naître des interrogations quant à la capacité de production potentielle des économies développées. Des études récentes qui étudient les liens entre crises financières et potentiel d'offre concluent à des pertes définitives de production plutôt qu'à une inflexion de la croissance après la crise². Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être convaincantes et

2. Furcieri D. et Zdzienicka A., 2011, « How costly are debt crises? », *FMI Working paper* 11/280.
Furcieri D. et Mourougane A., 2009, « The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries », *OCDE Working paper*, 699.
Reinhart C. M. et Rogoff K.S., 2009, « This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises », *NBER Working paper*, 13 882.

partagées par tous et les canaux de transmission des crises financières au potentiel de production mal décrits. Robert Gordon³ élargit encore le débat en évoquant l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'information et de la communication sur la croissance de la productivité depuis quelques années.

Sans exclure que de telles considérations puissent effectivement en rendre compte, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

L'affaïssement du potentiel à court terme...

Face à la faiblesse constatée de la croissance moyenne depuis 2008, tous les instituts économiques ont révisé à la baisse la croissance potentielle de la France et de la zone euro. La Commission européenne tablait au printemps dernier sur une croissance potentielle de 1 % pour la France et de 0,5 % pour la zone euro, alors que deux ans auparavant celle-ci était encore évaluée par ce même institut à 1,2 % pour la France et à 0,7 % pour la zone euro. L'OCDE, dans ses perspectives d'avril 2014, prévoyait une croissance potentielle pour la France de 1,3 % en 2013 et de 1,4 % en 2014 (respectivement 1,0 et 1,1 % pour la zone euro), alors qu'en novembre dernier celle-ci était attendue à 1,5 % pour 2013 et à 1,6 % pour 2014 (respectivement 1,2 et 1,3 % dans la zone euro).

Dans un document de travail de juillet 2014⁴, l'Insee, qui a évalué le PIB potentiel de la France et de la zone euro à partir de quatre techniques d'estimation, conclue que la croissance potentielle serait comprise entre 0,7 et 1,3 % en France (avec un écart de production compris entre -2,3 et -3,5 points de PIB) et entre 0,2 % et 0,7 % dans la zone euro (avec un écart de production équivalent à celui de la France).

Dans une note de septembre 2014⁵ sur la croissance potentielle, le Conseil d'analyse économique estime que la tendance des gains de productivité par tête est de 0,7 % par an depuis 2000 (1,1 %

3. Gordon, Robert, 2012, "Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds", *CEPR Policy Insight*, 63.

4. Lequien M. et Montaut A., 2014, « Croissance potentielle en France et en zone euro : un tour d'horizon des méthodes d'estimation », Insee, *Document de travail G 2014 / 09* juillet 2014.

5. Artus P., Garcia-Penalosa C., Mohnen P., 2014, « Redresser la croissance potentielle de la France », *Les Notes du Conseil d'Analyse Économique*, 16 septembre 2014.

avant la crise de 2008, 0,3 % sur la période 2008-13), et que la productivité globale des facteurs (PGF) stagne depuis le début des années 2000. Les auteurs arrivent ainsi à la conclusion que « la France ne peut évidemment pas afficher une croissance potentielle vigoureuse ».

Bercy a également fortement revu à la baisse la croissance potentielle pour la France dans le cadre de la présentation du PLF pour 2015, celle-ci passant de 1,5 % dans la version du Programme de stabilité d'avril 2014 à désormais 1,0 % en 2014 et 1,1 % en 2015, avec des conséquences importantes sur la mesure de l'ajustement budgétaire structurel⁶.

L'affaîssement de la croissance depuis 2008 conduit inévitablement à réviser la croissance potentielle de court terme car cette dernière est estimée à partir des évolutions passées des facteurs de production. Or, les méthodes utilisées par l'Insee et la plupart des instituts aboutissent à évaluer une croissance potentielle à court terme, c'est-à-dire une croissance potentielle basée sur les évolutions passées des facteurs de production. Or, à moyen-long terme, les facteurs de production ne sont pas fixes. En effet, leur flexibilité sur un horizon plus large conduit, avec la fermeture de l'écart de production, à une baisse du chômage et à une hausse de l'investissement net de la dépréciation du capital, ce qui a pour conséquence de redresser la croissance du stock de capital productif et de l'emploi par rapport à leur tendance récente. Le retour vers un sentier de croissance équilibré conduit nécessairement à une croissance potentielle de moyen-long terme supérieure à celle de court terme. Dans une étude de 2013 réalisée à partir d'une méthode d'évaluation de la productivité globale des facteurs basée sur une mesure de moyen-long terme, l'Insee⁷ estimait la croissance potentielle pour la France entre 1,2 % et 1,9 % pour la période 2015-2025.

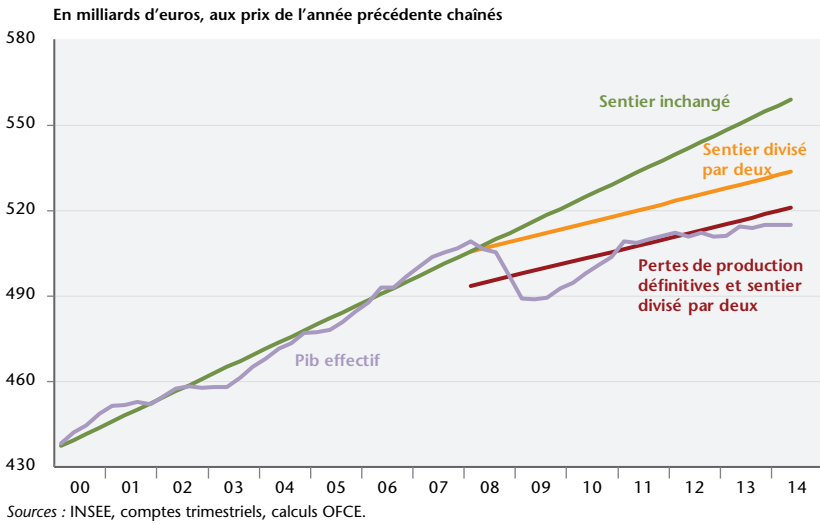
L'évaluation de l'impact de la crise sur le niveau et la croissance de la production peut être appréciée empiriquement en séparant l'analyse en deux parties : d'une part en discutant l'impact de la crise sur le niveau de la production, ce qui se traduirait par une

6. Pour plus de détails, voir la partie « finances publiques ».

7. Cabannes P.Y., Montaut A. et Pionnier P.A., 2013, « Évaluer la productivité globale des facteurs : l'apport d'une mesure de la qualité du capital et du travail », *L'économie française*, INSEE.

marche d'escalier du potentiel vers le bas ; d'autre part en étudiant son incidence sur le taux de croissance du potentiel, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier de croissance de moyen terme de l'économie (graphique 2). Ces deux approches ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

Graphique 2. Différentes hypothèses d'évolution du PIB potentiel français



Dans l'hypothèse, qui n'est plus guère avancée par les économistes, où le potentiel et sa croissance seraient sortis indemnes de la récession, la marge de rebond possible de l'économie, matérialisée par l'écart entre le PIB effectif au deuxième trimestre 2014 et le niveau obtenu en prolongeant la tendance qui s'était formée entre 2000 et 2008 (1,7 % l'an), serait importante, avec un écart de production négatif de presque -8 %.

Si l'on suppose une division par deux du rythme de croissance potentielle depuis la récession, la marge de rebond est sévèrement amputée en comparaison du scénario précédent, avec un écart de production négatif de -3,5 %. Enfin, le cas de figure le plus défavorable, celui d'une perte de production irrécupérable supposée égale à la moitié de la chute du PIB enregistrée lors de la récession, associée à un infléchissement du sentier de croissance, n'offre plus de

potentiel de rebond. Certains invoquent une telle configuration pour rendre compte de l'interruption de la reprise au début de 2011 et de l'incapacité du PIB à renouer avec la croissance depuis lors.

Après six années de quasi-stabilité de l'activité, accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif de 7 % et d'une hausse du taux chômage de 3 points, il est possible d'envisager une rupture définitive du niveau et de la croissance potentielle à court terme, dont le seul ressort encore intact en France reste la démographie.

Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi, très probablement, la diffusion du progrès technique qui modèle la trajectoire de la productivité. Mais cette baisse n'est pas irréversible. En effet l'investissement et le stock de capital sont endogènes et une reprise nette des perspectives de demande devrait entraîner rapidement une forte reprise des investissements, de capacité comme de modernisation, au travers du mécanisme classique d'accélérateur.

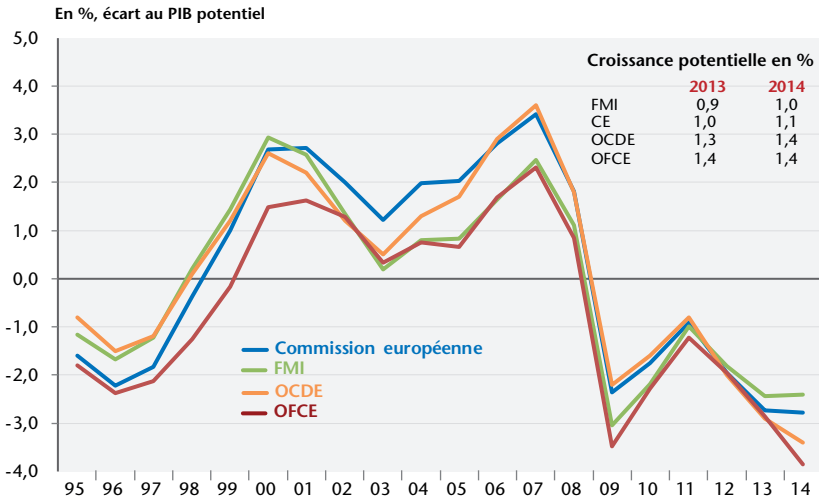
De même les effets d'hystérèse sur le marché du travail peuvent écarter de l'emploi un nombre croissant de chômeurs de longue durée n'ayant plus d'influence sur le marché du travail et la formation des salaires, ce qui élèverait le taux de chômage structurel. Mais là encore le phénomène est réversible et une reprise de la demande de travail permettrait l'allongement de la durée du travail (par la réduction du temps partiel) et l'arrivée ou le retour de travailleurs écartés antérieurement du marché du travail (par le raccourcissement des durées d'étude, l'élévation du taux d'emplois des femmes à temps plein, l'immigration ou l'intensification de l'effort de formation des entreprises). C'est ce qui s'était produit lors de la période de forte croissance de la fin des années 1990 qui n'avait jamais buté sur la pénurie de main-d'œuvre employable, alors que le même diagnostic d'hystérèse était dénoncé pour expliquer le fort niveau de chômage consécutif à la crise de 1993.

... ou plus certainement un potentiel de reprise

Au-delà des analyses présentées ci-dessus qui reposent sur des hypothèses *ad hoc*, on peut tenter d'évaluer l'évolution du potentiel depuis le début de la crise à partir de méthodes statistiques empiriques de prolongement des tendances observées depuis la

crise. Si la quantification de la croissance potentielle varie d'une institution à l'autre, un consensus émerge toutefois parmi les grandes institutions pour évaluer la croissance potentielle au minimum à 1 % en 2014, le Fonds monétaire international (FMI) et la Commission européenne (CE) tablant sur les rythmes les plus modérés, et l'estimation de l'OCDE ou nos propres estimations étant un peu plus dynamiques (graphique 3).

Graphique 3. Écart de production en France



L'estimation d'un écart de production négatif (l'*output gap*) fait aussi consensus entre les institutions : le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique de l'économie française est commun : celui de l'existence de marges de rebond, supérieures même à celles qui s'étaient formées au cœur de la récession en 2009 (à l'exception de l'évaluation du FMI). Ces marges ne diffèrent que par leur amplitude, avec des écarts de production compris entre 2,5 et 4 points selon les instituts, ce qui est peu important s'agissant de la prise en compte des contraintes effectives de croissance à l'horizon 2015. Au-delà, le potentiel de rebond serait plus vite épuisé d'après les estimations du FMI ou de la CE que d'après celles de l'OCDE ou de l'OFCE.

Le PIB potentiel, comme on l'a déjà souligné, n'est pas observable directement, et ne peut être approché qu'en conduisant des estimations qui reposent sur les observations passées de ses déterminants, et à ce titre elles sont contestables pour évaluer la production potentielle de moyen-long terme. En revanche, les mesures directes faites auprès des entreprises sur les conditions d'utilisation des ressources productives ainsi que la hausse du chômage et du sous-emploi appuient la présomption de l'existence d'un écart de production négatif. De plus, la faiblesse de l'inflation, tombée sous 0,5 % à l'été 2014, plaide également en ce sens.

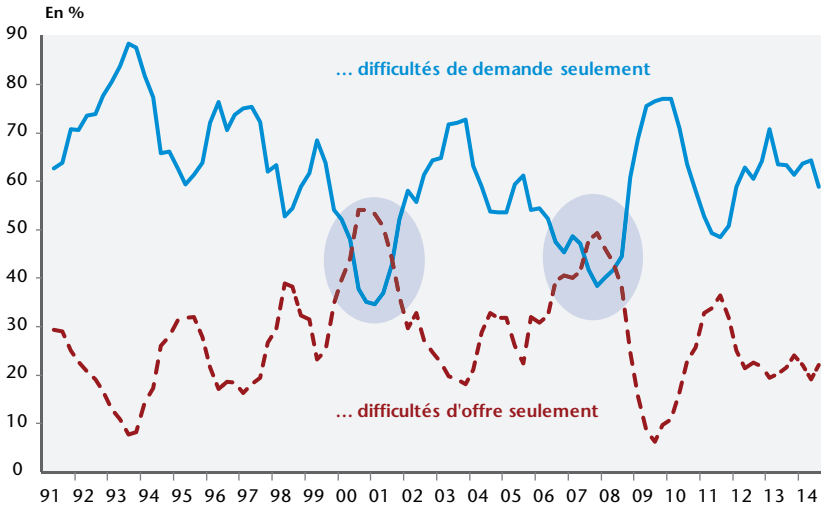
Un appareil productif sous-utilisé

Au sein du débat opposant les tenants d'une insuffisance de l'offre à ceux d'une insuffisance de la demande pour expliquer le faible niveau d'activité en France depuis 3 ans, quelques éléments factuels peuvent être utilement rappelés. Dans l'enquête trimestrielle dans l'industrie, les entreprises du secteur manufacturier déclarent toujours majoritairement éprouver des difficultés de demande plutôt que des difficultés d'offre pour accroître leur production comme elles le souhaiteraient (graphique 4). Cette situation perdure depuis la fin 2008 même si un rééquilibrage, comme ce fut le cas avant les pics cycliques de 2000 et de 2008, s'était amorcé entre la mi-2009 et la fin 2011 sous l'effet de la reprise de la croissance après la récession. Mais ce rééquilibrage est resté inachevé et l'écart entre les types de contraintes limitant la production s'est de nouveau déplacé vers les difficultés de demande depuis la seconde moitié de 2012.

Dans ce contexte d'une insuffisance de demande caractérisée, les entreprises sous-utilisent de manière chronique l'appareil productif. Quand elles sont confrontées à une faiblesse des commandes et de la production, les entreprises n'ajustent pas instantanément leurs ressources en facteurs de production pour éviter des coûts d'ajustement, injustifiés si la production devait redémarrer à brève échéance. Dans l'intervalle, elles relâchent l'intensité avec laquelle elles utilisent leurs ressources, par la réduction de la durée du travail, le recours au chômage partiel et le ralentissement des chaînes de fabrication. C'est en dernier recours qu'elles se résolvent à licencier ou à fermer des unités de production. Il résulte de ces comportements de rétention de facteurs de

production une baisse de la productivité durant les phases descendantes du cycle économique et un mouvement symétrique durant les phases de reprise. En phase de basse conjoncture comme actuellement, les entreprises disposent donc de ressources excédentaires en facteurs de production qui pourraient être mobilisées en cas de reprise de l'activité.

Graphique 4. Pourcentage d'entreprises ne pouvant produire davantage en raison de...

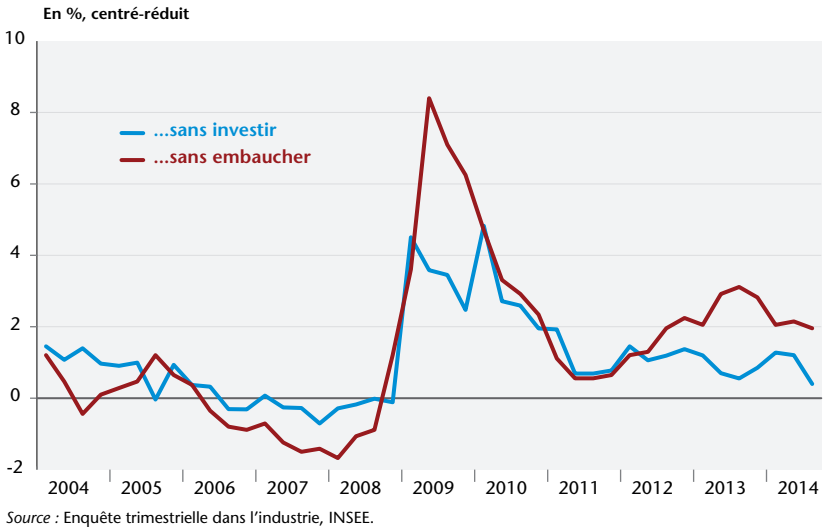


Source : Enquête trimestrielle dans l'industrie, INSEE.

Pour preuve, les marges de capacité de production respectivement sans investir et sans embaucher, qui sont une mesure par enquête dans l'industrie, des ressources productives non utilisées au sein des entreprises restent supérieures à leur moyenne d'avant-crise⁸. Les marges avaient atteint des niveaux exceptionnellement élevés au cœur de la récession de 2008/09, avant de refluer au cours de la phase de reprise de la croissance entre la mi-2009 et début 2011, pour finalement augmenter à nouveau depuis (graphique 5).

8. Les entreprises sont interrogées sur le supplément de production qu'elles pourraient réaliser sans accroître leurs stocks de facteurs de production. Les marges sont ainsi une mesure du sous-emploi des ressources productives : elles s'étendent quand la production diminue car les entreprises n'ajustent pas immédiatement le volume de facteurs à la production courante, ce qui se traduit par une baisse de la productivité. Ces marges sont naturellement mobilisables en cas de reprise de la production, avec un rebond associé de la productivité.

Graphique 5. Marges de capacité de production...

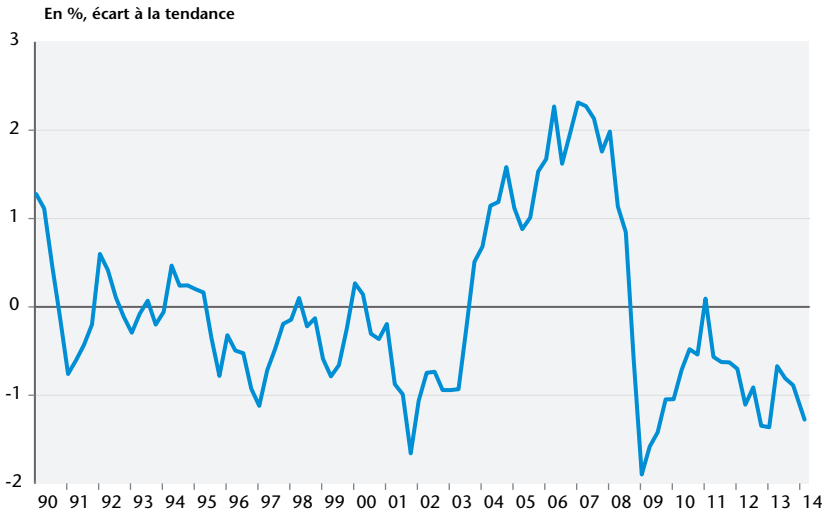


Des marges durablement élevées, telles qu'on les observe dans l'industrie, corroborent, par une source d'information alternative, l'estimation d'un écart de production durablement négatif en France. On notera toutefois que les marges sont moins étendues pour le capital que pour le travail. Les faillites d'unités de production durant la récession et le recul de l'investissement ont certainement raréfié à court terme les ressources en capital et plaident en faveur de l'hypothèse d'un affaissement du potentiel au moins transitoire de l'économie française depuis le déclenchement de la crise. Toutefois cela laisse inchangé les possibilités d'une reprise à court terme mobilisant les ressources immédiatement disponibles. L'accumulation induite du capital et la reprise des créations d'entreprises prenant ensuite le relais en cas de hausse durable de la croissance qui serait elle-même alimentée par la reconstitution des capacités d'offre.

Nos estimations de productivité, reposant sur des équations qui relient les comportements d'emploi des entreprises à la production, sont cohérentes avec les déclarations des entreprises aux enquêtes : le cycle de productivité resterait très dégradé en 2014, en ligne avec l'existence de marges de capacité de production (graphique 6). Avec un écart de 1,4 % à son niveau tendanciel, le niveau de la productivité apparente dans les secteurs marchands

laisse subsister au sein des entreprises un volant de « sureffectifs » équivalant à 230 000 emplois.

Graphique 6. Cycle de productivité dans les secteurs marchands



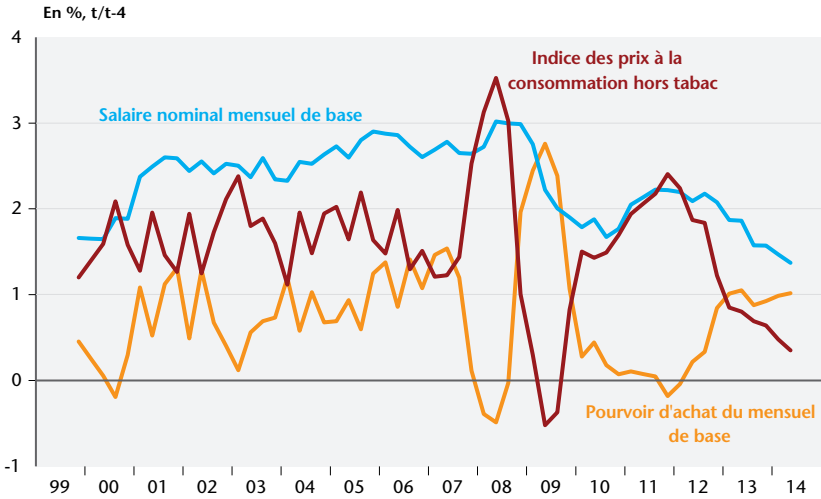
Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs OFCE.

En sous-régime depuis l'interruption, en 2011, de la reprise ayant fait suite à la récession, l'économie française penche clairement vers la désinflation, si ce n'est la déflation. L'absence de tensions sur l'appareil productif, le maintien du chômage très au-delà du taux de chômage structurel et la concurrence des pays déjà en situation de déflation salariale comme l'Espagne et l'Italie ont ramené le taux d'inflation sous les minima de ces quinze dernières années, si l'on exclut la récession de 2009 (graphique 7).

En France, l'inertie des salaires face au ralentissement des prix a induit un redémarrage de la progression du salaire réel en 2012, ce qui a soutenu la consommation, mais au prix d'un taux de marge des entreprises très dégradé. Un élément d'explication peut être que les entreprises et les salariés ont mal anticipé le ralentissement de l'inflation, ce qui s'est traduit dans un premier temps par une hausse du salaire réel. L'accélération du salaire réel s'est toutefois interrompue en 2013, le ralentissement plus marqué des salaires nominaux accompagnant désormais celui des prix. En revanche, il est probable qu'une part du CICE a été répercutée dans les salaires,

les salariés ayant pu chercher, au cours des négociations salariales, à compenser la hausse de TVA qui finance le CICE.

Graphique 7. Inflation et salaires en France



Sources : INSEE, Ministère du Travail.

Il semble donc que la panne qui frappe l'économie française depuis 3 ans ne soit pas due à une disparition du potentiel de croissance, même si un tassement est probable. Une telle hypothèse entrerait en effet en contradiction avec les symptômes décrits plus haut qui caractérisent une économie en situation d'insuffisance de demande.

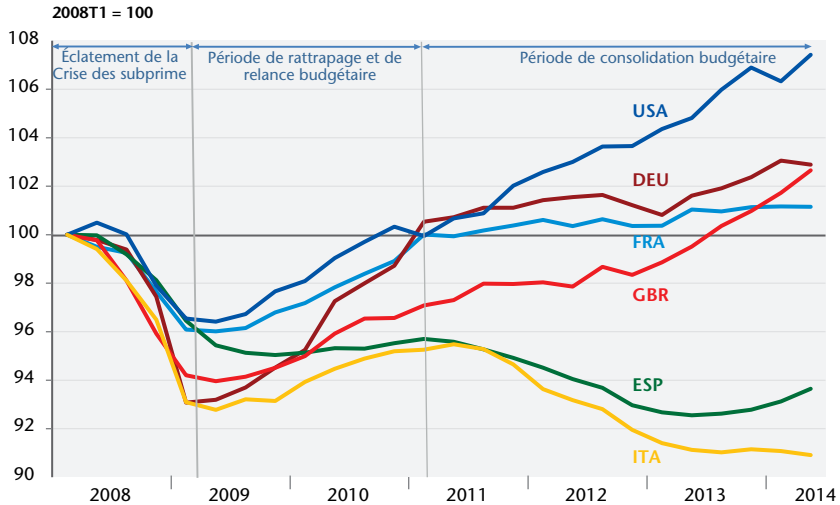
2. Vents contraires

Le flux...

La publication des comptes nationaux nourrit de trimestres en trimestres un pessimisme qui semble irréversible. Pourtant il n'y a pas si longtemps, en 2010 et 2011, l'économie française était capable de croître d'environ 2 % par an (respectivement +1,9 et +2,1 % en moyenne annuelle, et même de 3 % en glissement annuel au premier trimestre 2011). La reprise de l'activité consécutive à la récession de 2008/09 avait amorcé un mouvement de comblement de l'écart de production, qui, s'il s'était poursuivi,

aurait permis au processus de correction des déséquilibres hérités de la récession d'aboutir.

Graphique 8. Évolutions comparées du PIB de la France et de ses principaux partenaires



La performance française à l'issue des deux premières phases de la crise – la récession puis la période de rattrapage achevée au début de 2011 – soutient d'ailleurs la comparaison avec les économies souvent citées comme référence (graphique 8). Entre 2008 et le début de 2011, l'économie française a bien résisté si on la compare à celle de ses principaux partenaires. La récession y a été moins forte qu'au Royaume-Uni, en Allemagne, en Espagne et en Italie. Après le choc initial, les économies ont retrouvé la voie de la croissance à la mi-2009 grâce à la réactivation du commerce mondial et aux plans de relance mis en place par les gouvernements. Le rebond français s'inscrit parmi les plus vigoureux, voisin de celui des États-Unis, et nettement supérieur à celui du Royaume-Uni, de l'Italie et de l'Espagne. L'Allemagne fait figure d'exception parmi les grands pays industrialisés, avec un rattrapage plus rapide qu'ailleurs : ayant axé son modèle de développement sur la conquête de marchés extérieurs, elle a d'autant plus profité de la reprise du commerce mondial dans le courant de l'année 2009 qu'elle avait été plus lourdement affectée par son effondrement en 2008. C'est aussi le seul pays à avoir poursuivi, en 2010, l'effort de

relance quand ses partenaires avaient déjà basculé dans la consolidation budgétaire.

Au début de l'année 2011, la France avait, comme l'Allemagne et les États-Unis, retrouvé son niveau d'activité d'avant-crise. L'écart avec les autres pays européens apparaissait très en faveur de ces trois pays. La cassure apparue au sein des grands pays industrialisés entre 2008 et 2011 a donc laissé la France dans le groupe qui a le mieux résisté aux violentes turbulences provoquées par la crise financière.

... et le reflux

La première moitié de 2011 a brutalement interrompu le processus de reprise quand l'économie française, sous l'effet dominant du basculement des politiques budgétaires européennes vers l'austérité, est entrée dans une phase de quasi-stagnation dont elle n'est toujours pas sortie. Mais là encore, en faisant du sur-place, la France affiche des évolutions moins mauvaises que l'Italie et l'Espagne, entrées dans une deuxième récession qui laisse leur PIB au deuxième trimestre 2014 respectivement à 9 et 6 % sous leur point de départ d'avant-crise. Au sein d'une zone euro qui était la seule région du monde en récession, seuls trois pays y ont échappé, l'Allemagne, l'Autriche et... la France.

L'Hexagone accuse un retard modéré vis-à-vis de l'Allemagne depuis 2008 (environ 2 points de PIB par tête), mais ces économies sont toutes deux largement distancées par les États-Unis (7 points de PIB par tête de plus que la France et 5 de plus que l'Allemagne depuis début 2008). L'austérité outre-Atlantique a été moins virulente qu'en France mais l'économie américaine a surtout bénéficié d'une politique monétaire très agressive s'appuyant sur des leviers non conventionnels, d'un dollar très compétitif et d'une énergie bon marché avec l'exploitation du gaz de schiste. Le Royaume-Uni, où pourtant l'austérité a été aussi marquée qu'en Espagne de 2010 à 2013 mais qui a conduit une politique monétaire d'accompagnement autonome, à la différence des autres pays de la zone euro, a pu préserver un sentier d'expansion positif qui s'est même accentué depuis 2013. Au final, le Royaume-Uni affiche au deuxième trimestre 2014 un niveau de PIB par tête supérieur à son niveau d'avant-crise avec une variation comparable à celle de l'Allemagne et supérieure à celle de la France.

Tableau 1. Les freins à la croissance en France de 2010 à 2013

En points de croissance

	2010	2011	2012	2013
Croissance du PIB	1,9	2,1	0,4	0,4
Impact sur le PIB dû...				
... aux évolutions du pétrole	0,0	-0,1	-0,3	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	0,0	-0,1	-0,3	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,0	-0,1	-0,0
... à la compétitivité-prix	0,2	0,2	-0,1	-0,1
<i>Effet du taux de change effectif de l'euro</i>	-0,1	0,1	0,1	-0,1
<i>Effet compétitivité intra-zone euro</i>	0,3	0,1	-0,2	0,0
... aux conditions de crédit	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	0,0	0,0	0,0
... aux politiques budgétaires	-0,7	-1,4	-1,6	-1,5
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,5	-1,2	-0,9	-0,9
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,2	-0,3	-0,7	-0,6
Acquis	0,6	0,9	0,3	-0,1
Effet cumulé des chocs	-0,9	-1,5	-2,3	-1,9
Autres facteurs	-0,1	0,3	0,0	-0,1
Rythme de croissance spontanée hors chocs	2,4	2,4	2,4	2,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels, estimations e-mod.fr.

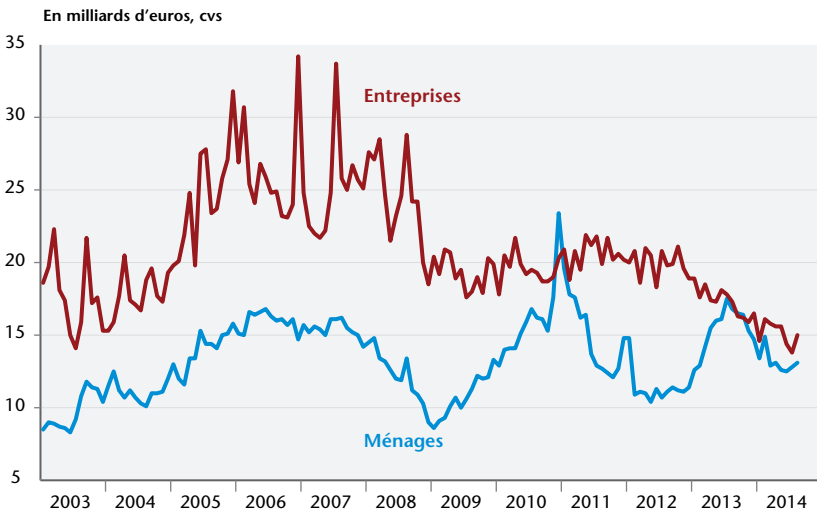
Quatre types de chocs (la politique budgétaire, les pertes de compétitivité, les conditions monétaires et le prix du pétrole), dont le principal est la politique de consolidation budgétaire instituée en Europe à partir de 2010, rendent compte de l'étouffement en 2011 de la reprise post-récession (tableau 1).

L'effet de ces quatre chocs est resté mesuré en 2010 et en 2011, respectivement -0,4 et -0,6 point de PIB, mais avec déjà à l'époque une prédominance du frein budgétaire qui s'est renforcé en 2011 et en 2012 (-1,4 et -1,6 point de PIB) pour à peine s'atténuer en 2013 (-1,5 point de PIB). Les gouvernements français successifs se sont pliés aux normes de réduction des déficits édictées par la Commission européenne tout en affichant leur souci de préserver la notation de la dette souveraine française pour se prémunir de la défiance des marchés et éviter la hausse des primes de risque sur les taux souverains. La rigueur a ainsi formaté la politique économique. Au frein budgétaire national s'est ajouté l'effet négatif des politiques budgétaires conduites pour les mêmes raisons chez les

partenaires européens de la France et qui, par le canal de l'affaïssement de la demande adressée, ont renforcé l'impact de la consolidation budgétaire sur la croissance. Cette politique a exercé des effets d'autant plus récessifs qu'elle a été appliquée alors que l'économie portait encore les stigmates de la récession, notamment un niveau de chômage élevé, et que l'écart de production, toujours fortement négatif, témoignait de la persistance d'une situation de bas de cycle dans laquelle les multiplicateurs fiscaux sont élevés (graphique 20).

L'impact négatif dominant du frein budgétaire a été renforcé par la dégradation des conditions de crédit qui a imprimé des pertes de croissance comprises entre -0,2 et -0,4 point de croissance annuelle jusqu'en 2012 : l'assouplissement de la politique monétaire par la baisse des taux d'intérêt directeurs de la BCE a été contrebalancé par le durcissement des conditions d'octroi de crédit ainsi que par la préférence des investisseurs pour les titres d'État des pays épargnés par la défiance des marchés, jugés moins risqués que les titres privés. Les nouveaux crédits aux entreprises n'ont jusqu'à présent pas infirmé leur orientation baissière qui a conduit à une division des flux par deux en comparaison de leur niveau d'avant-crise (graphique 9).

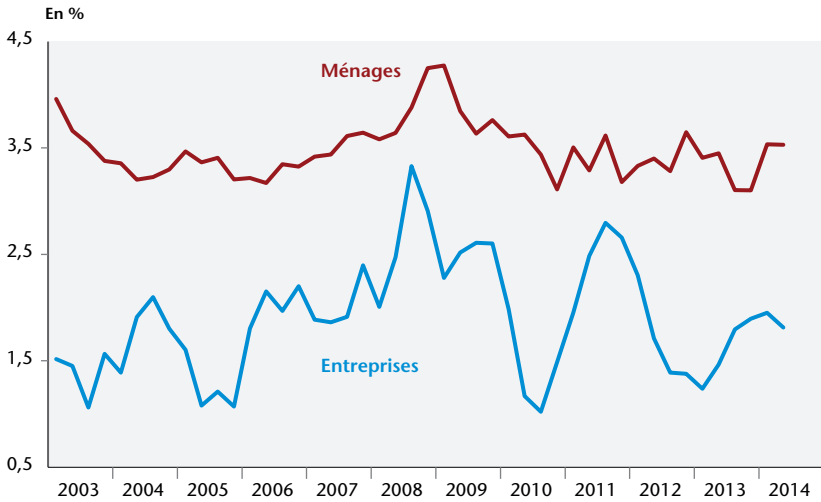
Graphique 9. Flux de nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises



Source : Banque de France.

Le tarissement des flux de nouveaux crédits tient aussi au climat déflationniste qui s'installe peu à peu et dont on commence à percevoir les effets (graphique 10). La baisse des taux nominaux étant plus lente que celle de l'inflation, les taux réels s'élèvent, pénalisant la profitabilité attendue des projets que ces crédits financent. La remontée des taux réels aux entreprises est certes moins marquée qu'au paroxysme de la crise des dettes souveraines, mais dans un environnement qui a regagné en stabilité et qui de ce fait est plus favorable à la reprise de l'investissement des entreprises, elle reste un facteur de blocage des dépenses.

Graphique 10. Taux d'intérêt réels aux ménages et aux entreprises*



* : Les taux réels pour les ménages sont calculés avec l'inflation sous-jacente, pour les entreprises avec le prix de la valeur ajoutée

Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

Déjà malmenée par la réduction rapide des déficits et la dégradation des conditions de crédit, la croissance a également été freinée par les fluctuations du prix du pétrole, notamment en 2012, et par celles de la compétitivité-prix, en 2012 sous l'effet de la déflation salariale des pays concurrents de la France, et en 2013 sous l'effet de l'appréciation de l'euro.

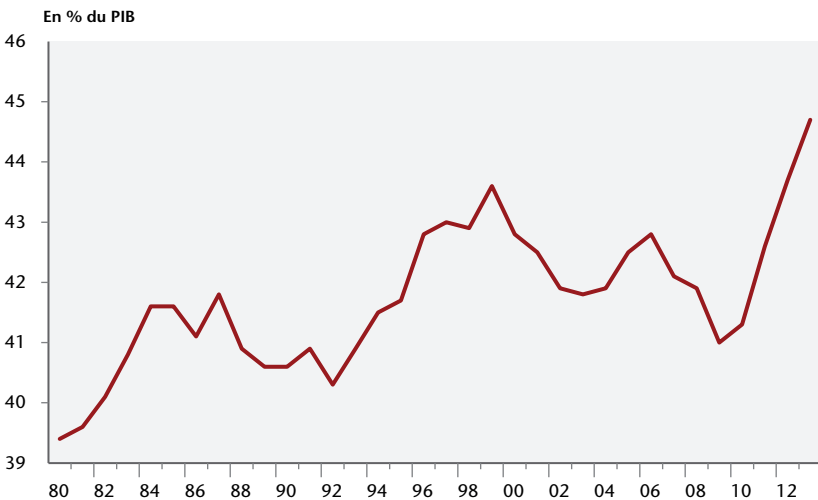
L'identification des chocs ayant interrompu la reprise à partir de 2011, la mesure de leur impact sur la croissance permet de reconstituer la trajectoire que l'économie française aurait pu suivre en leur absence. La croissance spontanée aurait pu s'établir autour de 2,4 %

depuis 2010, un rythme supérieur à la croissance potentielle. Un tel rythme aurait permis une convergence durable du PIB vers son potentiel et la réduction des déséquilibres sur le marché du travail, la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif et aurait facilité le redressement des comptes publics. Cette dynamique de sortie de crise de 2,4 % correspond à la croissance potentielle de l'économie française (1,4 %) à laquelle on ajoute une vitesse de convergence de l'économie vers son potentiel, autrement dit une vitesse de fermeture de l'*output gap*. Cette dernière est évaluée à un point par an, ce qui correspond à la vitesse maximale observée au cours des 20 dernières années en France. L'*output gap* étant resté fortement dégradé depuis 2009 (graphique 3) et adoptant une définition de potentiel de croissance de moyen terme peu variable, cette dynamique de sortie de crise est restée stable depuis le début de la crise.

La consolidation budgétaire, de cause à effets

Le canal par lequel a transité l'austérité depuis 2010 a été celui des prélèvements obligatoires (graphique 11). Le taux de prélèvement, qui avait baissé durant la récession sous l'effet des stabilisateurs automatiques, s'est redressé à partir de 2010, non pas tant du fait de la reprise de l'activité qui a favorisé les rentrées fiscales que du fait des premières hausses discrétionnaires de prélèvements sur les ménages

Graphique 11. Taux de prélèvements obligatoires en France

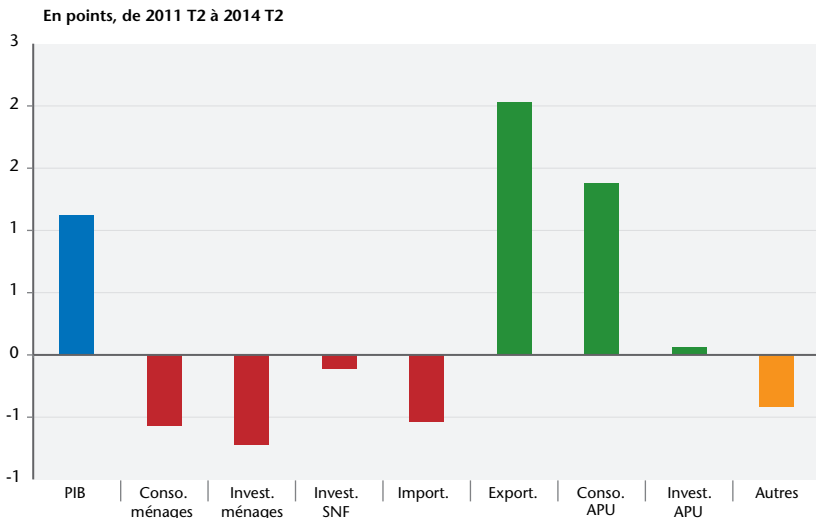


Source : INSEE.

par le biais du rabotage des niches fiscales décidé par le gouvernement Fillon en septembre 2010. La pression s'est accentuée par la suite, tant sur les ménages que sur les entreprises, avec les Lois de finances votées sous la présidence Hollande instituant tour à tour la fin de la défiscalisation des heures supplémentaires, la contribution exceptionnelle sur la fortune, la hausse des taux supérieurs de l'IRPP, la désindexation du barème de l'impôt sur le revenu, la hausse de l'impôt sur les sociétés, des cotisations sociales et des prélèvements sociaux. Au total, le taux de prélèvements obligatoires (PO) s'est élevé de près de 4 points entre 2009 et 2013 pour atteindre un record historique depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale à 44,7 % du PIB. Cet alourdissement a porté davantage sur les ménages, à hauteur des deux tiers, que sur les entreprises pour le tiers restant⁹.

L'impact de l'austérité sur l'économie résulte des conséquences de la hausse des prélèvements sur les dépenses des agents. Depuis le premier trimestre 2011, qui marque la fin de la phase de reprise post-récession et l'entrée en stagnation de l'économie française, le PIB n'a crû que de 1,1 % en trois ans. Cette évolution d'ensemble repose sur des contributions hétérogènes des composantes du PIB qui illustrent la nature et le poids des canaux de transmission de l'austérité à l'économie réelle (graphique 12).

Graphique 12. Contributions à l'évolution du PIB



Source : INSEE.

9. Pour plus de détails, voir la partie « finances publiques ».

L'impact de l'austérité sur l'activité, par la hausse des prélèvements sur les ménages¹⁰, a transité *via* les postes de demande finale qui pèsent le plus dans le PIB (un peu moins de 60 %). Les dépenses des ménages, que ce soit en consommation ou en investissement-logement, contribuent le plus négativement à l'évolution du PIB en trois ans, avec un impact cumulé de -1,3 point. Pour les entreprises, l'effet de la rigueur est nettement plus modéré, la hausse initialement moindre des prélèvements obligatoires s'étant appliquée à un secteur institutionnel dont la dépense réelle pèse moins également dans le PIB.

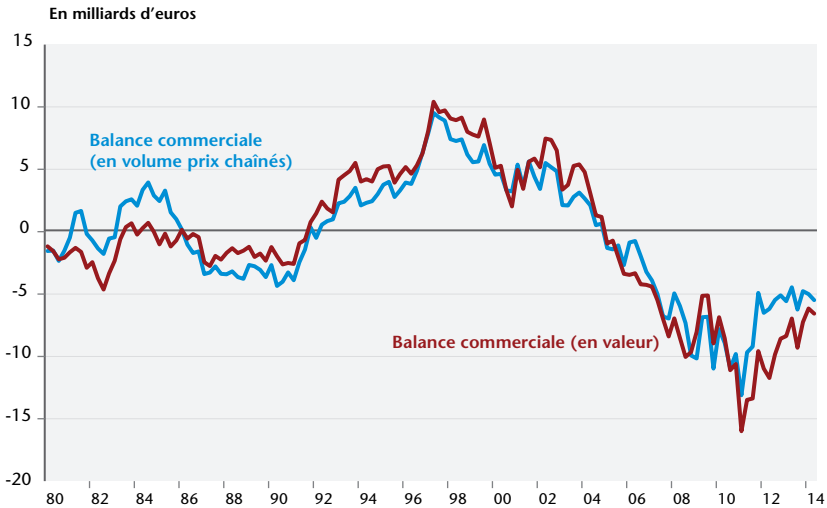
La contribution des administrations publiques (APU) est restée significativement positive (+1,5 point), grâce à la progression de la consommation, qui a contribué à hauteur de +1,4 point à l'évolution du PIB, et à celle de l'investissement, plus marginale avec une contribution de +0,1 point. Sur la période 2011-13, la dépense publique a crû comme le potentiel de l'économie et n'a donc pas entraîné d'impulsion budgétaire négative, l'austérité sur cette période étant passée par la hausse des prélèvements fiscaux et sociaux (+ 70 milliards d'euros de 2011 à 2013).

Enfin, la croissance a bénéficié d'une contribution fortement positive du commerce extérieur depuis trois ans, par le freinage des importations lié à la faiblesse de la demande interne et surtout par le dynamisme des exportations affichant une contribution positive de +2 points à l'évolution du PIB.

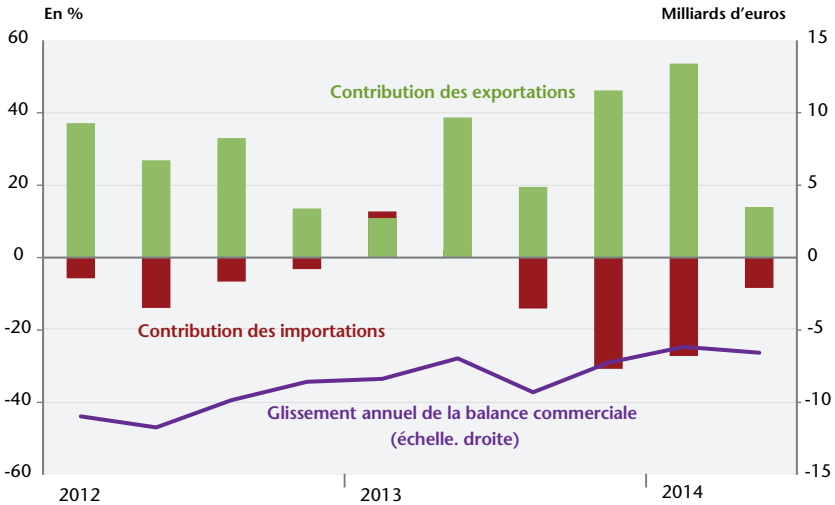
Si, le déficit commercial s'est continuellement dégradé entre 1996 et 2011, qu'il soit mesuré en valeur ou en volume (graphique 13), il s'est néanmoins amélioré de 58 % depuis le premier trimestre 2011. Ce redressement s'explique principalement par la contribution des exportations (graphique 14), alors que dans d'autres pays de la zone euro (Espagne, Grèce, Portugal) l'ajustement s'est fait en grande partie par la contraction des importations. L'appareil productif français paraît donc en mesure de répondre à la demande qui lui est adressée par les partenaires commerciaux. Le rétablissement de la balance commerciale n'apparaît ainsi pas hors de portée. Un regain de croissance en zone euro redresserait la demande adressée, ce qui profiterait aux exportations françaises.

10. Pour plus de détails voir la partie « finances publiques ».

Graphique 13. Balance commerciale de la France



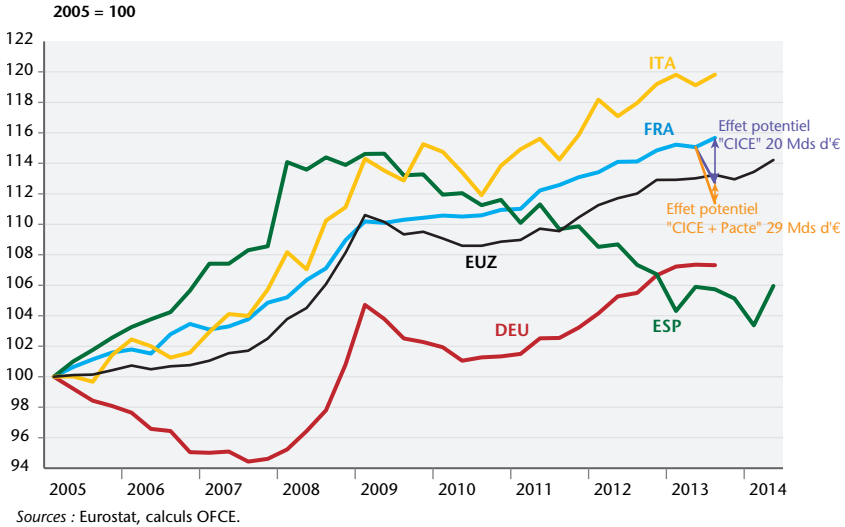
Graphique 14. Balance commerciale trimestrielle en valeur, glissement annuel et contributions au glissement annuel



De plus, les efforts de baisse du coût du travail *via* la mise en place du CICE et les allègements programmés sur les cotisations sociales patronales en 2015 dans le cadre du Pacte de responsabilité favoriseront le redressement de la compétitivité française. Toutes choses égales par ailleurs, les 20 milliards à terme du CICE (10 Mds

en 2015) et les 9 milliards du Pacte de responsabilité (4,5 Mds en 2015) permettraient aux coûts salariaux unitaires (CSU) de la France de s'améliorer (graphique 15). De plus, la baisse du taux de change effectif de l'euro favoriserait une reprise des exportations hors zone euro¹¹.

Graphique 15. Évolution des coûts salariaux unitaires de la France et des principaux pays de la zone euro



3. Une croissance vacillante

Un rebond fugace

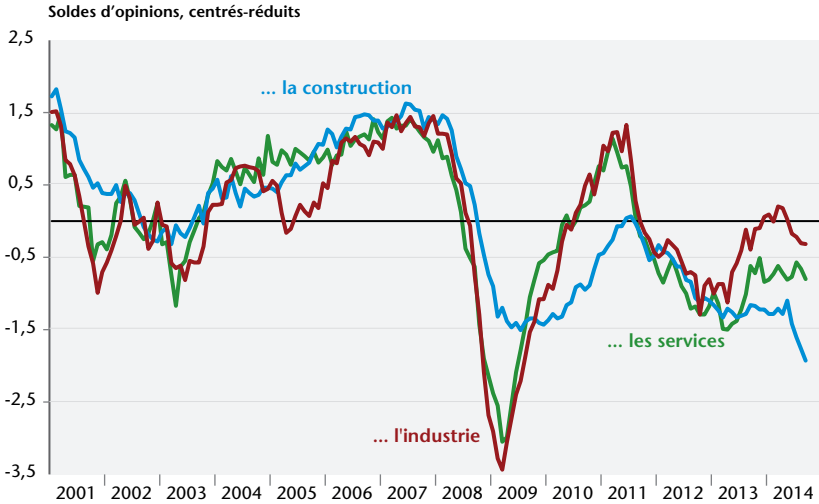
En cet automne 2014, le climat conjoncturel reste morose. Le sursaut d'activité initié au deuxième trimestre 2013 a tourné court les trimestres suivants avec une stagnation du PIB en moyenne. Pourtant, les enquêtes de conjoncture qui s'étaient retournées au début de 2013, sauf dans le bâtiment, laissaient espérer le retour de la croissance après deux années d'atonie (graphique 16).

Ces espoirs ont été rapidement déçus. Difficile donc de voir des signaux de reprise durable. Certains sursauts sont dus à des facteurs ponctuels, comme le printemps exceptionnellement froid de l'année 2013 qui a dopé la consommation d'énergie au deuxième

11. Pour plus de détails, voir l'étude spéciale sur la baisse de l'euro et la désinflation compétitive.

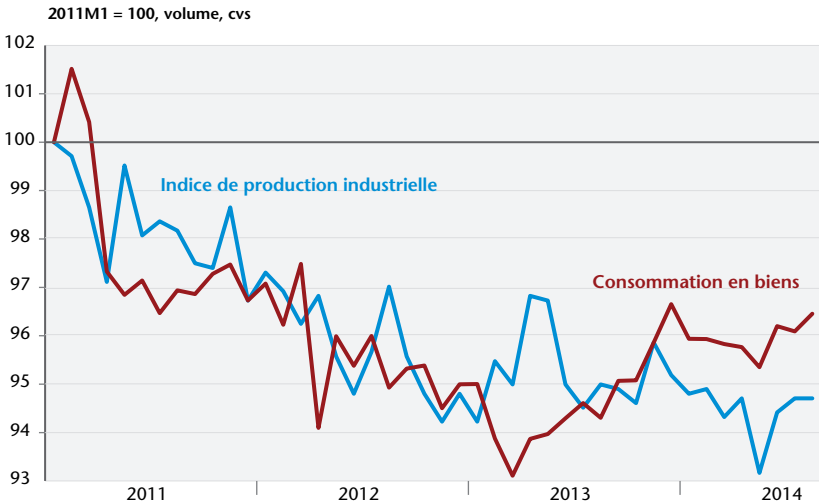
trimestre ou l'anticipation de la hausse de la TVA au 1^{er} janvier 2014 qui a généré des achats d'anticipation au quatrième trimestre 2013. Une fois disparus ces stimulants temporaires, l'activité a rechuté (graphique 17). L'amélioration signalée dans les enquêtes signalait ainsi davantage la fin de la lourde chute de la consommation et de la production industrielle entre le début de 2011 et le début de 2013, -5 et -7 % respectivement, que l'engagement d'une véritable phase de reprise.

Graphique 16. Indicateurs de confiance dans...



Source : INSEE.

Graphique 17. Indice de production industrielle et consommation des ménages en biens



Source : INSEE.

Quoi qu'il en soit, la première moitié de l'année 2014 a été moins favorable que ce que nous escomptions au printemps avec une croissance anticipée de +0,6 % au premier semestre. En plus de l'amélioration des indicateurs conjoncturels qui envoyaient des signaux positifs, l'allègement de la rigueur laissait entrevoir, pour la première fois depuis 2010, le desserrement du frein majeur qui bloquait le redémarrage de la croissance.

Maux croisés

Mais l'impact positif du relâchement – relatif – de la consolidation budgétaire sur la croissance, +0,3 point selon nos évaluations actuelles entre 2013 et 2014 (tableau 2), est moindre que celui que nous escomptions au printemps (+0,5 point). De plus, la dégradation de la compétitivité de la France liée à l'appréciation du taux de change effectif nominal de l'euro en 2013 et jusqu'au début de 2014 ainsi qu'au processus de déflation salariale engagé dans les pays du sud de l'Europe amputeront la croissance de 0,4 point en 2014, facteurs que nous avons sous-estimés dans nos précédentes prévisions.

Un tassement du potentiel de croissance est possible qui expliquerait notre erreur de prévision, non liée aux hypothèses exogènes ; mais la faiblesse de l'inflation, tombée sous 0,5 % à l'été 2014, ne plaide pas dans ce sens, tout au moins pour 2014. L'effondrement de l'investissement en logement des ménages, en contribuant très négativement à la croissance du PIB en 2014, -0,25 point au premier semestre 2014, après -0,2 point dans la seconde moitié de 2014, a aussi été mal anticipée (encadré 1).

Enfin, il n'est pas exclu que les comptes nationaux provisoires sous-estiment la croissance au tournant de 2013 et de 2014, ce qui minore l'acquis au deuxième trimestre 2014 et contribue mécaniquement à la révision en baisse de nos prévisions pour l'ensemble de l'année (encadré 2).

En 2015, la croissance devrait retrouver un peu de vigueur, +1,1 %, grâce à l'atténuation des facteurs négatifs qui l'ont étouffée depuis 2010, les conditions de crédit et la politique de consolidation budgétaire. Au total, 0,3 point de croissance seraient regagnés par ces deux canaux, ce qui est toutefois marginal compte tenu de la chape que feront encore peser sur l'activité les tentatives de maîtrise du déficit. En revanche, l'effet de la compétitivité-prix, un facteur

qui aura joué très négativement en 2014, va s'inverser. En premier lieu, sous l'effet de la dépréciation de l'euro, les évolutions du taux de change effectif réel iront dans le sens d'une amélioration de la compétitivité-prix de l'économie française qui lui permettra de regagner 0,3 point de croissance par rapport à 2014. De plus, la montée en puissance du CICE, dont le but premier est d'obtenir une amélioration de la compétitivité à l'exportation comme à l'importation, devrait aider les entreprises françaises à réduire leur retard sur les pays en situation de déflation salariale. L'économie française pourrait regagner aussi 0,3 point de croissance par rapport à 2014 par ce biais, soit 0,6 point en y ajoutant l'effet dépréciation du change. Au total, c'est de 0,8 point de croissance en plus dont devrait profiter l'économie française en 2015 par rapport à 2014. Mais avec une hausse du PIB de 1,1 % l'année prochaine (tableau 3), le sentier d'expansion restera encore très éloigné de celui qui prévaut habituellement en période de sortie de crise (+2,4 %).

Tableau 2. Les freins à la croissance en France (2013-2015)

En points de croissance

	2013	2014	2015
Croissance du PIB	0,4	0,4	1,1
Impact sur le PIB dû...			
... aux évolutions du pétrole	-0,1	0,0	0,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,1	0,0	0,0
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0	0,0
... à la compétitivité-prix	-0,1	-0,4	0,2
<i>Effet du taux de change effectif de l'euro</i>	-0,1	-0,2	0,1
<i>Effet compétitivité intra-zone euro</i>	0,0	-0,2	0,1
... aux conditions de crédit	-0,1	-0,2	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,1	0,0
... aux politiques budgétaires	-1,5	-1,2	-1,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,9	-0,8	-0,6
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,6	-0,4	-0,4
Acquis	-0,1	0,3	0,1
Effet cumulé des chocs	-1,9	-1,6	-0,8
Autres facteurs (investissement logement, sous estimation des comptes, tassement du potentiel...)	-0,1	-0,4	-0,5
Rythme de croissance spontanée hors chocs	2,4	2,4	2,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

Tableau 3. Résumé de la prévision pour 2014 et 2015

En %, moyenne annuelle

	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Taux de croissance du PIB	2,0	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1
Importations	8,5	6,5	-1,2	1,9	2,4	1,2
Consommation des ménages	1,7	0,3	-0,5	0,3	0,2	1,3
Consommation des administrations	1,2	1,0	1,7	2,0	1,8	1,1
Investissement total	1,9	2,1	0,3	-0,8	-2,2	-1,6
Exportations	8,6	7,1	1,2	2,4	2,5	2,6
<i>Contribution à la croissance</i>						
Demande intérieure hors stocks	1,8	1,0	0,3	0,4	0,0	0,6
Variations de stocks	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,4	0,1
Solde extérieur	-0,1	0,0	0,7	0,1	0,0	0,4
Taux de croissance du PIB zone euro	1,9	1,6	-0,6	-0,4	0,9	1,4
<i>Autres indicateurs</i>						
Inflation (Déflateur de la consommation)	1,2	1,8	1,4	0,6	0,6	0,7
Taux d'épargne (en % du RdB)	15,8	15,7	15,3	15,1	15,5	15,2
Taux de chômage	8,9	8,8	9,4	9,9	9,7	9,8
Solde public (en point de PIB)	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,5	-4,3
Dettes publiques (en point de PIB)	81,5	85,0	89,2	92,2	95,4	97,4
Taux de croissance du PIB (en glissement)	2,2	1,5	0,0	0,8	0,4	1,4

*prévision e-mod,fr pour 2014 et 2015.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE.

Encadré 1. Le logement s'écroule

L'investissement en logements des ménages a particulièrement souffert des effets de la crise. Comme beaucoup de grandeurs macroéconomiques, il a sévèrement chuté dans la première phase de la crise (-17 % entre la première moitié de 2008 et le second semestre 2009), puis s'est redressé quelque peu à partir de 2009 avant de replonger à nouveau à partir de 2011 (-9,6 % jusqu'au deuxième trimestre 2014). Cet effondrement a lourdement pesé sur l'économie française : depuis le début de la crise en 2008, l'investissement en logements a amputé la croissance française de 1,5 point de PIB et de 0,4 point sur les seuls quatre derniers trimestres (graphique 18).

Au vu de l'importance de la contribution des achats de logements neufs à la croissance du PIB, la modélisation de la grandeur pour l'établissement d'une prévision à l'horizon 2015 est utile (tableau 4). Elle s'appuie sur un modèle à correction d'erreurs (MCE) faisant dépendre le taux d'investissement en logements (l'investissement rapporté au revenu disponible brut des ménages) des mises en chantier, des permis de construire, de l'opinion des promoteurs immobiliers sur la demande

de logements neufs et des taux d'intérêt réels à 10 ans (taux hypothécaire défalqué du glissement annuel de l'indice des prix à la consommation).

Graphique 18. L'investissement en logements des ménages

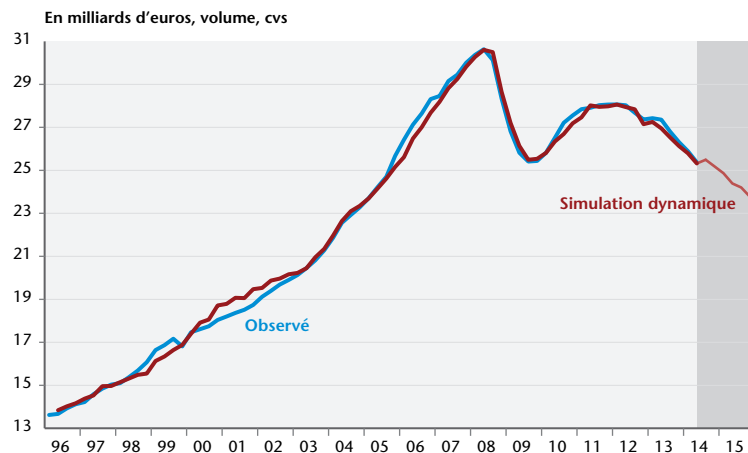


Tableau 4. Résultats d'estimation

Période d'estimation : 1996 t1 - 2014 t2

Variable dépendante : taux d'investissement en logements	Retard	Coefficient	t-Student
Force de rappel		-0,18	4,56
Taux d'intérêt réel		-0,02	-2,63
Mises en chantiers	8	0,15	2,43
Permis de construire	6	0,23	2,73
Enquête sur la demande de logements neufs	4	0,09	3,80

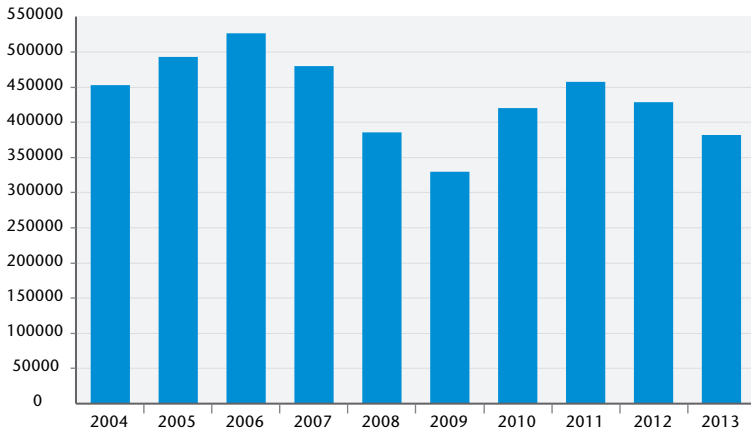
Diagnostic statistique

$$\begin{aligned}
 &LM(1) = 1,14 \quad LM(4) = 0,34 \quad ARCH(1) = 0,12 \\
 &[p > 0,29] \quad [p > 0,85] \quad [p > 0,73] \\
 &Reset = 0,06 \quad Bera Jarque = 1,35 \\
 &[p > 0,81] \quad [p > 0,51] \\
 &R^2 = 0,80 \quad SSR = 0,004 \quad SSE = 0,009
 \end{aligned}$$

La simulation dynamique de cette équation retrace de manière satisfaisante l'investissement des ménages sur la période d'estimation. Le jeu des variables retardées n'incite guère à l'optimisme d'ici à la fin 2015 : sur la base de l'information disponible sur les mises en chantier, les permis de construire et les enquêtes sur la demande de logement neuf, la prévision anticipe une poursuite de la baisse de l'investissement en logements, -3,6 et -5,6 % respectivement cette année et l'année prochaine.

Un certain nombre de facteurs concomitants peuvent être à l'origine de la chute brutale de l'investissement en logement. Après une baisse importante au début de la crise en 2008 et une chute à 329 790 permis de construire délivrés en 2009, le marché s'est quelque peu rétabli en 2010 et en 2011, avant de fléchir à nouveau. En moyenne, sur la période 2010-2013, 422 000 permis de construire ont été octroyés par an (graphique 19).

Graphique 19. Nombre de logements autorisés à la construction par année



Source : Ministère de l'Égalité des territoires et du logement.

En 2013, on comptait 100 000 autorisations de construction de moins qu'en 2007 et les données disponibles pour le début de l'année 2014 ne poussent guère à l'optimisme. En effet, entre janvier et juillet 2014, 214 380 permis de construire ont été délivrés, soit 40 000 de moins que sur la même période en 2013 et 65 000 de moins qu'entre les mois de janvier et juillet de 2012.

L'origine de la baisse des opérations immobilières observée en 2012 et en 2013 est complexe. En effet, de nombreux signes laissent penser que l'érosion des transactions observée sur le marché immobilier neuf trouve en partie son explication ailleurs que dans le durcissement des conditions d'octroi de crédit. Tandis qu'en 2013 le financement du logement social se maintenait à des niveaux élevés (117 000 logements financés en 2013 contre 101 542 en 2012, 114 008 en 2011), les primo-accédants (12 % des crédits à l'habitat délivrés contre 19 % en 2012) et les investisseurs-bailleurs (20 % de la distribution de crédits immobiliers contre plus de 30 % au début de l'année 2012) se faisaient quant à eux plus rares sur le marché immobilier en général.

Sur le marché du neuf, les ménages semblent avoir souffert d'une part des restrictions opérées dans la distribution des prêts à taux zéro (PTZ) et d'autre part de la modification de la législation en faveur de l'investisse-

ment locatif. En 2013, à la suite de l'entrée en vigueur d'une version plus restrictive du PTZ, seuls 42 327 PTZ ont été accordés dans le neuf contre 51 732 en 2012 et près de 93 000 en 2011. Dans le même temps, le dispositif d'incitation à l'investissement locatif « Duflot » n'a pas rencontré le succès de ses prédécesseurs puisqu'en 2013, les promoteurs immobiliers déclaraient avoir écoulé 35 300 « Duflot », soit 40 % du total des ventes réalisées. C'est la part la plus faible observée depuis 2001. Si le dispositif précédent, le « Scellier », n'avait pas rencontré un grand succès en 2012 (37 900 logements vendus sous ce statut), en 2011 près de 60 000 « Scellier » avaient abondés le marché du neuf.

À la fin août 2014, l'annonce par le Premier ministre du dispositif d'incitation à l'investissement locatif « Pinel » a été favorablement accueillie par les professionnels du secteur immobilier. Bien que le « Pinel » ne diffère du « Duflot » qu'à la marge (plafonds de loyers, de ressources, d'investissement et de défiscalisation inchangés), son arrivée a semble-t-il été appréciée des promoteurs immobiliers et des investisseurs et ce, alors même que les rendements attendus ne devraient pas être supérieurs à ceux de son prédécesseur. De même, le 1^{er} octobre 2014, le prêt à taux zéro a fait peau neuve et les plafonds de ressources nécessaires à l'obtention du prêt, abaissés en 2013, ont été de nouveau revus à la hausse afin d'étendre la diffusion du PTZ aux classes moyennes. Ces mesures ayant pour but d'accroître la production de prêts ne vont aucunement solvabiliser un plus grand nombre de ménages. Il en est d'ailleurs de même de la création des multiples abattements fiscaux annoncés par le gouvernement¹² ainsi que des nombreuses mesures prises en faveur de la libération de foncier privé¹³. Ces mesures prises dans l'urgence n'ont pas vocation à perdurer et n'ont en réalité que peu de chance d'impacter durablement le marché de la construction. Elles peuvent néanmoins créer un choc d'offre transitoire, mais dont les effets se feraient sentir au-delà de 2015.

12. Abattement de 100 000 euros pour les donations, réalisées jusqu'à fin 2016, aux enfants et petits-enfants, de nouveaux logements neufs et pour les donations de terrains à bâtir réalisées jusqu'à 2015.

13. Alignement de la fiscalité sur les plus-values sur les terrains à bâtir avec celle des immeubles bâtis (exonération totale au bout de 22 ans), abattement exceptionnel de 30 % de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux sur les plus-values réalisées en cas de cession de terrains à bâtir pour toute promesse de vente conclue avant le 31 décembre 2015 ou encore abattement exceptionnel de 100 000 euros pour les donations de terrains réalisées jusqu'à fin 2015 à condition qu'ils soient ultérieurement construits.

Encadré 2. Quel point de départ pour la prévision ?

La révision des comptes nationaux, depuis les comptes trimestriels vers les comptes annuels définitifs, est usuelle et découle de l'intégration progressive d'une information statistique s'améliorant au fil du temps. Les estimations trimestrielles du taux de croissance du PIB renseignent en cours d'année sur la trajectoire conjoncturelle de l'économie et permettent, une fois connu le quatrième trimestre, de disposer d'une première estimation de la croissance sur l'ensemble de l'année avant que ne soit publiée la première version du compte annuel. Le compte annuel est lui-même révisé deux fois avant l'établissement du chiffre définitif.

L'établissement de la prévision est tributaire des comptes trimestriels qui fixent le point de départ de la prévision, par l'acquis de croissance qui s'en déduit et par la dynamique du taux de croissance qu'ils décrivent sur le passé récent.

Partant de ces considérations, les mauvaises performances de la France au premier semestre 2014 peuvent être reconsidérées à la lumière de l'expérience passée de révision des comptes nationaux, notamment celles opérées depuis la récession. Depuis la sortie de récession de l'économie française, les révisions ont systématiquement conduit à des réévaluations des taux de croissance annuels, de 0,4 point entre 2010 et 2012 (tableau 5). La révision du taux de croissance annuel de 2013, pour le moment mineure, est tout à fait préliminaire, le compte trimestriel ayant été calé sur le seul compte annuel provisoire. Le compte 2012 est semi-définitif, ce qui étaye le diagnostic d'une sous-estimation initiale de la croissance par les comptes trimestriels. Enfin, les comptes 2010 et 2011 sont définitifs et font de la sous-estimation initiale des comptes trimestriels une certitude.

La révision des comptes nationaux modifierait virtuellement le point de départ des prévisions conduites à l'automne de chaque année, c'est-à-dire que l'acquis de croissance connu à l'époque était inférieur à celui issu des comptes d'aujourd'hui. Ces révisions d'acquis sont comprises entre +0,2 et +0,3 point, ce qui est loin d'être négligeable pour asseoir une prévision de croissance annuelle du PIB.

Partant de ces observations, on peut envisager la possibilité d'une sous-estimation. Une réévaluation de l'acquis de croissance au deuxième trimestre 2014, actuellement de +0,3 %, comme celle inscrite en 2013 (+0,3 point), conduirait à revoir à la hausse l'évolution du PIB au premier semestre 2014. À la condition que la fin de l'année 2013 ne soit pas retouchée, un acquis de +0,6 % est compatible avec des progressions du PIB de +0,2 % au deuxième et troisième trimestres 2014. Cet acquis est aussi compatible avec les projections réalisées au moyen de *l'indicateur avancé de l'OFCE*, qui affiche rétrospectivement

des taux de croissance de respectivement +0,3 et +0,1 % sur la même période. Il se déduit de ces projections et les prévisions de l'indicateur pour la deuxième moitié de l'année (+0,1 et +0,3 %) une hausse du PIB de +0,8 % en moyenne annuelle, équivalente à celle de notre précédente prévision.

Tableau 5. Révision des comptes nationaux

En %

	2010	2011	2012	2013
Moyenne annuelle issue des comptes trimestriels	1,5	1,7	0,0	0,3
Moyenne annuelle issue de la dernière version disponible des comptes	1,9	2,1	0,4	0,4
Révision du taux de croissance annuel	0,4	0,4	0,4	0,1
Révision de l'acquis de croissance du deuxième trimestre de chaque année	0,2	0,4	0,2	0,3

Source : INSEE, comptes trimestriels.

4. Des ressorts de croissance distendus

Impulsions budgétaires : le principe des vases non-communicants

La rigueur, qui a modelé l'activité depuis 2010, restera le principal frein à la croissance en 2014 et en 2015, avec des contributions respectives de -0,8 et -0,6 point de PIB malgré des impulsions internes apparentes relativement faibles (-0,3 point en 2014 et en 2015). Si l'on y ajoute l'effet induit des politiques restrictives encore conduites par les partenaires en zone euro sur la demande adressée aux exportateurs français, c'est 0,4 point supplémentaire qui viendra grever la croissance chaque année.

Pour la période 2014-15, l'allègement des prélèvements obligatoires sur le secteur productif, avec la montée en charge du CICE et la mise en place du Pacte de responsabilité, sera assorti d'une sévère cure d'amaigrissement des dépenses publiques notamment pour 2015, et d'une hausse des prélèvements sur les ménages en dépit de la suppression de la première tranche d'impôt sur le revenu en 2015. Le solde de ces impulsions de sens contraire devrait être négatif. L'impact positif sur l'activité des mesures en faveur des entreprises restera en effet, en 2014 et en 2015, inférieur (en valeur absolue) à celui, négatif, de la baisse des dépenses publiques et des mesures passées qui développent encore leurs effets par une

augmentation de la pression fiscale sur les ménages. Au total, les mesures discrétionnaires prévues et passées conduiraient à une hausse des prélèvements obligatoires sur les ménages de 19 milliards sur la période 2014-15 alors que ceux sur les entreprises baisseraient de 18 milliards¹⁴.

L'entrée du CICE dans sa phase opérationnelle en 2014, avec une restitution effective aux entreprises de 6,5 milliards d'impôts sur les bénéfices, équivaut à une baisse des prélèvements obligatoires de 0,30 point¹⁵. Mais l'impact de cette mesure sur la croissance sera lent à se développer, l'enrichissement de la croissance en emplois et les gains de compétitivité escomptés ne devenant significatifs qu'en 2015. Le multiplicateur associé au CICE resterait modeste en 2014, (0,5 la première année, puis 0,8 ensuite selon nos évaluations), avec un impact positif sur le PIB d'un peu plus de 0,15 point de PIB cette année (tableau 6).

Dans le même temps, la hausse de la TVA au 1^{er} janvier 2014 ainsi que la hausse de l'impôt sur le revenu constituent un alourdissement des prélèvements obligatoires de 0,34 point de PIB, avec un effet négatif instantané sur la croissance. Le multiplicateur associé à ces mesures est donc élevé (0,9) et va affecter négativement la croissance (-0,23 point de PIB en 2014), davantage que le CICE ne l'aura soutenue (0,15 point de PIB en 2014). Au total, les mesures discrétionnaires ne devraient conduire qu'à une hausse marginale du taux de PO en 2014 (0,13 point), mais l'effet de recomposition des prélèvements continuera à imprimer au PIB des effets plus fortement négatifs (0,22 point).

En 2015, les entreprises bénéficieront de la deuxième vague de remises d'impôts au titre du CICE, avec le passage en 2014 de l'allègement des charges sociales de 4 à 6 %. Les montants restitués en 2015 seront plus faibles qu'en 2014, 3,5 milliards, mais à leur impact sur le PIB viendra s'ajouter l'effet retardé des remises de 2014 lié à la montée en charge de l'effet du multiplicateur. Finale-

14. Pour plus de détails, voir la partie « finances publiques ».

15. Le Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi consiste à alléger les charges sociales dues par les entreprises à hauteur de 6 % de la masse salariale (hors cotisations patronales) sur les salaires de moins de 2,5 SMIC sous la forme d'un crédit d'impôt sur les bénéfices. Sa montée en charge est progressive, avec un taux de 4 % en 2013 et de 6 % en 2014. Les effets sur la trésorerie des entreprises se font sentir avec une année de décalage, la baisse des charges en 2013 étant restituée sous forme de crédit d'impôt sur les bénéfices de 2013 au moment de l'exigibilité de cet impôt, c'est-à-dire en 2014. Le mécanisme est le même pour la restitution de 2015.

ment, le CICE engagera une baisse effective de la fiscalité des entreprises de 0,46 point en 2014 et en 2015, avec un effet cumulé sur la croissance de 0,32 point.

Tableau 6. La politique budgétaire en 2014 et en 2015

En point de PIB						
	2014			2015		
	En points de PIB	Multiplicateur	Impact sur le PIB	En points de PIB	Multiplicateur	Impact sur le PIB
Total PO (a=a1+a2)	0,04		-0,15	-0,18		0,20
Mesures discrétionnaires (a1)	0,13		-0,22	-0,09		0,13
CICE	-0,30	0,5	0,15	-0,16	0,8 (1,1 en apparent)	0,17
Pacte de responsabilité et de solidarité				-0,39	0,8	0,32
Hausse de TVA	0,24	0,9	-0,22			
Mesures impôts sur le revenu	0,10	0,8	-0,08			
Autres mesures	0,09	0,7	-0,07	0,46	0,8	-0,36
Moins-values fiscales (a2)	-0,09	0,8	0,07	-0,09	0,8	0,07
Dépenses publiques primaires (b)	-0,46	1,3	-0,61	-0,57	1,3	-0,76
Clé CICE avec nouvelles normes comptables (c)	-0,20	0,0	0,00	-0,10	0,0	0,00
Total impulsion budgétaire (d=-a+b-c)	-0,29		-0,76	-0,28		-0,56

Sources : Projet de Loi de finances 2015 ; calculs et prévisions OFCE, octobre 2014.

Autre volet des mesures prises en faveur des entreprises, le Pacte de responsabilité et de solidarité – consistant, pour un montant de 4,5 milliards, à abaisser les cotisations sociales patronales sur les salaires inférieurs à 1,6 SMIC, les cotisations famille des indépendants et artisans (1 milliard) et à engager la suppression de la C3S (1 milliard) – prolongera la baisse des PO sur les entreprises en 2015 avec un repli supplémentaire de 0,39 point de PIB. Davantage ciblé sur les bas salaires, ce dispositif devrait avoir un impact positif sur le PIB plus fort la première année que le CICE, *via* un multiplicateur plus élevé que nous estimons à 0,8. Si l'on ajoute à sa

composante « entreprises » son volet « ménages » (baisse de l'impôt sur le revenu des ménages d'une partie des classes moyennes et modestes pour un montant de 2,7 milliards), le Pacte de responsabilité et de solidarité contribuerait positivement à hauteur de 0,32 point à la croissance en 2015.

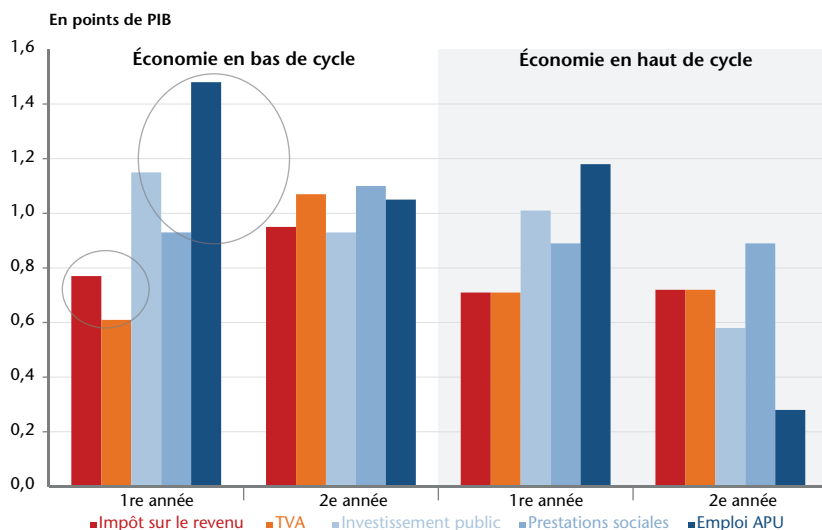
Ces dernières années, les recettes fiscales ont régulièrement déjoué les pronostics, avec des rentrées inférieures aux prévisions. La baisse de l'élasticité des recettes fiscales au PIB met en jeu des phénomènes de fuite liés à la mauvaise conjoncture et qui sont susceptibles de se reproduire encore en 2014 et en 2015. *Ex-post*, ces moins-values fiscales équivalent à une baisse du taux apparent de prélèvements obligatoires, et donc sont assimilables à une impulsion positive à la croissance. Ce phénomène conduirait à des contributions positives de l'ordre de 0,1 point à la croissance du PIB.

Face à la baisse des PO, le gouvernement, pour tenir ses objectifs de déficit, a annoncé qu'il ferait porter le poids de l'ajustement sur les dépenses publiques. Des impulsions très négatives sont inscrites en 2014 et en 2015 à ce titre (respectivement -0,5 et -0,6 points de PIB), bien supérieures à l'impulsion positive générée par la baisse des prélèvements. De plus, les effets multiplicateurs des mesures portant sur les dépenses sont traditionnellement plus importants à court terme que ceux des mesures portant sur les recettes (graphique 20). L'impact positif sur le PIB de l'allègement des prélèvements sera ainsi plus que compensé par l'impact négatif de la baisse des dépenses publiques. La politique budgétaire restera donc résolument restrictive en 2014 et en 2015, sans effets notables sur la réduction du déficit public, qui se creuserait même de 0,4 point de PIB en 2014 avant de refluer en 2015 de 0,2 point (tableau 7).

Ce scénario serait aggravé en cas d'effort supplémentaire à accomplir pour combler les déficits et parvenir à respecter les engagements d'efforts structurels et de réduction des déficits nominaux de la France vis-à-vis de ses partenaires européens (pour plus de détails, voir la partie sur les finances publiques). Ainsi, pour atteindre l'objectif d'ajustement structurel de 0,8 point de PIB auquel le gouvernement s'était engagé au printemps 2014, il manque désormais 0,4 point hors effet des changements de normes comptables concernant le CICE. Cela correspond à une hausse de la TVA de 8 milliards d'euros, équivalant à une majora-

tion de près de 1,2 point du taux de TVA normal. Une telle hausse de la TVA en 2015 aurait pour conséquence une baisse de 0,3 point de la croissance par rapport à notre scénario central, *via* principalement un effet négatif marqué sur la consommation des ménages (tableau 8). Le PIB ne croîtrait plus que de 0,8 % l'année prochaine et le taux de chômage atteindrait 10% fin 2015. *In fine*, le déficit public ne serait réduit que de 0,2 point de PIB, les rentrées fiscales étant moins dynamiques du fait d'une croissance plus faible.

Graphique 20. Multiplicateurs selon l'instrument et la phase conjoncturelle



Source : Estimations e-mod.fr.

Tableau 7. Principaux agrégats de finances publiques

En % du PIB	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Solde public	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,5	-4,3
Dépenses publiques hors CICE (DP)	56,4	55,9	56,7	57,1	57,2	56,8
Taux de croissance de la DP hors CICE (en %, en euros constants)	1,4	1,1	1,7	1,1	0,6	0,4
Taux de prélèvements obligatoires hors CICE	41,3	42,6	43,7	44,7	45,0	45,0
Effet CICE selon les normes comptes du SEC 2010					0,5	0,3
Dette publique au sens de Maastricht	81,5	85,0	89,2	92,2	95,4	97,4

Sources : INSEE, PLF 2015, calculs OFCE.

Tableau 8. Impact sur l'économie française d'une hausse de 8 milliards d'euros de la TVA

En %, écart au compte central

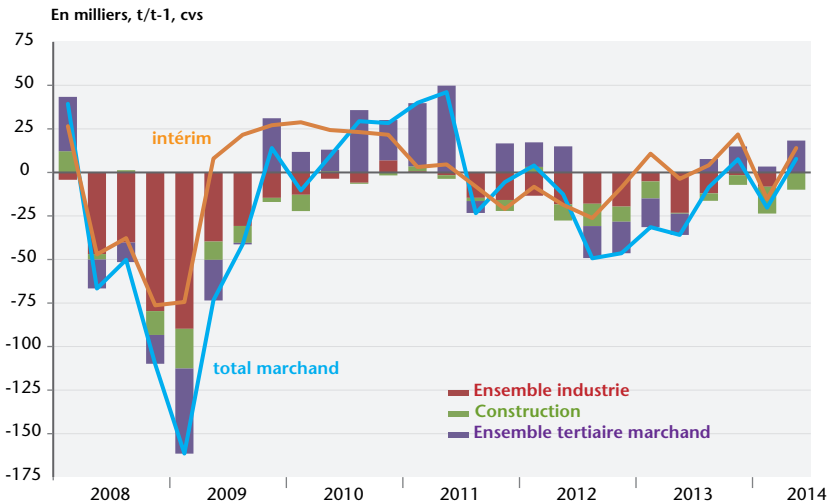
Effet sur...	2015
...le PIB	-0,3
...la capacité de financement APU (% PIB)	0,2
...l'emploi salarié marchand (en %)	-0,1
...le taux de chômage (points de %)	0,1

Sources : Prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

Une hausse du chômage contenue

La rechute de l'activité dans la première moitié de 2011 s'est accompagnée de nouvelles destructions d'emplois (graphique 21). Après réaffectation de l'intérim aux secteurs utilisateurs, il apparaît que l'industrie demeure le secteur le plus marqué (-150 000 pertes cumulées depuis le troisième trimestre 2011), suivi par la construction (-80 000). Par contre, le secteur des services dégage un solde faiblement positif depuis 2011 (+18 000 emplois) grâce à une reprise des créations d'emploi depuis le troisième trimestre 2013, ce qui a contribué à la stabilisation de l'emploi marchand à la fin 2013, alors que dans le même temps les destructions dans l'industrie ralentissaient. Par contre, la construction n'a pas participé à

Graphique 21. Évolutions sectorielles de l'emploi après réaffectation de l'intérim

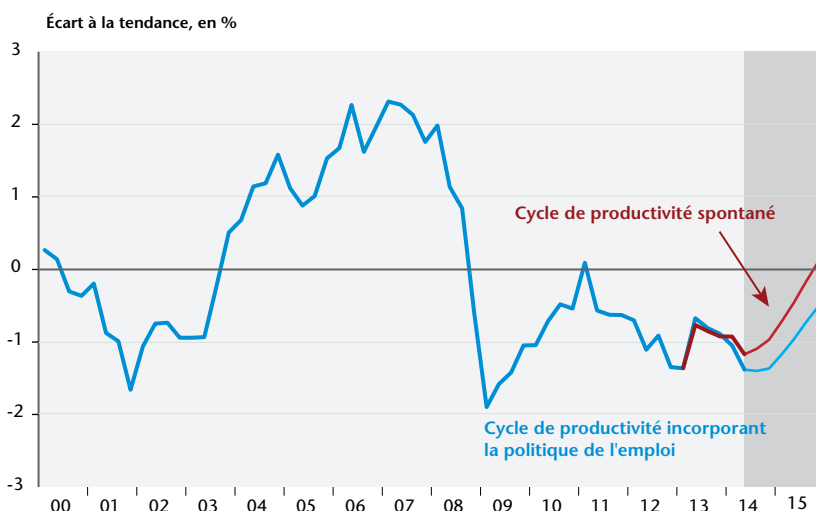


Sources : DARES, calculs OFCE.

l'embellie, avec une nouvelle accélération des pertes au premier semestre 2014. Dans ce secteur, près d'un tiers des destructions d'emplois depuis 2009 sont des postes d'apprentis (encadré 3).

Malgré les destructions d'emploi, les entreprises, en phase de basse conjoncture, n'ont pas ajusté l'emploi à hauteur de la perte d'activité. En accumulant de la sorte les sureffectifs, elles ont laissé la productivité s'écarter de sa tendance, ce qui par ailleurs transparaît dans le gonflement des marges de capacité de production sans embauche et dans la baisse du taux de marge. Les ajustements de l'emploi en 2015 seront donc à la base régis par la restauration de la productivité vers son niveau tendanciel, ce qui limitera l'effet de la croissance sur les embauches spontanées (graphique 22).

Graphique 22. Cycle de productivité par tête dans les secteurs marchands



Sources : INSEE, comptes trimestriels, DARES ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

En revanche, les politiques publiques visant à soutenir le marché du travail, en abaissant temporairement la tendance de productivité, vont doper les créations d'emploi, par l'effet du CICE, des baisses de cotisations sociales patronales sur les bas salaires au titre du Pacte de responsabilité et par la poursuite de la montée en charge, plus marginale, des contrats de génération¹⁶. Au final, les créations d'emplois marchands associées à ces trois dispositifs (+56 000 en 2014 et +76 000 en 2015) atténueront le rebond du

cycle de productivité qui ne se refermerait qu'au-delà de l'horizon de la prévision.

L'emploi salarié marchand renouerait ainsi avec la croissance en 2014 et en 2015 (respectivement 11 000 et 39 000 créations, tableau 9). La politique de l'emploi dans le secteur non marchand viendra également soutenir le marché du travail.

Tableau 9. Emploi et chômage

En milliers, variations annuelles au dernier trimestre

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Population active observée	33	208	217	-37	113	119
Emploi total	124	159	-33	-14	58	82
– Secteur marchand	105	176	-39	-42	18	47
Salariés	57	115	-58	-60	11	39
Non-salariés	48	61	19	18	7	8
– Secteur non marchand	19	-17	6	28	41	35
Emplois aidés	44	-74	7	53	76	40
Emplois non aidés	-25	57	-1	-25	-35	-5
Chômage au sens du BIT	-91	49	250	-23	55	37
Taux de chômage en fin d'année	8,8	8,9	9,7	9,7	9,8	9,9

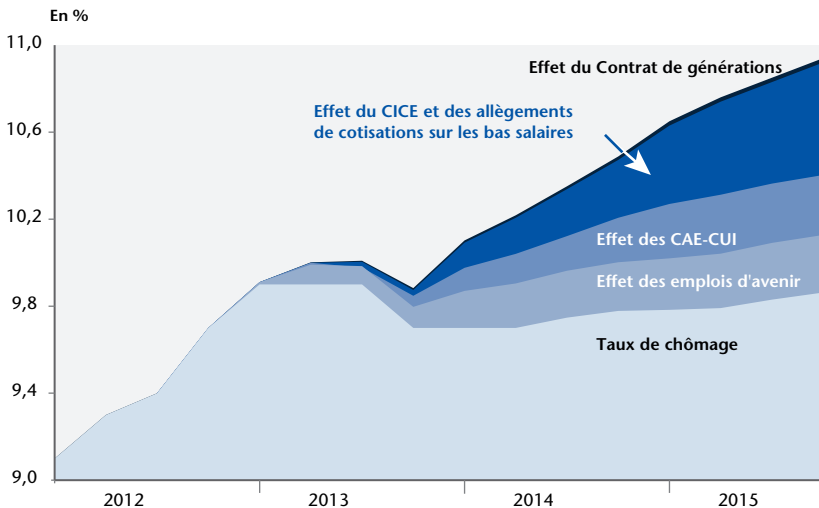
Sources : INSEE, DARES ; prévision OFCE e-mod.fr 2014-2015, octobre 2014.

La poursuite de la montée en charge des emplois d'avenir et l'effort porté sur l'allongement de la durée des contrats uniques d'insertion (CUI) en 2014 et en 2015 se traduiront par une hausse sensible de l'emploi non-marchand aidé. Cette hausse permettra d'absorber une partie des nouveaux entrants sur le marché du travail freinant ainsi la hausse du chômage, mais ne l'empêchant pas puisque ce dernier croîtrait encore de 55 000 et de 37 000 personnes en 2014 et en 2015, portant le taux de chômage au sens

16. Cette mesure vise à la fois à lutter contre le chômage des jeunes et celui des seniors. Elle consiste en la création d'un CDI pour un jeune, lié à la promesse de non-licenciement d'un senior sur une période de 5 ans. En contrepartie de cet engagement, l'entreprise reçoit une subvention forfaitaire allant jusqu'à 4 000 euros par an (2 000 pour le jeune, 2 000 pour le senior), pendant 3 ans pour le jeune et jusqu'au départ en retraite pour le senior. L'objectif initial du gouvernement était d'atteindre 500 000 contrats de génération d'ici 2017. La montée en charge du dispositif paraît néanmoins très lente pour le moment, contrariée par la faiblesse de la croissance, insuffisante pour stimuler l'emploi des jeunes. En outre, l'effet d'aubaine limite l'impact final sur les créations d'emplois, puisqu'une partie d'entre-elles auraient de toute façon eu lieu en l'absence de la mesure. Des créations nettes d'environ 5 000 emplois sont attendues sur la période 2014-2015 au titre de ce dispositif.

du BIT à 9,9 % de la population active fin 2015. Il n'en reste pas moins que la contribution de la politique de l'emploi au freinage du chômage est nette depuis 2013, avec un retrait du taux de chômage par rapport à son évolution naturelle d'environ 1 point (graphique 23).

Graphique 23. Effet des politiques d'emploi sur le taux de chômage



Sources : INSEE, DARES ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

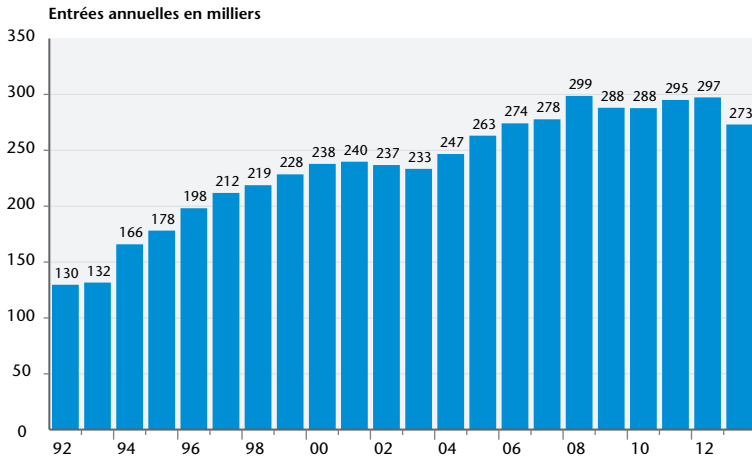
Encadré 3. L'apprentissage : quelle crise ?¹⁷

L'apprentissage est un dispositif de formation efficace, qui près de sept fois sur dix ouvre à ses bénéficiaires l'accès à l'emploi, plus souvent stable et en CDI¹⁸. Plébiscité par toutes les évaluations, en référence notamment au modèle allemand, il est promu depuis de nombreuses années, en France comme partout ailleurs.

Le recul des entrées en apprentissage en 2013 (graphique 24) a donc suscité émoi et inquiétude, conduisant le gouvernement à inscrire ce sujet à l'ordre du jour de la Grande conférence sociale de juillet 2014, et à organiser des Assises de l'apprentissage en septembre à l'Élysée afin de nourrir le Plan de relance de l'apprentissage, déjà partie intégrante du Pacte de responsabilité.

17. Nous remercions vivement Bruno Coquet pour son aide et sa grande expertise sur ce sujet.

18. Cf. Abriac, Rathelot & Sanchez, 2009, « l'apprentissage entre formation et insertion professionnelles » Dossier Formation Emploi, Insee ; L'apprentissage, ministère de l'Emploi (juillet 2014). *Document de travail de Grande conférence sociale pour l'emploi (2014)*.

Graphique 24. Entrées totales en apprentissage au cours de l'année

Sources : Dares.

Les effets de la crise sont très forts dès 2008, mais ils restent masqués

L'apprentissage ne doit pas être considéré de manière monolithique car c'est un ensemble complexe. La contraction des embauches de nouveaux apprentis observée en 2013 n'est en réalité pas si brutale ni récente qu'il n'y paraît, mais résulte de la conjonction fâcheuse de circonstances conjoncturelles et de tendances structurelles qui se neutralisaient depuis le début de la crise économique en 2008.

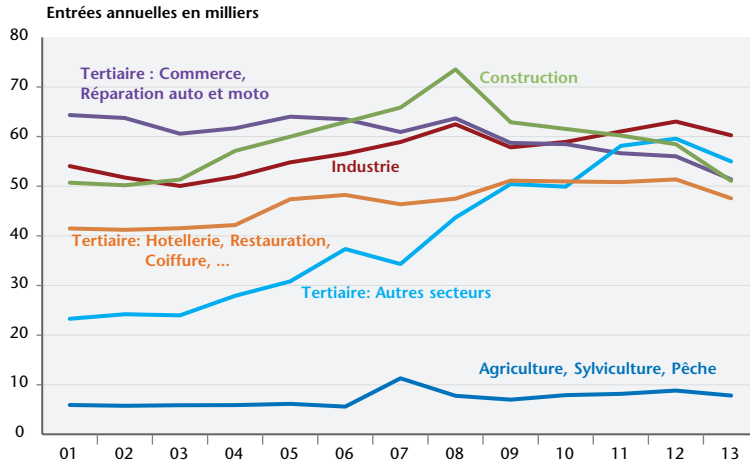
L'analyse sectorielle révèle clairement que la chute des entrées en apprentissage est principalement concentrée dans le secteur de la construction : entre 2008 et 2009 le nombre de nouveaux apprentis y a chuté de -10 646 (-14,5 %), soit autant que l'ensemble des entrées en apprentissage cette année-là (-10 637, graphique 25). Après cinq années de baisse ininterrompue, les nouvelles embauches d'apprentis dans le secteur de la construction sont revenues en 2013 à leur niveau de 2002, inférieures de -22 456 à celles enregistrées en 2008, ce qui représente 88 % de la baisse totale des entrées en apprentissage tous secteurs confondus (-25 554). Ainsi, environ un tiers des 110 000 destructions d'emplois enregistrées dans le secteur la construction depuis le début de la crise sont des postes d'apprentis¹⁹.

Au titre des effets de la crise, on peut aussi mentionner l'évolution du secteur « commerce et réparation automobile », où les recrutements d'apprentis ont été drastiquement réduits, de -15,5 % pour la seule année 2009 (-3 369). Cette évolution s'inscrit plus généralement dans

19. Les contrats durent en moyenne 18 mois. En 2010 on comptait 287 000 nouvelles entrées pour un stock de 437 000 apprentis tous secteurs confondus.

une tendance baissière des entrées en apprentissage dans les secteurs du commerce qui remonte à 2005.

Graphique 25. Entrées en apprentissage par secteur



Le contraste est particulièrement saisissant entre ces secteurs en forte contraction et ceux — nombreux — où l'apprentissage apparaît indifférent à la crise, et parfois même en forte expansion : l'industrie prise dans son ensemble, de même que l'hôtellerie et restauration ou la coiffure, se classent dans la première catégorie, cependant que les autres secteurs tertiaires (hors commerce) enregistrent une progression des embauches d'apprentis qui défie la morosité générale (+11 382, soit +12,5 % par rapport à 2008).

Les apprentis du supérieur ne connaissent pas la crise... les autres si.

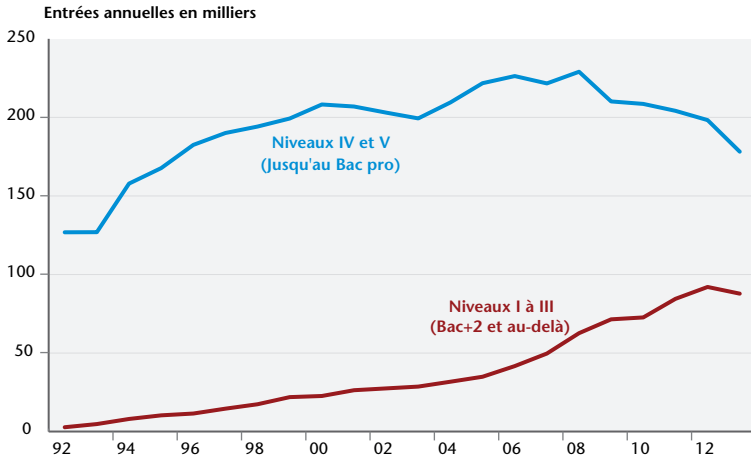
Du point de vue des diplômés envisagés, la crise n'a pas entamé la progression très soutenue de l'apprentissage dans les formations de l'enseignement supérieur (niveaux I à III, graphique 26) : les entrées s'y sont accrues de 40 % entre 2008 et 2013 (+25 206) et, comme ces formations sont longues, l'effectif de ces apprentis a augmenté de +50 % (+45 256), dont +120 % pour les formations de niveau I (+20 842, ingénieurs, DESS, Master, etc.)²⁰.

En contrepoint, il faut remonter à 1995 pour trouver un niveau aussi faible d'entrées dans les formations de niveaux IV et V : 178 193 nouveaux entrants en 2013, soit -22,2 % par rapport à 2008. C'est en particulier sur les jeunes de 16 et 17 ans que se concentre l'arrêt des

20. Aurélie Demongeot, 2013, « Le supérieur : moteur de la croissance de l'apprentissage en 2010 et 2011 » *DEPP, Note d'information*, n° 13.22.

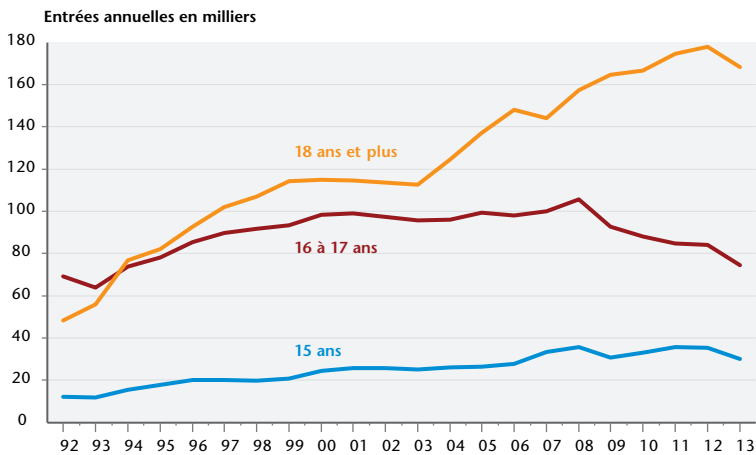
recrutements : en 2008 ce sont 105 800 apprentis qui avaient été recrutés à cet âge, mais ils n'étaient plus que 74 600 en 2013 (graphique 27).

Graphique 26. Entrées en apprentissage selon le niveau de diplôme préparé



Sources : Calculs sur données Dares. Principaux diplômes par catégories : niveaux V : CAP ; Niveau IV : Brevet professionnel, Bac Pro ; Niveau III : BTS ; Niveaux I et II : Licence, Master, Ingénieurs.

Graphique 27. Entrées en apprentissage selon l'âge



Sources : Calculs sur données Dares.

Ainsi la cible traditionnellement prioritaire de l'apprentissage est la plus affectée par la diminution des recrutements d'apprentis : il s'agit des jeunes potentiellement sortants précoces du système scolaire, qui pour l'essentiel resteront sans diplôme ni qualification s'ils n'accèdent pas à un apprentissage, ceux pour lesquels cette voie apporte des gains

incomparables en termes d'insertion dans l'emploi. Il est probable qu'il s'agisse d'un effet collatéral de la chute des recrutements dans le secteur de la construction, mais le niveau de détail de données actuellement disponibles ne permet pas de le savoir.

Un impact sensible des politiques publiques sur le recours à l'apprentissage

Dynamisé par différents plans de développement au cours de la dernière décennie, l'apprentissage a bénéficié de soutiens financiers importants. La hausse des financements, qui a atteint +50 % entre 2004 et 2010, s'explique quantitativement par la hausse du nombre d'apprentis +15 %, mais aussi qualitativement par leur âge, leur rémunération et les aides fiscales et sociales qui s'élèvent dans un même mouvement, cependant que le niveau et la longueur des formations s'accroissent eux aussi²¹.

Les nombreuses réformes mises en œuvre au cours de la dernière décennie se sont naturellement accompagnées d'une instabilité juridique et financière, dont les effets néfastes étaient plus que compensés par l'expansion des financements bénéficiant à l'apprentissage. Aujourd'hui ni les changements réglementaires ni les contraintes budgétaires ne semblent suffisants pour rassurer ni stimuler les employeurs potentiels d'apprentis.

La disparition du BEP, absorbé dans la filière du Bac Pro, a coïncidé avec la destruction nette de plus de 25 000 postes d'apprentis dans ces deux cursus²². Peut-être s'agit-il simplement d'un symptôme de la crise, dans la construction en particulier, mais l'obligation pour les employeurs de signer des contrats de 3 ans au lieu de 2 ans a sans aucun doute renforcé leur prudence dans un climat conjoncturel déjà très dissuasif.

À partir de la fin 2012, l'horizon incertain créé en quelque mois par des annonces de contraintes nouvelles, de changements institutionnels, des mesures budgétaires parfois contradictoires, a ainsi pu avoir une influence significative. En 2013, et ce pour la première fois depuis 2008, la baisse des entrées en apprentissage a touché l'ensemble des segments du dispositif (bénéficiaires, secteurs employeurs, niveaux de diplômes, etc.).

Ces évolutions apparaissent en revanche largement indépendantes des politiques menées en matière d'emploi aidés depuis le début de la crise : en effet, les temporalités sont différentes, il s'agit ici d'emplois marchands, et les cibles sont sensiblement différentes. En 2013 plus particulièrement, la substitution avec les Emplois d'avenir semble aussi

21. CNFPTLV, 2012, *Le financement et les effectifs de l'apprentissage en France*.

22. Ces données recensent des stocks et non des flux. Sur la même base Les CAP diminuent également sur la même période, mais plus modérément passant de 183 038 en 2008 à 174 740 en 2013.

peu probable, et dans tous les cas marginale, car même si les employeurs des secteurs marchands en ont été plus friands que prévu, la baisse de l'apprentissage concerne toutes les populations, même celles non-éligibles aux emplois d'avenir. De même l'évolution du recours aux contrats de professionnalisation ne reflète pas un déplacement vers ce dispositif : comme pour l'apprentissage, le reflux de ces contrats atteint -14,5 % entre 2008 et 2013, exclusivement des jeunes (-21 900, contre une hausse de +7 900 pour les adultes), avec une contribution très forte du secteur de la construction (trois fois plus importante que son poids dans les entrées avant la crise).

Une crise localisée appelle-t-elle des solutions générales ou ciblées ?

Les données disponibles ne donnent donc pas l'image d'une crise généralisée de l'apprentissage. Bien au contraire, une grande partie de cet ensemble que constitue l'apprentissage n'apparaissait pas du tout en crise jusqu'en 2013, enregistrant même dans certains cas des performances aussi surprenantes qu'inédites, en dépit du climat conjoncturel très défavorable. La crise n'en est pas moins bien réelle. Mais elle est très localisée, très intense dans quelques secteurs, en particulier celui de la construction, ce qui par ricochet affecte fortement les apprentis les plus jeunes, qui préparent des diplômes de niveaux IV et V (notamment CAP et Bac Pro)²³.

N'étant pas due à une malformation des instruments de cette politique, mais à l'insuffisance de la demande adressée au secteur de la construction, la crise que traverse actuellement l'apprentissage ne peut probablement pas se résoudre par une nouvelle réforme des outils de l'apprentissage. En revanche, des mesures fortes à même de relancer rapidement l'activité dans le bâtiment apparaissent indispensables, avec pour complément éventuel des dispositions ciblées sur l'emploi, voire directement sur l'apprentissage dans ce secteur. Sans cela, il apparaît illusoire d'espérer un rebond significatif des entrées en apprentissage, et a fortiori d'atteindre l'objectif de 500 000 apprentis en 2017. À l'opposé, des mesures budgétaires générales seraient coûteuses « en base » pour un effet de levier marginal sur les embauches d'apprentis, notamment dans le secteur de la construction.

Nul doute que des mesures générales simplifiant et encourageant le recours à l'apprentissage sont toujours souhaitables. Mais elles présentent le risque de se transformer en un effet d'aubaine pour des segments de l'apprentissage qui se développaient déjà aussi rapidement que spontanément. Les tendances de fond déjà observées avant 2008, qui se sont renforcées depuis avec la marginalisation de certaines cibles prioritaires (jeunes de 16-17 ans à fort risque de décrochage), entraînent

23. Paradoxalement, dans les métiers recensés par le Medef comme ayant des besoins de recrutement (site beautravail.com), près d'une dizaine sont des métiers du bâtiment.

un changement de nature du dispositif, qui s'oriente vers les formations supérieures et les grandes entreprises. Cela questionne les politiques publiques : en intégrant des populations plus qualifiées, le dispositif « apprentissage » apparaît toujours plus performant en termes d'insertion dans l'emploi, mais en laissant de côté des populations auxquelles il est indispensable, il laisserait celles-ci sans solution autre que les emplois aidés subventionnés dont les résultats sont bien plus mauvais. Au total l'efficacité globale des politiques de l'emploi serait réduite, pour un coût supérieur.

Ticket gagnant pour les entreprises

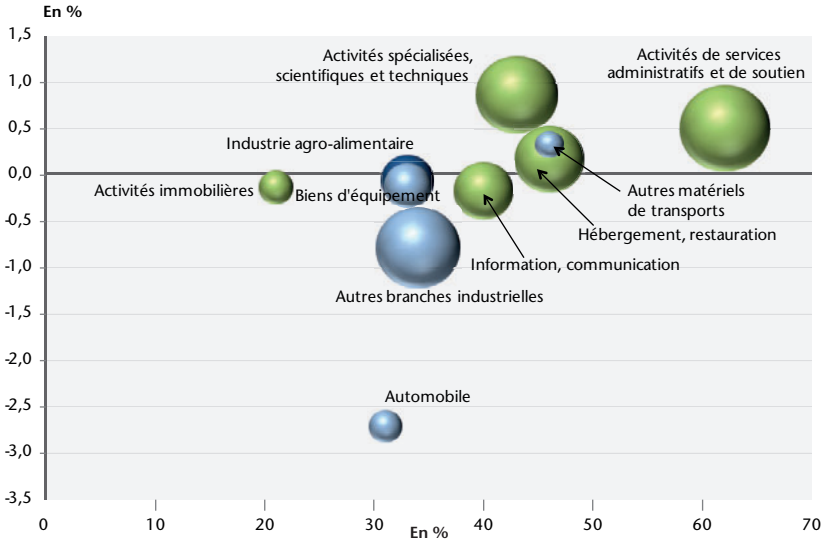
Les choix de politique économique du gouvernement, ouvertement en faveur de l'amélioration des conditions d'offre et de la compétitivité *via* la mise en place du CICE et du Pacte de responsabilité, permettront aux entreprises de disposer d'un versement effectif de crédit d'impôt de 6,5 milliards en 2014 et de 10 milliards en 2015, auxquels s'ajouteront les 4 milliards d'allègements de cotisations sociales patronales en 2015.

Anticiper les effets de cet allègement sur le comportement des entreprises afin d'apprécier ses effets macroéconomiques n'est pas chose aisée. Les entreprises peuvent en effet utiliser le CICE, alternativement ou conjointement, pour augmenter l'emploi, augmenter les salaires, baisser les prix ou pour restaurer leurs marges afin d'investir ou de se désendetter.

Pour éclairer les débats, l'INSEE a introduit, en janvier 2014, de nouvelles questions dans les enquêtes de conjoncture sur les utilisations que les entreprises comptent faire du CICE²⁴. Il en ressort que près de la moitié des entreprises de services déclarent que le CICE aura un effet positif sur leur niveau d'emploi (un tiers dans l'industrie). Ces résultats sont en ligne avec les évolutions d'emplois constatées au premier semestre 2014 par sous-secteurs puisqu'apparaît une corrélation positive entre les deux critères (graphique 28).

24. Les résultats de cette enquête n'ont qu'une valeur indicative. Le champ des enquêtes de conjoncture dont ils sont issus représentant environ 50 % du montant total théorique qui sera versé aux entreprises au titre du CICE.

Graphique 28. Effet déclaré du CICE sur l'emploi selon le secteur d'activité et croissance de l'emploi sectoriel au 1^{er} semestre 2014*



* Ce graphique croise le pourcentage d'entreprises par secteur ayant déclaré mettre à profit le CICE pour augmenter l'emploi (en abscisse) avec le taux de croissance de l'emploi observé au premier semestre 2014 (en ordonnée) ; la taille des « bulles », vertes pour les services et bleues pour l'industrie, matérialise l'importance du secteur en termes d'effectifs.

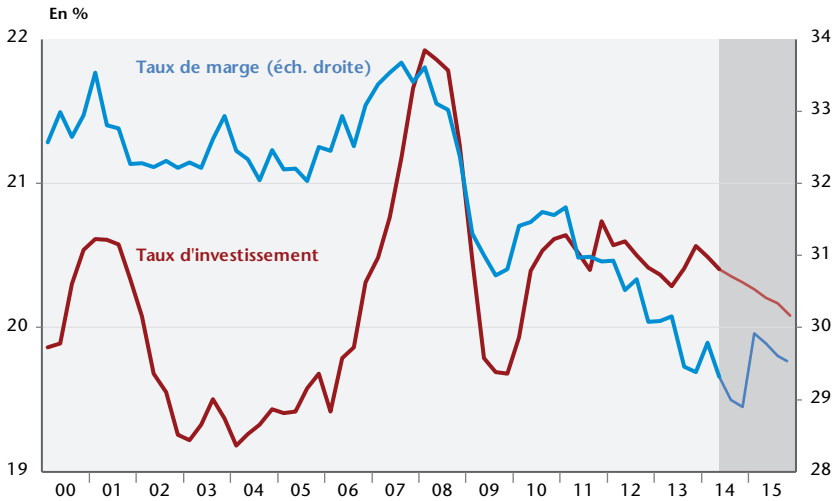
Source : INSEE, calculs OFCE.

Si l'on peut attendre du CICE une reprise plus rapide des embauches, ou un comportement défensif des entreprises qui sans la mesure auraient supprimé des emplois, la baisse des prix de ventes ou la hausse des salaires sont des modalités d'affectation moins souvent déclarées par les entreprises dans l'enquête. De fait, la faiblesse du taux de marge, portée par la désinflation, l'inertie des salaires nominaux face au ralentissement des prix et la persistance de sureffectifs dans les entreprises ne semblent pas autoriser de gestes forts dans ces directions (graphique 29).

De fait, les entreprises bénéficiaires du CICE déclarent dans l'enquête qu'elles affecteront environ la moitié des sommes perçues au titre du CICE à l'amélioration de leur résultat d'exploitation. Même si le taux de marge marque un nouveau record à la baisse sur les 15 dernières années en 2014, le CICE contribuerait à freiner sa chute. En 2015, la montée en charge du CICE et la mise en place du Pacte de responsabilité ainsi que l'amélioration de la productivité, même bridée par le comportement plus offensif des

entreprises en matière d'embauches, amélioreront le taux de marge. S'y ajoutera l'effet du ralentissement des salaires nominaux en contrepoint de la hausse des salaires réels de 2014. Mais la remontée du taux de marge en 2015 resterait toutefois très modeste au vu de sa chute de près de 5 points accumulée depuis le début de la crise.

Graphique 29. Taux de marge et taux d'investissement des entreprises non-financières



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2014-2015, octobre 2014.

Se ramenant à un allègement du coût du travail sur les bas et moyens salaires, le CICE est un dispositif qui pourrait favoriser la substitution du travail au capital. Autrement dit, en soutenant l'emploi, il pourrait freiner la reprise de l'investissement dont on ne voit pas, à l'horizon de la prévision, de reprise (graphique 29). Si un peu plus de la moitié des entreprises déclarent dans l'enquête qu'elles utiliseront majoritairement la part du CICE consacrée à l'amélioration des résultats d'exploitation pour investir (58 % dans l'industrie, 52 % dans les services), l'autre moitié sera affectée au désendettement. Le message est ici peu clair et nous avons privilégié l'effet substitution travail/capital généré par le CICE dans notre appréciation des évolutions possibles de l'investissement en 2015.

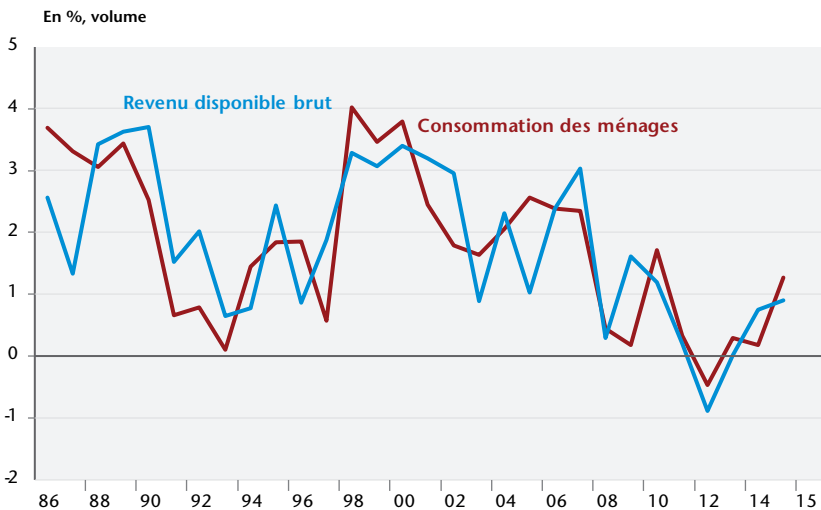
La mise en place du CICE et du Pacte de responsabilité profitera peu à l'amélioration de la position concurrentielle de la France vis-

à-vis de ses partenaires européens. Tout au plus pourra-t-elle éviter d'accentuer son retard vis-à-vis des concurrents pratiquant des politiques de prix plus agressives. La dépréciation de l'euro inscrite à l'horizon de la prévision fera sauter un verrou qui avait bridé la croissance en 2013 et en 2014, et la hausse moins rapide des importations que des exportations offrira une contribution positive du commerce extérieur en 2014 et en 2015.

Les ménages assujettis à l'austérité

Jusqu'à présent, le revenu des ménages a constitué le canal de transmission de l'austérité à l'économie réelle. La pression fiscale accrue sur les ménages depuis 2011, dans un contexte de contraction de l'emploi qui ralentissait à nouveau la croissance de la masse salariale, a entamé la croissance du revenu disponible brut réel (graphique 30). L'année 2011 marque un premier coup d'arrêt à la croissance du revenu réel, passée de +1,2 % en 2010 à +0,2 %. Ce dernier s'est ensuite contracté en 2012 (-0,9 %), pour stagner en 2013, évolutions inédites au regard de sa trajectoire de longue période. Au total, entre 2010 et 2013, sous l'effet de la hausse massive des prélèvements fiscaux et sociaux et de la contraction de

Graphique 30. Croissance du revenu disponible réel et de la consommation des ménages



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

l'emploi, le revenu réel des ménages affiche un recul de 0,7 point, ce qui correspond à une contraction du revenu réel par ménage de 3,4 % en raison de la dynamique démographique et de l'évolution du nombre de ménages.

La consommation a suivi une trajectoire parallèle à celle du revenu, avec un fort ralentissement en 2011 (passée d'une hausse de +1,7 % en 2010 à +0,3 en 2011), un recul en 2012 (-0,5 %) et une croissance très faible en 2013 (+0,3 %). Au final, face au recul de 0,7 % du revenu disponible, la consommation affiche une quasi-stagnation depuis 2010 (+0,15 %).

Quoique très affectée par le revenu disponible, la consommation n'a donc pas enregistré des évolutions aussi marquées, la baisse du taux d'épargne venant amortir l'impact négatif qu'il aurait pu avoir *a priori* (tableau 10). Parmi les déterminants du taux d'épargne, la variation du revenu a en effet joué un rôle majeur qui illustre les répercussions de l'austérité sur l'accumulation des ménages, que ce soit sous forme de patrimoine immobilier, avec l'effondrement de l'investissement en logement, ou de patrimoine financier.

Tableau 10. Les déterminants des variations du taux d'épargne en France

En points

	2002-2008	2009-2011	2012-2013	2014-2015*
Variations réalisées/estimées	-0,6	0,7	-0,6	0,1
Écart critique (g - r)**	-0,1	0,5	0,1	0,0
Effet richesse immobilière	-0,8	-0,2	0,1	-0,1
Variation du chômage	-0,2	0,4	0,1	0,1
Variation du revenu	0,1	-0,2	-0,7	0,1
Mesures fiscales	0,4	0,1	-0,2	-0,1

* Prévisions OFCE.

** L'écart critique est la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages (g) et le taux d'intérêt à long terme (r). Cet écart illustre la capacité des ménages à emprunter.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2014-2015, octobre 2014.

En 2014 et en 2015, le revenu disponible brut réel devrait renouer avec la croissance grâce au regain de vigueur de la masse salariale portée par les créations d'emplois supplémentaires sous l'effet du CICE, du volet allègement des cotisations sur les bas salaires inclus dans le Pacte de responsabilité et des emplois aidés dans les secteurs non-marchands (tableau 11). La masse salariale brute réelle croîtrait ainsi successivement de 1 % en 2014 et en

2015, ce qui reste toutefois un rythme inférieur de moitié à sa tendance de longue période (2,1 % l'an entre 1990 et 2009).

En 2014 et en 2015, les ménages paieront encore la facture de l'austérité. L'accentuation de la pression fiscale sur les ménages perdurera en 2014 par le jeu des mesures passées qui continueront à développer leurs effets, même si la croissance réelle des impôts ralentira par rapport à 2013²⁵, et s'annulera en 2015. C'est alors que la réorientation de l'austérité vers la baisse des dépenses publiques et sociales prendra le relais de la fiscalité pour peser une nouvelle fois sur le revenu des ménages. Au final, le revenu disponible brut réel croîtrait à peine plus en 2015 qu'en 2014 et l'accélération de la consommation ne sera permise que par une baisse du taux d'épargne.

Tableau 11. Croissance du revenu réel des ménages

En %, moyenne annuelle

	2013	2014	2015	90-09
Revenu disponible brut	0,0	0,7	0,9	2,0
<i>Dont :</i>				
Masse salariale brute	0,4	1,0	1,0	2,1
Cotisations sociales	4,0	1,7	1,6	1,0
Prestations sociales	2,2	1,4	0,5	2,7
EBE des ménages	-0,1	-0,1	1,1	1,8
Dividendes et intérêts nets	0,3	3,2	0,7	1,5
Impôts (y.c. CSG et ISF)	3,2	1,9	0,0	4,5
Déflateur à la consommation	0,6	0,6	0,7	1,4
Consommation (volume)	0,3	0,2	1,3	1,8
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,1	15,5	15,2	15,2

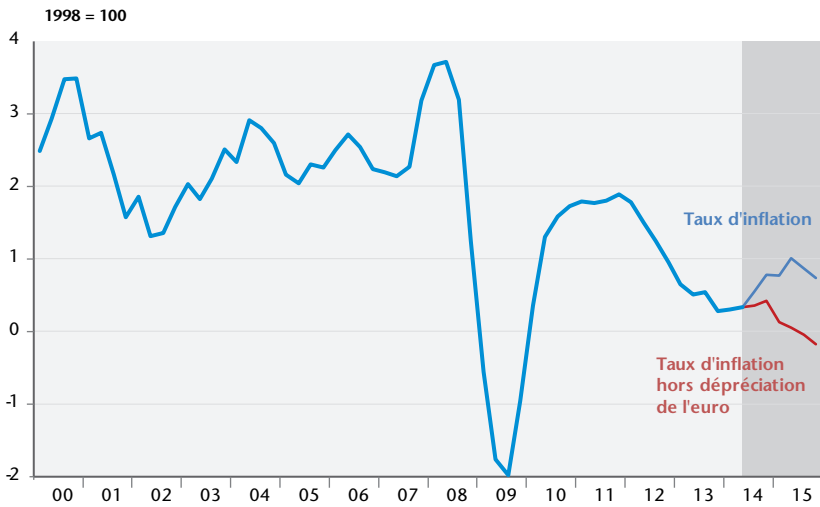
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2014-2015, octobre 2014.

Le ralentissement de l'inflation, tombée à un glissement annuel de 0,3 % en août 2014 selon l'indice des prix d'ensemble (et même à 0 selon l'indice sous-jacent), rend la perception du risque déflationniste de plus en plus prégnant. L'action de la Banque centrale européenne, qui a amené son taux directeur à un niveau quasi-nul, ses taux de dépôt en territoire négatif et qui a mis en place des politiques monétaires non-conventionnelles, permettrait d'écarter la réalisation à court terme du risque déflationniste. La conséquence

25. Pour plus de détails, voir la partie « finances publiques », encadré 5.

de cette politique, une baisse du taux de change de l'euro contre le dollar à l'horizon de la prévision, devrait retendre les ressorts inflationnistes de l'économie française. Mais sans cette dépréciation du change, il est plus que probable, selon nos simulations, que l'économie française n'aurait pu éviter une entrée en déflation en 2015 : sans la dépréciation de l'euro, l'inflation aurait terminé l'année 2015 en territoire négatif (graphique 31). Mais grâce à l'effet de change, elle devrait rester positive, à 0,7 % en glissement annuel à la fin 2015.

Graphique 31. Effet de la dépréciation de l'euro sur l'inflation



Sources : INSEE ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

5. Des finances publiques dérégées

Après quatre années consécutives de réduction du déficit public, de 7,2 % du PIB en 2009 à 4,1 % du PIB en 2013, la France connaîtrait un coup d'arrêt dans sa trajectoire de retour à un déficit public inférieur à 3 % du PIB. Encore attendu à 3,8 % du PIB en 2014 dans le cadre de la présentation du Programme de stabilité (Pstab) d'avril dernier, représentant une amélioration de 0,5 point de PIB par rapport au déficit affiché à l'époque (4,3 % du PIB en 2013 selon le Pstab), celui-ci devrait désormais se dégrader de 0,3 point de PIB en 2014, atteignant ainsi 4,4 % du PIB.

En 2015, selon le Projet de Loi de finances (PLF), il baisserait légèrement (-0,1 point de PIB contre -0,8 prévu dans le Pstab) et atteindrait 4,3 % du PIB mais resterait très éloigné de la cible des 3 % prévus initialement et encore valable dans le Pstab de printemps. Au final, les deux années de report autorisées au printemps 2013 par la Commission européenne à la France pour lui permettre d'atteindre son objectif de 3 % en 2015 ne se sont pas concrétisées par une réduction du déficit public malgré les efforts budgétaires annoncés.

Pour autant, il est difficile d'imputer ce dérapage budgétaire à un relâchement des ajustements encore prévus au printemps 2014. La révision à la baisse de la croissance, de l'inflation, du PIB potentiel auxquels se superposent de nouvelles normes comptables (passage en SEC 2010) ont conduit le gouvernement à réviser fortement la trajectoire des déficits publics et le montant des efforts structurels sans pour autant modifier ses prévisions d'économies sur la dépense publique en valeur pour 2014-2015 ou revoir en profondeur son scénario d'évolution des prélèvements obligatoires (PO).

Là est le paradoxe actuel : le gouvernement français qui n'a pas relâché sa pression sur les ajustements budgétaires depuis le printemps, ce qui a participé à la faiblesse de la croissance et de l'inflation actuelle, se retrouve contraint d'afficher un effort budgétaire structurel beaucoup plus faible en raison de l'aggravation de la désinflation et de la menace déflationniste ainsi que de changements de mesure de calcul de potentiel et de modifications comptables. Au final, la politique budgétaire et fiscale change peu mais les chiffres concernant le solde structurel varient beaucoup, de + 1,6 point de PIB sur la période 2014-15 selon le Pstab à « seulement » 0,3 point de PIB dans le PLF 2015, ce qui nous met en infraction vis-à-vis des Traités européens.

Pourquoi un tel écart de prévision de déficit entre le dernier Programme de stabilité et le Projet Loi de finances pour 2015 ?

Sur la période 2014-15, l'écart de prévision concernant la variation du déficit public est de 1,5 point de PIB entre le Pstab et le PLF (tableau 12). La moitié de l'écart s'explique par une révision à la baisse de la croissance du PIB (0,4 % en 2014 et 1 % en 2015 dans le PLF 2015 contre 1 % en 2014 et 1,7 % en 2015 dans le Pstab). En revanche, les prévisions de croissance des dépenses publiques en valeur n'ont pas été modifiées et sont identiques à celles du

Programme de stabilité (1,4 % en 2014 et 1,1 % en 2015). Le gouvernement a d'ailleurs confirmé le cap de 50 milliards d'économies sur la période 2015-17, dont 21 milliards pour la seule année 2015. En revanche, la révision à la baisse de l'inflation accroît la dynamique de la dépense publique en volume et augmente sa part dans le PIB potentiel en volume, quelle que soit la référence du PIB potentiel. L'inflation anticipée désormais plus faible que prévue (0,6 % en 2014 et 1,1 % en 2015 dans le PLF contre 1,1 % en 2014 et 1,5 % en 2015 dans le Pstab) conduirait à accroître le déficit public de 0,2 point de PIB en 2014 et 0,3 point en 2015.

Tableau 12. Facteurs contribuant à la révision du déficit public en 2014 et 2015

En points de PIB

	2013	2014	2015	Cumul 2014-2015
Solde public Pstab	-4,3	-3,8	-3	
Solde public PLF 2015	-4,1	-4,4	-4,3	
Variation Solde public Pstab (1)		0,5	0,8	1,3
Variation Solde public PLF 2015 (2)		-0,3	0,1	-0,2
Écart de variation du solde public (1) - (2) dû à la révision...		-0,8	-0,7	-1,5
...du taux de croissance des DP* en valeur (en %)		0	0	0,0
...des taux de PO**		0	0,1	0,1
...du PIB		-0,3	-0,4	-0,7
...de l'inflation (prix du PIB)		-0,2	-0,3	-0,5
...des normes comptables (effet CICE)		-0,2	-0,1	-0,3
...autres effets		-0,1	0,0	-0,1

*les dépenses publiques (DP) sont mesurées en dehors des crédits d'impôts.

**les taux de prélèvements obligatoires (PO) intègrent les mesures des crédits au sens des anciennes normes comptables.

Sources : Programme de Stabilité 2014-17, Rapport Economique Social et Financier du PLF 2015, calculs OFCE.

Enfin, les nouvelles normes comptables issues du SEC 2010 modifient la prise en compte des crédits d'impôts et contribueraient à rehausser le déficit public de 0,3 point de PIB d'ici à 2015. Ces nouvelles règles imposent de prendre en compte dans le calcul du solde public la totalité de la créance liée au crédit d'impôt (droits acquis), et non plus seulement son coût budgétaire correspondant aux versements effectifs aux entreprises (restitutions et imputations) comme dans le précédent référentiel de comptabilité nationale (SEC 95). Or, selon le dernier Rapport du Comité du suivi du CICE (septembre 2014) et le PLF pour 2015, le CICE coûterait

6,5 milliards en 2014 et 10 milliards en 2015 selon les anciennes normes comptables (SEC 1995), mais avec les nouvelles normes (SEC 2010), son coût en comptabilité nationale est estimé à 10,8 milliards en 2014 et 16,6 milliards en 2015. Par ailleurs, le CICE est, selon les nouvelles normes, comptables considéré comme une subvention à la production et donc comme une dépense publique et non plus comme une baisse de prélèvements obligatoires.

Les engagements budgétaires et les ajustements structurels

La mesure de l'ajustement budgétaire structurel joue un rôle essentiel dans le cadre des règles budgétaires européennes. Dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la croissance (TSCG), les Etats présentent un objectif de moyen terme (MTO) de solde structurel, avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du PIB et une vitesse de réduction d'au moins 0,5 % du PIB par an pour les pays n'ayant pas atteint leur MTO. Mais lorsqu'un pays est en procédure de déficit excessif, ce qui est le cas pour la France, ce ne sont plus les MTO qui jouent mais la procédure sans flexibilité possible.

La trajectoire de solde structurel retenue par la France avait été précisée par la Loi du 31 décembre 2012 de programmation des finances publiques (LPFP) pour les années 2012 à 2017 avec 3 % de déficit public en 2013 et un retour à l'équilibre structurel en 2016. Ces objectifs ont rapidement évolué car dès la présentation du Programme de stabilité du printemps 2013, la France avait obtenu un report de deux ans pour atteindre un déficit public inférieur à 3 % du PIB soit 2015. Et dans la présentation du dernier Programme de stabilité transmis à Bruxelles en avril 2014 validé dans le cadre de procédure de déficit excessif, la France prévoyait encore (tableau 13):

- de ramener le déficit public à 3 % du PIB en 2015 ;
- d'atteindre un déficit structurel de 0,25 % du PIB en 2017 et non plus de 0 % en 2016 comme ce qui était indiqué dans la LPFP 2012-17 ;
- de réduire son déficit structurel de 0,8 point de PIB en 2014 et 2015.

Désormais dans le cadre du PLF pour 2015, la nouvelle trajectoire pluriannuelle de finances publiques prévoit (tableau 13) :

- d'atteindre un déficit public inférieur à 3 % du PIB en 2017 ;

- que le MTO soit repoussé à 2019, date à laquelle le déficit structurel de la France serait de 0,4 % du PIB ;
- un ajustement budgétaire structurel de 0,1 point de PIB en 2014 et 0,2 point de PIB en 2015.

Par rapport au Pstab, la cible de déficit public à 3 % du PIB a été reportée de deux ans ainsi que l'objectif de moyen terme. Cette nouvelle trajectoire des agrégats de finances publiques ne répond donc à aucun critère exigé par les traités européens et à la procédure de déficit excessif.

Tableau 13. Objectifs budgétaires

	LFPF 2012-2017 (septembre 2012)	Programme de Stabilité (avril 2014)	PLF 2015 (septembre 2014)
Cible de 3 %...	...atteinte en 2013	...atteinte en 2015	...atteinte en 2017
Objectif de Moyen Terme...	...atteint en 2016 (solde structurel de 0 % du PIB)	...atteint en 2017 (solde structurel de -0,25 % du PIB)	...atteint en 2019 (solde structurel de -0,4 % du PIB)
Ajustement budgétaire structurel en 2014	0,5 % du PIB	0,8 % du PIB	0,1 % du PIB
Ajustement budgétaire structurel en 2015	0,5 % du PIB	0,8 % du PIB	0,2 % du PIB

Sources : LFPF 2012-17, Programme de Stabilité 2014-17, Rapport Économique Social et Financier du PLF 2015, calculs OFCE.

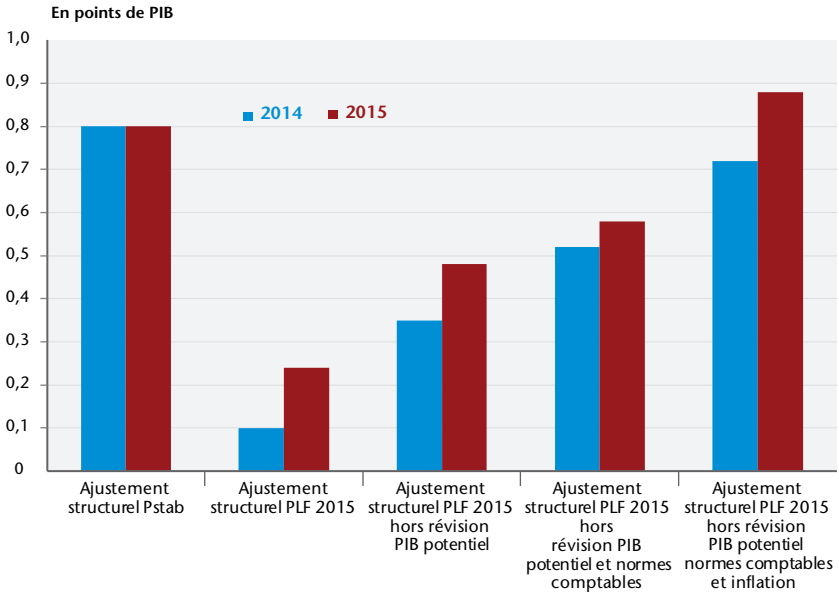
Cependant, dans le cadre de sa présentation du PLF pour 2015, deux éléments majeurs sont venus réviser l'ajustement structurel :

- la révision du PIB potentiel de 1,5 % en 2014 et 2015 (Pstab) à 1 % en 2014 et 1,1 % en 2015 (PLF 2015) a conduit à réduire l'ajustement structurel de 0,25 point de PIB en 2014 et 0,2 point en 2015 (graphique 32) ;
- le passage aux nouvelles normes comptables SEC 2010, en modifiant la comptabilisation des crédits d'impôts, crée une différence de mesure du solde structurel de l'ordre de 0,3 point de PIB sur la période 2014-2015 (voir plus haut).

Au total, la révision du PIB potentiel et des normes comptables conduit à afficher un ajustement budgétaire structurel bien en-deçà de ce que recommandent les traités alors qu'avec le recours à une méthode équivalente à celle utilisée dans le Pstab, le gouvernement aurait affiché un ajustement budgétaire structurel de 0,5 point de PIB en 2014 et 0,6 point de PIB en 2015, ce qui aurait

obligé le gouvernement à repousser sa cible de moyen terme mais lui aurait permis d'afficher une vitesse de réduction des déficits structurels compatible avec le TSCG. À cela s'ajoute l'effet de l'inflation très basse qui conduit à réduire la vitesse d'ajustement structurel de 0,2 point de PIB en 2014 et 0,3 point de PIB en 2015.

Graphique 32. Ajustements budgétaires structurels selon les critères retenus pour 2014 et 2015



Sources : Programme de Stabilité 2014-17, Rapport Economique Social et Financier du PLF 2015, calculs OFCE.

Ces trois facteurs (révision à la baisse du PIB potentiel, de l'inflation et adoption de nouvelles normes comptables) ont conduit, à politique économique inchangée, à accroître le déficit structurel de 0,65 point de PIB en 2014 et 0,7 point de PIB en 2015.

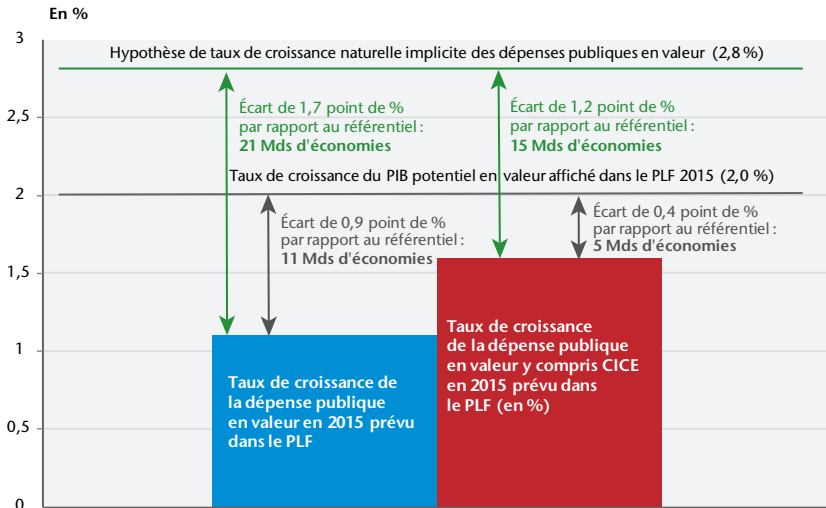
Dans ce contexte, il est difficile de parler de relâchement de la politique budgétaire, même si les chiffres d'ajustement structurel montrent le contraire.

De 21 à 5 milliards d'économies en 2015 selon le mode de calcul

Dans le cadre du PLF pour 2015, le gouvernement prévoit 21 milliards d'euros d'économies sur la dépense publique sur les 50 milliards annoncés d'ici à 2017. Avec une croissance de la

dépense publique attendue de 1,4 % en valeur en 2015, une économie de 21 milliards d'euros suppose donc que la trajectoire naturelle/tendancielle de référence de la dépense publique est de 2,8 % en 2015. Avec une inflation prévue à 0,9 % en 2015, cela suppose donc une croissance de la dépense publique tendancielle de 1,9 % en volume. Si cette tendance correspond à la croissance moyenne de la dépense publique au cours des dix dernières années (2004-2013), il n'en reste pas moins que la référence utilisée pour le calcul de l'ajustement structurel cohérente avec les traités européens est celle du taux de croissance du PIB potentiel qui, lui, est évalué à 1,1 % en volume (2 % en valeur) dans le PLF pour 2015. L'économie réalisée dans ce cas ne serait alors plus que de 11 milliards d'euros (graphique 33). Par ailleurs, les nouvelles normes comptables comptabilisent les crédits d'impôts comme une dépense publique et non plus comme une baisse de prélèvements obligatoires. Avec la montée en charge du CICE en 2015 – la créance des entreprises sur l'État liée au CICE va passer de 10,8 milliards en 2014 à 16,6 milliards en 2015 – le taux de croissance de la dépense publique, dans le cadre des normes comptables du SEC 2010, serait de 1,6 % en 2015, représentant une économie de seulement 5 milliards d'euros si le calcul se réfère au taux de croissance du PIB potentiel.

Graphique 33. Montant des économies selon la méthode de calcul



Sources : PLF 2015, calculs OFCE.

Si l'on retient la mesure du gouvernement, les 21 milliards d'économies se décomposeraient de la manière suivante (tableau 14) :

— 7,7 milliards sur l'État et ses opérateurs. Sachant que, selon Bercy, leurs dépenses augmentent « naturellement » de l'ordre de 6 milliards par an, les dépenses de l'État baisseront de 1,8 milliard d'euros en valeur (hors dettes et pensions). 1,4 milliard proviendrait de la masse salariale en raison principalement du gel d'indice de la fonction publique et la légère baisse du nombre de fonctionnaires (-1 278 équivalent temps plein). Les économies sur les dépenses de fonctionnement et d'investissement rapporteraient 1,6 milliard et celles sur les dépenses d'interventions 2,4 milliards. Enfin, la diminution des subventions aux opérateurs et taxes affectées, ainsi que la stabilisation du rythme d'exécution des dépenses d'investissements d'avenir au niveau de 2014, permettraient d'économiser également 2,4 milliards. Cependant des incertitudes subsistent autour des mesures de compensation pour financer des dépenses nouvelles comme notamment le plan logement annoncé fin août 2014 qui coûterait environ 400 millions d'euros, la création de crèches ou encore le coup de pouce financier en faveur de l'investissement des collectivités locales adopté dans le cadre d'un amendement le 17 octobre 2014 (200 millions à trouver sur une aide prévue de 420 millions)

— 3,7 milliards seraient liés à la baisse des dotations budgétaires de l'État aux collectivités territoriales. Cependant il existe une forte incertitude quant à l'effet réel de cette baisse de dotation sur la dynamique de dépense publique des collectivités locales, notamment sur leur masse salariale.

— 9,6 milliards reposeraient sur les dépenses de protection sociale, dont 3,2 milliards seraient liés aux économies sur les dépenses de santé, ce qui correspond à un taux de croissance des dépenses de l'Ondam de 2,1 % en valeur en 2015 contre une évolution tendancielle estimée par Bercy à 3,9 %. Le plan d'économies qui structure le déploiement de la stratégie nationale de santé s'articulera autour de 4 axes : renforcement de l'efficacité de la dépense hospitalière (nouveaux groupements hospitaliers territoriaux, économies sur les achats hospitaliers, ...), virage ambulatoire et adéquation de la prise en charge en établissement (accélération de la diffusion de la chirurgie ambulatoire en établissements hospi-

taliers, développement de l'hospitalisation à domicile, ...), produits de santé et promotion des génériques (maîtrise des prix des médicaments, développement des génériques, ...), pertinence et bon usage des soins (réduction des actes inutiles, maîtrise du volume de prescription des médicaments, ...). Enfin 6,4 milliards proviendraient des autres dépenses de protection sociale, dont près de deux tiers, soit 4 milliards, résulteraient, selon Bercy, de mesures d'ores et déjà décidées par le gouvernement ou les partenaires sociaux. La réforme des retraites et notamment le décalage de la date de revalorisation des pensions au 1^{er} octobre permettrait ainsi d'économiser 700 millions d'euros si l'on inclut les retraites des fonctionnaires. Quant aux retraites complémentaires, l'Agirc-Arrco indique pouvoir économiser 630 millions en 2015 grâce à son accord du printemps 2013 qui prévoit une revalorisation de 1 point de moins que l'inflation, mais ce chiffre reste soumis à l'aléa de l'inflation sauf à penser qu'une réduction de la valeur nominale des pensions complémentaires est envisageable en cas d'inflation inférieure à 1 %. Selon une étude d'impact de l'Unedic, sa convention d'assurance chômage du premier semestre 2014 lui permettrait d'économiser 830 millions d'euros, dont 530 millions en 2015. Les mesures portant sur la réforme de la politique familiale devraient permettre d'économiser 700 millions d'euros. Enfin,

Tableau 14. Répartition des économies prévues sur la dépense publique

Économies prévues en Mds d'euros (en % du total)	2015
État et agences dont	7,7 (37 %)
<i>Masse salariale</i>	1,4 (7 %)
<i>Fonctionnement et investissement</i>	1,6 (8 %)
<i>Subventions aux opérateurs et taxes affectées</i>	1,9 (9 %)
<i>Interventions</i>	2,4 (11 %)
<i>Stabilisation du rythme d'exécution des dépenses d'investissement d'avenir au niveau de 2014</i>	0,5(2 %)
Collectivités locales	3,7 (18 %)
Protection sociale dont	9,6 (46 %)
<i>Dépenses d'assurance maladie</i>	3,21(5 %)
<i>Autres dépenses de protection sociale</i>	6,4(30 %)
TOTAL	21,0

Source : PLF 2015.

le gouvernement attend 500 millions d'économies sur la gestion des organismes de protection sociale. Un certain nombre de mesures n'ont donc pas été précisées afin d'aboutir au 6,4 milliards d'euros d'économies attendues. Et au sein des 21 milliards d'euros d'économies prévues, c'est sur les 6,4 milliards d'économies de dépenses de protection sociale (en dehors du champ de la santé) que le plus grand flou demeure en raison, d'une part, du manque d'informations sur la décomposition précise des économies et, d'autre part, du faible impact, en termes d'économie, du gel de prestations dans un contexte d'inflation très faible.

Des prélèvements en baisse pour les entreprises mais en hausse pour les ménages

L'ensemble des mesures discrétionnaires représenteraient une hausse des prélèvements obligatoires (PO) de 2,8 milliards en 2014 et une baisse de 1,9 milliard en 2015 (tableau 15). Ce partage des PO est réalisé au sens des normes comptables du SEC 95 dans laquelle les crédits d'impôts sont considérés comme une baisse de PO et sont comptabilisés à leur valeur de restitution.

Cela intègre les mesures issues du PLF/PLFSS pour 2015 mais aussi l'ensemble des mesures votées par le passé ayant un impact en 2014 et 2015. De fait, il y a une divergence entre les mesures de baisse de PO annoncées dans le PLF 2015 et la montée en charge d'autres dispositifs votés dans le cadre de Lois de finances passées qui accroissent les prélèvements fiscaux et sociaux globaux.

Les mesures discrétionnaires conduiraient à augmenter les prélèvements sur les ménages de 13 milliards en 2014 et de 6 milliards en 2015 et à réduire ceux des entreprises de 10 milliards en 2014 et de 8 milliards en 2015.

En effet, les baisses d'impôts prévues pour les ménages en 2014 et 2015 dans le cadre du Pacte de responsabilité (1,3 milliard en 2014 puis 1,4 milliard supplémentaire en 2015 auxquels on peut ajouter les baisses de cotisations des indépendants pour 1 milliard) sont plus que compensées par des hausses de prélèvements fiscaux et sociaux décidées les années précédentes. Les mesures les plus emblématiques ayant un effet en 2014 sont la hausse de TVA (5,3 milliards), les mesures ciblant l'IRPP issues de la LFI pour 2014 avec, notamment, l'abaissement du quotient familial

(2,1 milliards), la hausse des taux de cotisation dans le cadre de la réforme des retraites ainsi que celles des régimes complémentaires (1,3 milliard) ou la fiscalisation des heures supplémentaires (1 milliard). En 2015, les mesures qui vont accroître la fiscalité des ménages sont principalement la fiscalité écologique (2 milliards), l'impact de la LFSS 2014 avec notamment la réforme du calcul des prélèvements sociaux sur certains produits de placement (1,3 milliard), la hausse de la fiscalité locale et la modulation du plafond des DMTO (1,3 milliard) ou la hausse des tarifs de la contribution au service public de l'électricité (1,1 milliard).

Du côté des entreprises, selon les normes comptables du SEC 95, les baisses de PO en 2014 seraient principalement liées à la mise en place du CICE (6,5 milliards restitués aux entreprises), à des effets ponctuels de contrecoups de baisse de fiscalité issus de la LFI 2013 (4,3 milliards) et à une forte hausse du Crédit Impôt Recherche (2 milliards) car après quatre années de dispositifs post-plan de relance, les entreprises pourront obtenir le remboursement de leurs créances de CIR non imputées sur l'impôt sur les sociétés des exercices précédents. À l'inverse, la prolongation d'un an de la surtaxe exceptionnelle pour les grandes entreprises alourdirait la fiscalité de 1,6 milliard en 2014, puis de 0,4 milliard en 2015. En 2015, les baisses de PO des entreprises sont tirées par la montée en charge du CICE (3,5 milliards supplémentaires en 2015) et la mise en place du Pacte de responsabilité avec la baisse des cotisations sociales sur les salaires compris entre 1 et 1,6 SMIC et la suppression progressive de la C3S (4,8 milliards).

Les agrégats budgétaires masquent des évolutions contrastées entre la fiscalité des ménages et celle des entreprises. Par conséquent, il est nécessaire de rentrer dans le détail des mesures pour évaluer l'impact à attendre sur l'activité de la politique budgétaire que l'agrégat d'évolutions des prélèvements obligatoires ne permet pas de faire. Plusieurs effets de sens contraire peuvent jouer, des mesures fiscales plutôt orientées sur l'offre ayant un multiplicateur plus faible à court terme que des mesures impactant directement la demande. Le CICE est assez représentatif de cette situation : il a un multiplicateur faible la première année (0,5) qui augmente par la suite (0,8). De même, la surtaxe exceptionnelle sur l'IS a un multiplicateur faible (0,3). À l'inverse, une hausse de la TVA ou une baisse de l'IR ciblée sur les catégories à revenus modestes et moyens

aura un multiplicateur plus fort (0,9-1). Au final, la hausse agrégée des mesures discrétionnaires de PO qui représente 0,13 point de PIB en 2014 engendrerait une perte d'activité de 0,22 point de PIB. Et en 2015, la baisse de 0,09 point de PIB des PO devrait se traduire par un supplément d'activité de 0,13 point de PIB. Le multiplicateur fiscal apparent au niveau agrégé est de 1,7 en 2014 et de 1,4 en 2015 alors même que les multiplicateurs fiscaux spécifiques à chacune des mesures sont compris entre 0,3 et 1.

Pour évaluer l'impact global de la politique budgétaire sur l'activité, nous avons également intégré les effets attendus des mesures d'économies qui représenteraient, selon nos calculs, une impulsion budgétaire *ex ante* de -0,46 point de PIB en 2014 et -0,57 point de PIB. En raison d'un multiplicateur budgétaire élevé en bas de cycle (1,3), les économies sur la dépense publique réduiraient le PIB de 0,61 % en 2014 et de 0,76 % en 2015.

L'impulsion budgétaire finale, qui comprend à la fois les mesures fiscales mais aussi les mesures d'économies sur la dépense publique, serait donc de -0,5 point de PIB en 2014 et de -0,4 point de PIB en 2015. Mais dans le cadre des nouvelles normes comptables du SEC 2010, l'impulsion budgétaire affichée serait moins négative en raison d'un effet CICE plus fort en droits constatés qu'en tenant compte uniquement des sommes restituées, ce qui vient réduire d'autant l'effort structurel. L'impulsion budgétaire aux normes du SEC 2010 serait donc de -0,3 point de PIB en 2014 et en 2015 et elle amputerait l'activité de 0,76 point de PIB en 2014 et de 0,56 point de PIB en 2015. Malgré des multiplicateurs budgétaires individuels compris entre 0,3 et 1,3 selon les mesures, l'agrégat budgétaire global conduirait à afficher un multiplicateur apparent de 2,5 en 2014 et 1,9 en 2015 qui est trompeur car, d'une part, le multiplicateur budgétaire global ne correspond pas à la somme pondérée des multiplicateurs individuels de chacune des mesures et, d'autre part, le CICE est surévalué dans l'impulsion en raison de sa comptabilisation en droits constatés alors que les effets économiques sont limités aux sommes restituées.

Tableau 15. Mesures ayant un effet sur le déficit public structurel en 2014 et 2015*

	Multipliateur	2014 (en Mds)	Impact sur le PIB en 2014	2015 (en Mds)	Impact sur le PIB en 2015
Total mesures de PO Ménages* (a)		13	-0,50	6,1	-0,2
Baisse de l'IR des ménages à revenus modestes et moyens (Pacte de Solidarité)	1			-2,7	0,12
Allègements cotisations indépendants (Pacte de Responsabilité)	0,8			-1	0,04
Rèlevement des tarifs de TICPE, crédit d'impôt transition énergétique...(PLF 2015)	0,9			0,5	-0,02
Réduction exceptionnelle bas de barème IR (LFR 2014)	1	-1,3	0,06	1,3	-0,06
Mesures IR (LFI 2014) (Quotient familial, majoration de pension, contrats collectifs complémentaires, plus-values immobilières et mobilières...)	0,8	2,1	-0,08	0,1	0,00
Fiscalité écologique (Contribution Climat Energie) (LFR 2014)	0,8	0,4	-0,01	2	-0,07
Réforme des taux de TVA (LFR3 2012)	0,9	5,3	-0,22	0,1	0,00
Fiscalisation des heures supplémentaires (LFR 2 2012)	0,6	1	-0,03		
LFSS 2014 (réforme du calcul des prélèvements sociaux sur certains produits de placement...)	0,5	0,4	-0,01	1,3	-0,03
Réforme Retraite (hausse des taux de cotisations vieillesse et AGIRC-ARRCO)	0,8	1,3	-0,05	0,8	-0,03
Aménagement du crédit d'impôt en faveur du développement durable	0,7	2,2	-0,07		
Fiscalité localité (modification du plafond des DMTO,...)	0,8	1,3	-0,05	1,3	-0,05
Hausse des tarifs de la CSPE	0,8	1	-0,04	1,1	-0,04
Autres	0,7	-0,7	0,02	1,3	-0,04
Total mesures de PO Entreprises (b)		-10,2	0,27	-8	0,33
Pacte de responsabilité				-4,8	0,16
<i>Allègement des cotisations patronales</i>	0,8			-4	0,15
<i>Suppression progressive de la C35</i>	0,5			-1	0,02
<i>Autre</i>	0,8			0,2	-0,01
CICE (LFR 3 2012)	0,5 (1 ^{re} année) puis 0,8	-6,5	0,15	-3,5	0,17
Hausse de 4 centimes sur le gazole pour les poids lourds** (LF 2015)	0,8			0,3	-0,01
Prolongation d'un an de la surtaxe exceptionnelle (LFR 2014)	0,3	1,6	-0,02	0,4	-0,01
LFI 2013 (Limitation de la déductibilité des charges financières, mesures sectorielles de la fiscalité des entreprises d'assurance...)	0,5	-4,3	0,10	0,4	-0,01
Crédit Impôt Recherche (Plan de Relance)	0,8	-2	0,07		0,00
Réforme des retraites (hausse cotisations retraite et baisse cotisations famille)	0,7	-0,4	0,01	0,3	-0,01
Autres	0,7	1,4	-0,05	-1,1	0,04
TOTAL Mesures discrétionnaires PO (c = a + b)		2,8	-0,22	-1,9	0,13
<i>Moins-values fiscales (d)</i>	0,8	-2	0,07	-2	0,07
Économies sur la dépense publique (e)	1,3	9,8	-0,61	12,4	-0,76
<i>Clé CICE avec nouvelles normes comptables (f)</i>	0	-4,3	0,0	-2,3	0,0
Impulsion budgétaire finale (g = -c-d-e-f)		-6,3 Mds (-0,3 pt de PIB)	-0,76	-6,2 Mds (-0,3pt de PIB)	-0,56

*La répartition des mesures fiscales entre ménages et entreprises ne tient pas compte de l'incidence fiscale finale.

** Nous avons retenu l'hypothèse que la taxe de transit poids lourds (autre version de l'écotaxe) était remplacée par une hausse de 4 centimes sur le gazole pour les poids lourds.

Sources : PLF 2015, calculs OFCE.

Encadré 4. Le partage des prélèvements obligatoires entre entreprises et ménages depuis 2001

À partir des données de comptabilité nationale fournies par l'Insee, nous avons recomposé les évolutions de prélèvements obligatoires (PO) depuis 2001 en séparant les prélèvements supportés par les entreprises de ceux supportés par les ménages (graphique 34). Si cette analyse est purement comptable et ne repose pas sur l'incidence finale de l'impôt, elle permet néanmoins d'avoir une vision du découpage de la pression fiscale.

De 2001 à 2013, les chiffres sont connus et constatés. Ils sont donc *ex post* et intègrent à la fois les effets des mesures discrétionnaires votées mais aussi les effets des plus/moins-values fiscales qui sont sensibles au cycle conjoncturel. En revanche, pour 2014 et 2015, les évolutions des PO pour les ménages et les entreprises sont *ex ante*, c'est-à-dire qu'elles reposent uniquement sur les mesures discrétionnaires ayant un impact en 2014 et 2015. Elles n'intègrent donc pas pour ces deux années les effets potentiels liés aux variations des élasticités fiscales pouvant modifier les taux de PO apparents. Par ailleurs, nous raisonnons selon les normes comptables du SEC 95 dans lesquelles les crédits d'impôts sont comptabilisés comme une baisse de PO.

Sur la période récente, il en ressort quelques éléments majeurs :

- Les taux de prélèvements augmentent fortement sur la période 2010-13, représentant une hausse de 3,7 points de PIB. En revanche, sur la période 2014-15, il y aurait une relative stabilité des PO liée aux mesures discrétionnaires (voir partie plus avant) mais il se créerait un fort découplage entre les évolutions propres aux PO des ménages et celles des entreprises : les taux de PO des ménages augmenteraient ainsi de 0,89 point de PIB (19 milliards) sur la période 2014-15 malgré la mise en place du Pacte de responsabilité alors que ceux des entreprises baisseraient de 0,84 point de PIB en raison notamment de la montée en charge du CICE et de la mise en place du Pacte de responsabilité ;

- En 2015, le taux de PO des entreprises serait plus élevé de 0,5 point de PIB par rapport au point bas de 2009 mais serait légèrement inférieur à son niveau d'avant-crise de 2008 (-0,3 point de PIB).

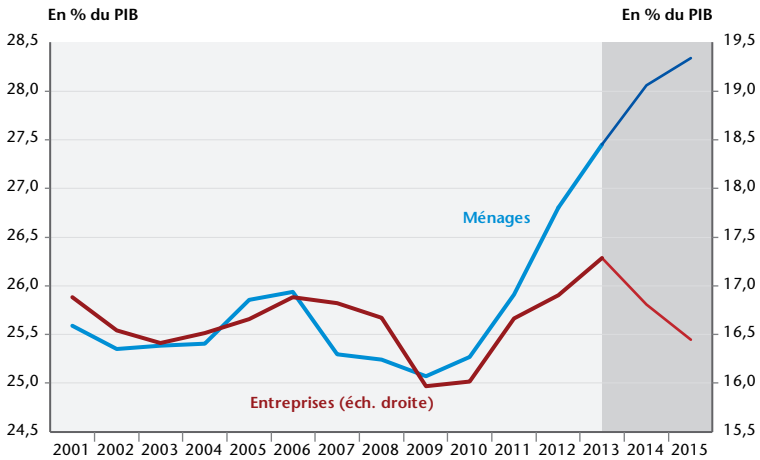
- En 2015, le taux de PO des ménages serait plus élevé de 3,3 points de PIB par rapport au point bas de 2009 et serait 3,1 points de PIB au-dessus de son niveau d'avant-crise de 2008.

Si une partie de l'ajustement fiscal pour combler les déficits structurels a été supportée par les entreprises sur la période 2010-13, la mise en place du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité va leur permettre de retrouver des niveaux de fiscalité légèrement inférieurs à ceux d'avant-crise. À l'inverse, la nécessité de financer à la fois les mesures de compétitivité des entreprises et la réduction de déficit struc-

turel fait porter pleinement l'ajustement budgétaire sur les ménages dont la pression fiscale augmenterait de 71 milliards d'euros sur la période de 2010 à 2015 contre seulement 10 milliards pour les entreprises sur la même période.

Si le Pacte de solidarité permet de redéployer du pouvoir d'achat aux ménages par le biais d'une baisse de l'IRPP à hauteur de 2,7 milliards d'euros en 2015, cela reste néanmoins une « goutte d'eau » au regard des 71 milliards d'euros d'efforts fiscaux qui ont été consentis par les ménages depuis 2010. Cela représente moins de 4 % de la hausse de la pression fiscale supportée par les ménages depuis 2010.

Graphique 34. Évolution des taux de PO ménages et entreprises*



* Au sens des normes comptables du SEC 95, c'est-à-dire que le CICE est comptabilisé dans les baisses de PO et à sa valeur de restitution et non pas en droits constatés.

Sources : INSEE, PLF 2015, calculs OFCE.

Encadré 5. L'impact de l'austérité fiscale sur le pouvoir d'achat : 930 euros par ménage en moyenne en trois ans

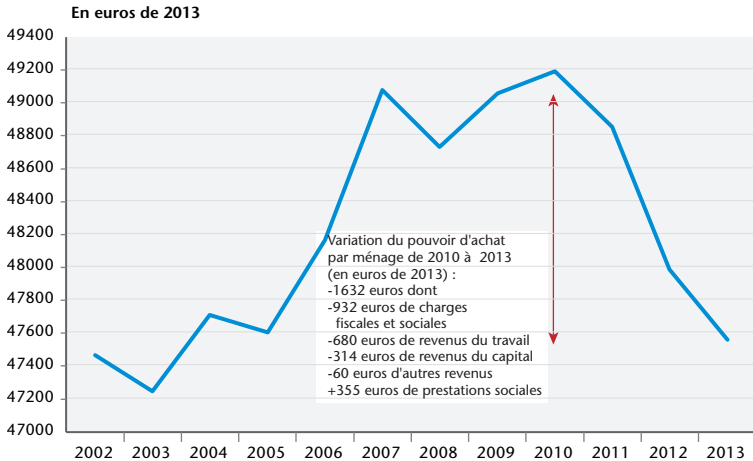
La hausse des prélèvements obligatoires (PO) sur la période 2011-13, visant à réduire rapidement les déficits publics structurels, a porté principalement sur les ménages (voir encadré 4). Sur les 3,5 points de PIB d'augmentation de PO, la hausse de la pression fiscale sur les ménages a représenté 2,2 points de PIB de 2011 à 2013 entamant mécaniquement la dynamique du revenu des ménages. Sur la période 2011-13, le pouvoir d'achat par ménage a ainsi reculé en moyenne de 1 630 euros, le ramenant en 2013 à un niveau inférieur à celui de 2004 (graphique 35).

Le principal facteur de cette forte dégradation du pouvoir d'achat des ménage est la hausse des prélèvements fiscaux et sociaux qui se sont accrues de 930 euros en moyenne par ménage en l'espace de trois ans.

Le second facteur contribuant à la réduction du pouvoir d'achat est la réduction des revenus du travail par ménage (-680 euros par ménage) en raison de la contraction de l'emploi depuis 2011. Si la hausse des prélèvements fiscaux et sociaux dans le revenu des ménages est une conséquence directe de l'austérité pratiquée depuis 2011, la baisse des revenus du travail par ménage en est une conséquence indirecte.

La baisse de la rentabilité du capital a également contribué négativement au pouvoir d'achat des ménage (-314 euros par ménage). Seules les prestations sociales, jouant leur rôle de stabilisateur automatique ont contribué positivement au pouvoir d'achat des ménage depuis 2011 (+355 euros par ménage).

Graphique 35. Le pouvoir d'achat par ménage



Sources : INSEE, calculs OFCE

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2013	2014	2015
En % de variation aux prix chaînés :			
PIB	0,4	0,4	1,1
Importations	1,9	2,4	1,2
Dépenses de consommation des ménages	0,3	0,2	1,3
FBCF totale, dont :	-0,8	-2,2	-1,6
Sociétés non financières	-0,6	-0,4	0,2
Ménages	-3,1	-7,9	-4,7
Administrations publiques	1,1	-0,7	-3,7
Exportations	2,4	2,5	2,6
Contribution des stocks à la croissance, en %	-0,2	0,4	0,1
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,0	0,6
Compte des ménages, en termes réels %			
Salaires bruts	0,4	1,0	1,0
Salaires nets	-0,2	1,1	0,9
Prestations sociales	2,2	1,4	0,5
Prélèvements sociaux et fiscaux	3,6	1,8	0,7
Revenu disponible	0,0	0,7	0,9
Taux d'épargne, en % du RDB	15,1	15,5	15,2
Déflateur de la consommation			
En glissement %	0,4	0,7	0,7
En moyenne %	0,6	0,6	0,7
Compte des sociétés non financières, en %			
Taux de marge	29,8	29,3	29,7
Taux d'épargne	17,1	17,0	16,9
Taux d'investissement (en volume)	20,4	20,4	20,2
Taux d'autofinancement (hors stock)	75,7	75,9	76,7
Compte du reste du monde et des administrations			
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	44,7	45,0	45,0
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-4,1	-4,5	-4,3
Solde commercial, en milliards € ¹	-31,9	-25,2	-17,5
Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %			
Emploi total, en moyenne annuelle, en %	-0,3	0,1	0,3
Chômage BIT, en millions	-0,2	0,1	0,3
Taux de chômage BIT moyen, en %	2,815	2,800	2,832
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,9	9,7	9,8
Taux de change \$/€			
Taux d'intérêt à court terme ²	1,33	1,32	1,19
Taux d'intérêt à court terme ²	0,2	0,3	0,3
Taux d'intérêt à long terme ³	2,2	2,0	1,9

1. FAB/FAB, au sens de la comptabilité nationale

2. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois

3. Taux des OAT à 10 ans

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %						
		2010				2013				2014				2015				2013	2014	2015
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4							
PIB	1997	0,0	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1		
Importations	556	0,6	2,1	0,6	0,4	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	1,9	2,4	1,2			
Dépenses de consommation des ménages	1083	0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,6	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	1,3			
Dépenses de conso, des administrations	385	0,5	0,8	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	2,0	1,8	1,1				
FBCF totale, dont :	440	-0,3	0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-2,2	-1,6				
Sociétés non financières	233	-0,5	0,4	0,2	0,8	-0,6	-0,7	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,6	-0,4	0,2				
Sociétés financières	13	-0,9	0,0	-0,9	0,0	0,1	-0,6	-0,7	-0,1	-0,7	0,5	0,5	0,6	-0,3	-1,3	-0,6				
Ménages	107	0,0	-0,4	-1,8	-2,1	-2,7	-2,5	-1,4	-1,3	-1,4	-0,8	-0,8	-0,1	-3,1	-7,9	-4,7				
Administrations publiques	83	0,2	0,7	0,3	-0,4	0,1	-0,7	-0,5	-0,5	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	1,1	-0,7	-3,7				
ISBLSM	4	1,6	1,4	0,9	0,4	0,0	0,0	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	4,5	0,9	1,0				
Exportations	519	0,2	2,9	-0,6	1,5	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	2,4	2,5	2,6				
Contribution																				
Demande intérieure hors stocks		0,2	0,4	0,0	0,2	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,0	0,6				
Variations de stocks		-0,1	0,1	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,1				
Solde extérieur		-0,1	0,2	-0,4	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,4				

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2014-2015, octobre 2014.

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2013				2014				2015				2013	2014	2015	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Déflateur de la consommation	0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,6	0,7
Salaire horaire moyen brut	0,3	0,5	0,2	0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,5	1,7	1,7	

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

IV. Emploi et productivité par tête

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2013				2014				2015				2013	2014	2015	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Branches principalement marchandes																
Effectifs	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,2	
Productivité par tête	0,1	0,9	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	0,2	0,9	

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Masse salariale brute (1)	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0	1,0
Masse salariale nette (1)	-0,2	0,3	-0,1	0,6	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,2	1,1	0,9
Prestations sociales (1)	0,3	0,8	0,5	0,5	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	2,2	1,4	0,5
Revenu disponible réel (1)	1,2	0,3	-0,3	-0,3	0,9	0,5	-0,2	-0,5	0,5	0,6	0,4	0,2	0,0	0,7	0,9
Taux d'épargne en % du RDB	15,2	15,3	15,1	14,6	15,9	15,9	15,5	14,8	15,0	15,3	15,4	15,2	15,1	15,5	15,2
Taux d'épargne en logement	8,3	8,2	8,1	7,9	7,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0	7,0	8,1	7,5	7,1
Taux d'épargne financière	5,7	5,9	5,9	5,5	7,0	7,3	7,1	6,5	6,8	7,2	7,4	7,3	5,8	7,0	7,2

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Importations en volume	0,6	2,1	0,6	0,4	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	1,9	2,4	1,2
Prix des importations	-0,7	-0,7	0,1	-0,7	-1,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-1,5	-1,8	-0,1
Demande interne	0,2	0,9	-0,1	0,6	-0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,8	0,6	1,1
Exportations en volume	0,2	2,9	-0,6	1,5	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	2,4	2,5	2,6
Prix des exportations	-0,2	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,2
Demande mondiale	-0,8	1,2	1,5	0,4	0,2	1,1	0,8	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,5	2,9	3,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux d'intérêt :															
À court terme (1)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
À long terme (2)	2,1	1,9	2,4	2,3	2,2	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,2	2,0	1,9
1 euro = ... Dollar	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois

(2) Taux des OAT à 10 ans

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2014-2015, octobre 2014.

ÉTUDES SPÉCIALES

Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ?	171
Céline Antonin, Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance et Vincent Touzé	
Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ?	221
Bruno Ducoudré et Éric Heyer	
La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant	255
Sabine Le Bayon, Mathieu Plane, Christine Riffart, Raul Sampognaro	

COMMENT LUTTER CONTRE LA FRAGMENTATION DU SYSTÈME BANCAIRE DE LA ZONE EURO ?

Céline Antonin, Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert,
Fabien Labondance et Vincent Touzé

Le système bancaire de la zone euro a été fortement touché par deux crises : celle des *subprime* puis celle des dettes souveraines. Il s'en est suivi un processus de fragmentation du système bancaire qui s'est traduit par des difficultés de financement pour les banques des pays en crise et par une hétérogénéité des conditions de financement – taux des prêts aux ménages et aux entreprises de la zone euro. Si la BCE est parvenue à éviter une crise systémique majeure, cette situation a perturbé la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro. Les mesures mises en œuvre par la BCE au cours de la crise visent donc à la fois à contrer les risques déflationnistes mais également à restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire dans les pays en crise. Bien que la menace déflationniste soit encore prégnante, il semble que les politiques non-conventionnelles ont eu les effets indirects escomptés sur l'efficacité de l'instrument conventionnel de la politique monétaire. Il reste qu'à plus long terme, des mécanismes doivent être envisagés pour renforcer l'intégration financière et rompre le lien entre crise de dette souveraine et crise bancaire. C'est précisément l'objet de l'Union bancaire européenne qui attribue à la BCE de nouveaux pouvoirs en matière de supervision bancaire. Si beaucoup d'experts s'accordent à dire que l'Union bancaire est une grande avancée dans l'approfondissement de l'Europe, il n'en demeure pas moins que plusieurs zones d'ombre subsistent. Les progrès ainsi accomplis ne doivent pas faire oublier que la stabilité bancaire et financière n'est pas complètement assurée et qu'elle ne le sera pas tant que la fragmentation bancaire subsistera entre les pays du cœur et ceux de la périphérie de la zone euro.

La crise que traverse la zone euro depuis 2008 a mis en évidence les nombreuses carences de la construction européenne. Bien que la politique monétaire soit unique depuis le 1^{er} janvier 1999, aucun processus d'union fiscale ou d'union bancaire n'avait été envisagé initialement. Les turbulences financières résultant de la crise des *subprime* puis de la crise des dettes souveraines ont fragilisé les banques de la zone euro et la situation des finances publiques créant un cercle vicieux dans lequel crises bancaire et de la dette se renforçaient (Shambaugh, 2012). Il s'en est suivi une rupture de confiance sans précédent qui a provoqué une double crise de liquidité, en septembre 2008, après la chute de Lehman Brother, puis à la fin de l'année 2011 du fait de la crise des dettes souveraines. En dépit des nombreuses règles communes¹ appliquées par les États membres en matière de régulation financière, et d'un cadre favorisant la concurrence et la liberté d'établissement, le système bancaire et financier, qui était en apparence de plus en plus intégré², est devenu fragmenté. De telles différences ont modifié la transmission de la politique monétaire, pourtant unique, renforçant les divergences apparues entre un cœur et la périphérie. La BCE a tenté de contrecarrer ce mouvement en proposant à plusieurs reprises diverses mesures non-conventionnelles, privilégiant le soutien au système bancaire du fait du rôle principal qu'il joue dans le financement des agents non-financiers, mais la mesure d'approfondissement institutionnel d'ampleur demeure la mise en place d'une union bancaire visant à assurer la supervision des banques systémiques de la zone euro.

Cette étude spéciale propose une présentation de la fragmentation bancaire au sein de la zone euro, puis des mesures mises en place par la BCE et enfin une présentation de l'Union bancaire.

1. Règles issues de la transposition des directives européennes, qui s'inspirent elles-mêmes très régulièrement des préconisations faites par le Comité de Bâle.

2. Les nombreux rapports rédigés sur l'intégration financière européenne montraient en effet que si les marchés interbancaires étaient fortement intégrés, ce n'était pas le cas de la banque de détail.

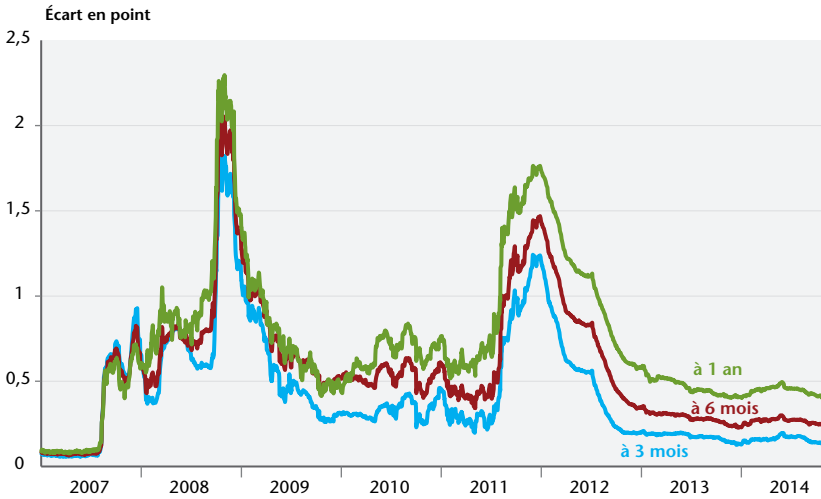
1. La fragmentation du système bancaire de la zone euro

Le système bancaire de la zone euro a été fortement touché par la double crise qui a frappé l'Europe depuis 2007 : celle des *subprime* puis celle des dettes souveraines. La première a provoqué de lourdes pertes, liées à la détention d'actifs toxiques. Cela a contraint les banques centrales à prendre des mesures exceptionnelles (*cf. infra*) et les gouvernements à mettre en place des plans de sauvetage des systèmes bancaires en fin d'année 2008. À la suite de quoi les tensions sur les marchés interbancaires se sont significativement apaisées, comme en témoignent les évolutions de l'écart entre les taux interbancaires Euribor et Eurepo³ (graphique 1).

Toutefois, le marché interbancaire n'a jamais retrouvé un fonctionnement proche de la situation prévalant avant la crise et un nouveau pic de tensions est apparu à la mi-2011 en lien avec la crise des dettes souveraines dans la zone euro. En effet, l'exposition des banques au risque souverain a menacé leur solvabilité et plongé la zone euro dans un cercle vicieux où, dans certains pays, problèmes bancaires et budgétaires se renforçaient mutuellement. Cependant, tant que la crise des dettes souveraines était principalement cantonnée à la Grèce, les écarts de taux sur le marché interbancaire sont restés largement inférieurs au pic observé lors de la chute de la banque Lehman Brothers. La baisse progressive du prix des obligations italiennes et espagnoles a cependant accru les risques de nouvelle crise systémique, provoquant de nouvelles tensions sur les marchés interbancaires dès le milieu de l'année 2011. Il aura alors fallu une nouvelle intervention de la BCE, qui en décidant d'octroyer des financements pour une durée exceptionnelle de trois ans, a permis d'éviter que ces tensions ne provoquent une crise systémique majeure. De fait, la BCE a ainsi couvert l'essentiel des besoins de financement des banques espagnoles et italiennes qui ne parvenaient plus à lever des fonds sur le marché interbancaire ou sur le marché obligataire.

3. Le taux Euribor représente le prix d'un prêt interbancaire sans garanties à une échéance donnée. Le taux Eurepo représente le prix d'un prêt interbancaire avec garanties à une même échéance.

Graphique 1. Écart entre taux Euribor et taux Europeo



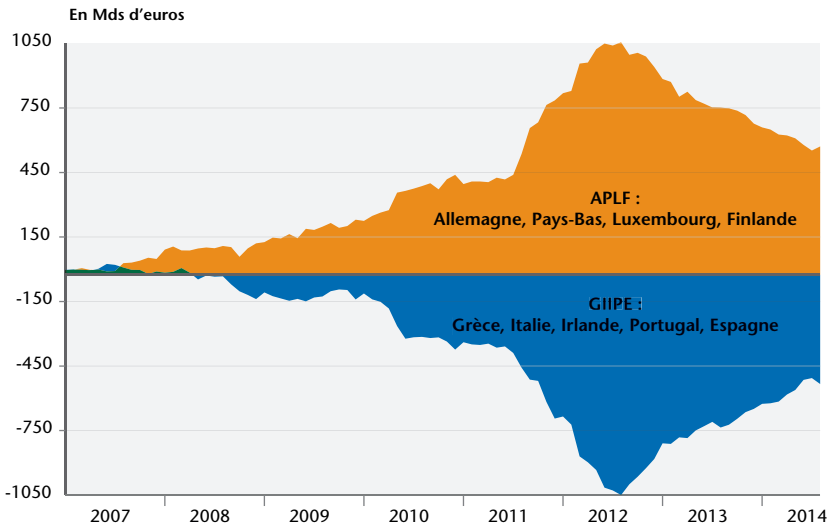
Source : Datastream.

La crise bancaire était certes contenue mais elle ne fut pas pour autant résolue. Une dichotomie est en effet apparue entre les pays du cœur de l'Union (Allemagne, France⁴, Pays-Bas, Belgique et Finlande) et ceux en proie à une crise des finances publiques (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne et Italie). Sur les marchés obligataires, cette situation s'est traduite par une réallocation des portefeuilles des investisseurs au détriment des pays à risque. Ils ont privilégié l'achat de titres obligataires publics émis par des États jugés plus sûrs, ce qui a eu pour conséquence de provoquer des pertes importantes pour les banques exposées au risque souverain, c'est-à-dire principalement aux banques de ces mêmes États en crise. La fragilisation de leur situation a eu pour conséquence de les priver de liquidités sur le marché interbancaire. Les banques des pays du cœur, disposant de liquidités, ont en effet préféré les laisser en dépôt auprès de la BCE. Privées de financements de marché, les banques des pays en crise se sont tournées vers la BCE *via* les différentes opérations de politique monétaire. Ce faisant, la BCE s'est substituée au marché et a implicitement porté le risque que les

4. La France peut être considérée comme un pays du cœur de l'Union. Néanmoins, au regard des soldes TARGET, les banques françaises sont en position légèrement débitrices. Leur ampleur reste cependant sans commune mesure avec la position des banques espagnoles ou italiennes.

acteurs du marché interbancaire ne souhaitaient plus porter. Ceci s'est traduit par une augmentation très sensible des soldes TARGET (graphique 2) mesurant les positions créditrices ou débitrices des banques centrales nationales et donc des banques commerciales vis-à-vis de la BCE.

Graphique 2. Soldes TARGET



Source : Eurocrisis monitor, Osnabrück Universität.

De fait, la crise a fortement perturbé le fonctionnement du marché interbancaire qui était apparu jusqu'ici fortement intégré. Les flux de crédits et de dépôts transfrontaliers entre institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro se sont fortement contractés. Ainsi, les crédits octroyés par les banques allemandes aux IFM des autres pays de la zone euro sont passés de plus de 460 milliards d'euros en début d'année 2009 à moins de 350 milliards en septembre 2009. Cette baisse a été plus forte que celle de l'ensemble des crédits octroyés aux IFM – c'est-à-dire incluant également les crédits aux IFM allemandes – si bien que la part des flux transfrontaliers entre IFM a baissé alors qu'elle avait doublé entre 1998 et 2007 (tableau 1). En corollaire, les banques espagnoles ont reçu moins de dépôts des IFM des autres pays de la zone euro : autour de 200 milliards fin 2008-début 2009 et moins de 150 milliards en septembre 2009. Plus généralement, les pays en crise (Italie, Espagne, Portugal, Grèce et Irlande) ont bien vu la part

des dépôts en provenance d'IFM d'autres pays de la zone euro baisser alors que cette même part se stabilisait ou augmentait pour d'autres pays comme l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas. Dans ces pays, c'est plutôt la part des crédits vers les IFM des autres pays de la zone euro qui a décliné, passant par exemple de 22,1 % (respectivement 74,3 %) en France (respectivement aux Pays-Bas) en 2007 à 16,2 % (respectivement 68,9 %⁵) en septembre 2014. La part des dépôts dans les banques allemandes détenus par d'autres IFM résidentes de la zone euro a même légèrement progressé entre 2007 et 2014. Ainsi, ces chiffres reflètent bien l'idée que les banques des pays du cœur de l'Union ont été de plus en plus réticentes à prêter des fonds aux banques des pays en crise, ce qui reflète la fragmentation du marché interbancaire. Sans les interventions de la BCE, dont les refinancements se sont substitués à ceux obtenus sur le marché interbancaire avant la crise, cette situation aurait amplifié le risque de solvabilité des banques en Espagne ou en Italie notamment.

Tableau 1. Encours de crédits et de dépôts transfrontaliers (entre IFM)

Part en %								
	DEU	FRA	ITA	ESP	NDL	PRT	GRC	IRL
Crédits								
1998	11,8	11,8	31,2	17,8	39,4	39,2	8,5	33,6
2007	24,6	22,1	22,0	31,7	74,3	59,4	44,9	36,6
2011	21,0	17,2	17,3	22,4	33,6	38,5	82,7	35,8
2014 (sept)	22,3	16,2	14,2	25,0	68,9	47,8	54,3	51,1
Dépôts								
1998	13,4	13,4	38,3	19,2	38,1	38,8	18,2	50,8
2007	16,8	18,6	37,3	42,3	70,8	74,5	43,0	49,5
2011	16,2	11,8	26,8	31,2	82,1	31,6	16,8	26,2
2014 (sept)	17,2	12,5	21,9	30,4	87,9	29,8	22,1	47,5

Note : Le tableau représente la part des encours de crédits et de dépôts entre les IFM d'un pays et les IFM résidents dans les autres pays de la zone euro.

Source : BCE.

La fragmentation du système bancaire est moins flagrante pour les crédits et les dépôts des IFM vers des agents non-financiers (tableau 2). En même temps, les marchés de détail avaient peu convergé après 1999, ce dont les rapports régulièrement publiés

5. Dans le cas des Pays-Bas, la chute s'est produite entre 2007 et 2011 puis la part est remontée par la suite.

par la BCE sur l'intégration financière européenne faisaient déjà état⁶. La part des flux de crédits transfrontaliers ne dépassait pas 5,5 % en Allemagne en 2007. Elle était plus élevée aux Pays-Bas (7,2 %) et a continué à progresser ensuite car elle atteignait 9,7 % en septembre 2014. Nous observons cependant bien un ralentissement de l'activité transfrontière des banques irlandaises, traduisant bien la forte internationalisation du système bancaire irlandais avant la crise sur le marché du crédit comme sur celui des dépôts. À l'opposé, le système bancaire grec a globalement moins d'activités transfrontalières.

**Tableau 2. Encours de crédits et de dépôts transfrontaliers
(des IFM vers les non IFM)**

Part en %								
	DEU	FRA	ITA	ESP	NDL	PRT	GRC	IRL
Crédits								
1998	1,8	1,4	1,4	1,1	2,1	0,9	0,2	22,0
2007	5,4	4,5	1,7	1,2	6,3	2,3	0,1	10,5
2011	6,5	4,7	1,5	1,5	7,2	2,1	0,9	19,2
2014 (sept)	6,1	3,6	1,3	1,5	9,7	1,1	1,0	7,7
Dépôts								
1998	4,9	2,4	1,7	2,3	5,0	3,7	0,5	9,7
2007	3,0	6,9	1,6	2,2	6,9	7,6	0,4	16,6
2011	2,7	5,9	1,6	4,3	7,7	1,9	0,8	22,5
2014 (sept)	2,7	7,0	1,1	3,4	9,3	1,5	0,8	13,2

Note : Le tableau représente la part des encours de crédits ou de dépôts des IFM d'un pays vers les agents non financiers résidents dans les autres pays de la zone euro.

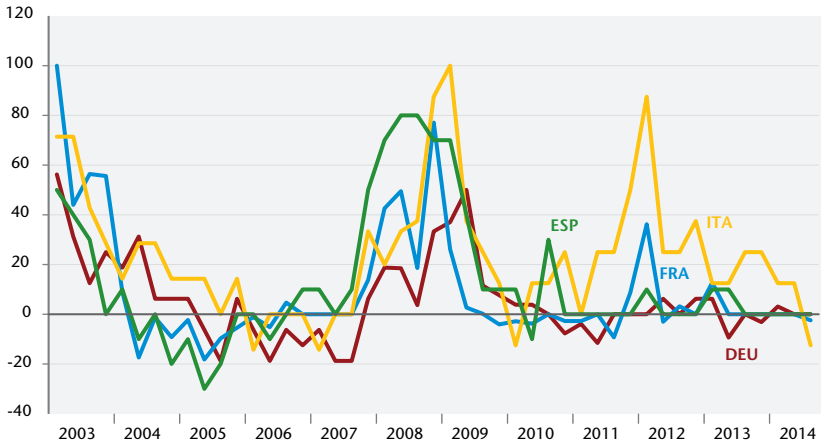
Source : BCE.

Si la fragmentation du système bancaire de la zone euro est peu perceptible au regard des flux de crédit et de dépôt accordés aux agents non-financiers, elle n'en demeure pas moins importante et s'est traduite par une divergence des conditions de crédits et par une transmission plus hétérogène de la politique monétaire unique au sein de la zone euro. En effet, la dégradation du bilan des banques, notamment des banques peu capitalisées ou peu liquides, peut les amener à restreindre l'accès au crédit des entreprises ou des ménages. Ainsi, l'évolution des conditions de crédit mesurée par l'enquête BLS (Bank Lending Survey) de la BCE témoigne bien d'un

6. Voir Baele *et al.* (2004) ou Jappelli et Pagano (2008).

durcissement plus fort des conditions de crédit en Espagne au début de la crise, en lien avec le krach du marché immobilier, ainsi qu'en Italie où apparaît un pic de restriction de l'offre de crédit pour les ménages ou les entreprises en fin d'année 2011 et début d'année 2012 (graphiques 3 et 4).

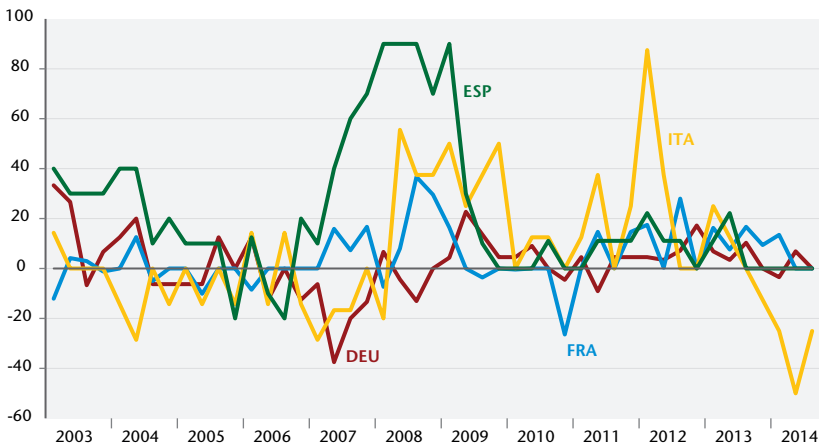
Graphique 3. Conditions d'offre de crédit aux SNF



Note de lecture : Les courbes représentent pour chaque pays la différence entre les établissements déclarant durcir leurs conditions de crédits et ceux déclarant les assouplir. Une hausse témoigne donc d'un durcissement des conditions de crédit.

Source : BCE (enquête du Bank lending survey).

Graphique 4. Conditions d'offre de crédit aux ménages (crédits immobiliers)



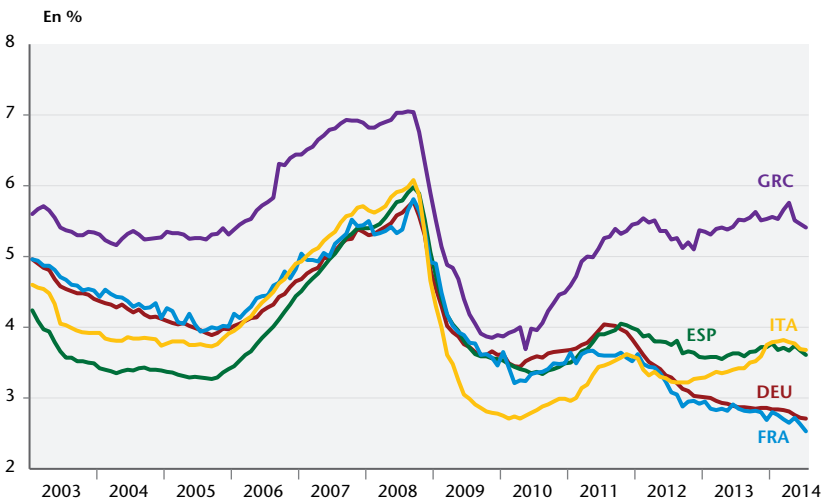
Note de lecture : Les courbes représentent pour chaque pays la différence entre les établissements déclarant durcir leurs conditions de crédits et ceux déclarant les assouplir. Une hausse témoigne donc d'un durcissement des conditions de crédit.

Source : BCE (enquête du Bank lending survey).

Ces éléments vont dans le sens des travaux réalisés par Jiménez, Ongena, Peydro and Saurina (2012) qui montrent, à partir d'une base de données microéconomiques sur le comportement des banques, que la probabilité qu'une banque espagnole de refuser un crédit aux sociétés non-financières augmente dans un environnement économique dégradé (durcissement de la politique monétaire ou baisse de la croissance) et que cet effet est d'autant plus fort que les banques sont peu capitalisées ou peu liquides.

Une autre dimension de la fragmentation apparaît dans le fort accroissement de la dispersion des taux bancaires dans la zone euro à partir de 2007. Il s'agit d'une conséquence très importante de la fragmentation qui tend à montrer que bien que le crédit transfrontalier augmente, il reste marginal et ne joue pas sur les prix. C'est ce qui ressort de l'évolution des taux des prêts aux sociétés non-financières (graphique 5) dans les pays de la zone euro depuis la crise, ainsi que de l'évolution des écarts interquartiles calculés pour les taux pratiqués sur les crédits (aux ménages ou aux SNF de la zone euro, voir graphique 6) ou sur les dépôts (graphique 7). Cette situation montre que malgré une politique monétaire unique, la crise a amplifié l'hétérogénéité des conditions monétaires en zone euro. Pour pallier rapidement cette hétérogénéité, la BCE a joué le rôle de

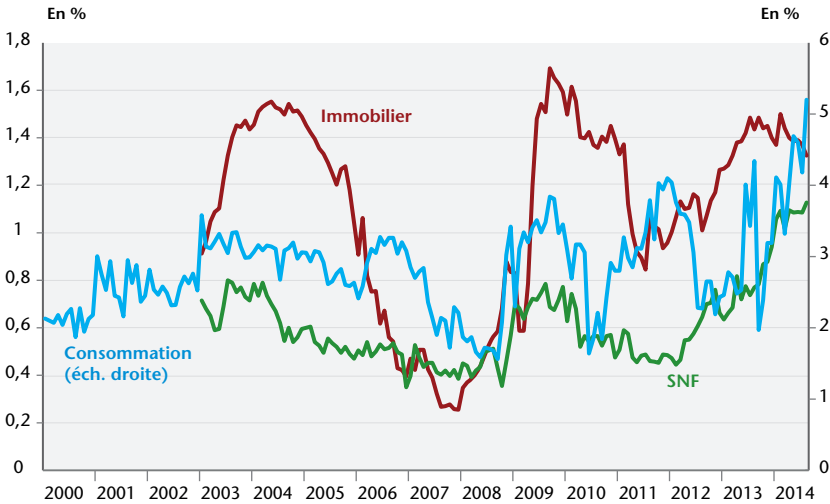
Graphique 5. Taux d'intérêt pratiqués sur les nouveaux crédits aux SNF (durée de 1 à 5 ans)



Source : BCE.

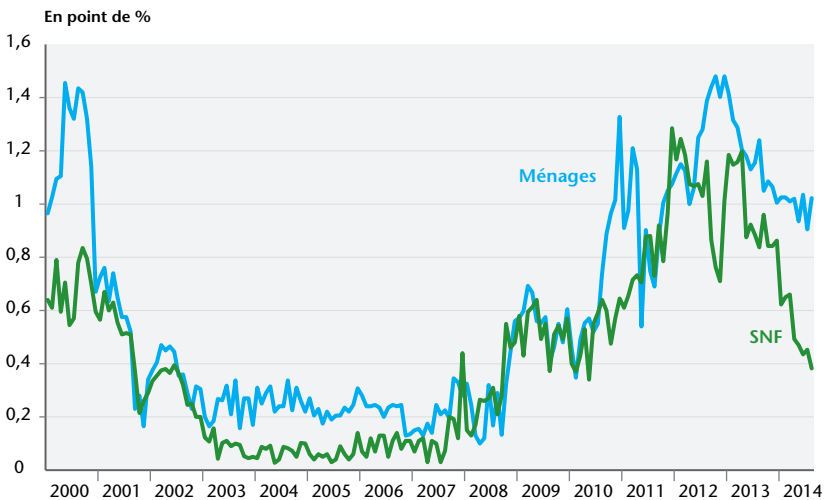
prêteur en dernier ressort auprès des banques et mis en place des politiques non-conventionnelles sur l'efficacité desquelles il convient de s'interroger (partie 2). À plus long terme, la mise en œuvre de l'Union bancaire apparaît, sous certaines conditions, comme le garant de l'homogénéité des marchés bancaires en zone euro (partie 3).

Graphique 6. Dispersion des taux d'intérêt bancaires sur les crédits



Source : BCE. Écart interquartile.

Graphique 7. Dispersion des taux d'intérêt bancaires sur les dépôts



Source : BCE. Écart interquartile.

Une hétérogénéité qui se répercute sur la transmission de la politique monétaire

Afin d'assurer la viabilité de l'Union monétaire, la question d'une transmission homogène de la politique monétaire de la BCE dans tous les pays membres est centrale. Avant la crise, d'importantes différences existaient déjà dans la transmission de la politique monétaire (Arnold & van Ewijk, 2014 ; Sorensen & Werner, 2006), même si une tendance à l'homogénéisation a été observée (Vajanne, 2007 ; Blot & Labondance, 2013). Précisons que ce constat dépend fortement des marchés observés, de leur degré d'intégration et de concurrence (de Graeve, de Jonghe, & van der Vennet, 2007). L'homogénéisation s'observe davantage sur la transmission de la politique monétaire aux taux pratiqués pour les entreprises. Plus les montants sont importants, plus les marchés sont intégrés et plus la transmission est homogène à travers la zone euro. Sur d'autres marchés pour lesquels les caractéristiques nationales liées aux systèmes légaux et aux habitudes des agents demeurent essentielles pour fixer les taux bancaires (Mojon, 2000 ; Giuliadori, 2005), la transmission demeure hétérogène. C'est ce qui est observé sur les taux pratiqués pour les prêts immobiliers et pour les prêts à la consommation. Enfin, il est à noter que cette tendance à l'homogénéisation jusqu'à la crise apparaît avant tout pour les taux des prêts et beaucoup moins pour les taux des dépôts (Sander & Kleimeier, 2004).

La tendance à l'homogénéisation de la transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro a été stoppée avec la crise et la convergence des taux d'intérêt bancaires s'est même retournée (Arnold & van Ewijk, 2014). De nombreux travaux confirment l'impact négatif de la crise qui augmente les écarts de taux entre pays (Karagianis, Panagopoulos, & Vlamis, 2010). La transmission de la politique monétaire est devenue différente entre les pays (Belke, Beckmann, & Verbeyen, 2013). La convergence observée avant la crise prend fin en 2008 (Rughoo & Sarantis, 2014). Nous étudions et illustrons l'hétérogénéité dans la transmission de la politique monétaire de la BCE dans l'encadré 1.

Par conséquent, la BCE se voit confrontée à un double défi. Elle doit d'une part donner une impulsion unique de politique monétaire pour ramener l'inflation à sa cible. Ainsi, la lutte contre le risque de déflation est-elle devenue centrale dans la mise en œuvre

de sa politique monétaire. Par ailleurs, les mesures prises par la BCE visent également à réduire la fragmentation du système bancaire européen afin de restaurer l'homogénéité de la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro (Cour-Thilman & Winkler, 2013).

Encadré 1. Fragmentation de la transmission de la politique monétaire

La fragmentation de la transmission de la politique monétaire fragilise la zone euro car elle réduit l'efficacité de la politique monétaire unique de la BCE et peut conduire à renforcer les divergences économiques, lorsque la politique monétaire expansionniste ne se transmet pas dans les taux d'intérêt sur les crédits des pays périphériques, par exemple. L'hypothèse que nous testons est de voir si la fragmentation que nous observons s'explique uniquement par les fondamentaux de l'économie ou si une dynamique hétérogène et auto-entretenu est également à l'œuvre. Pour mettre ce point en évidence, nous proposons d'estimer l'équation suivante qui consiste à expliquer les taux d'intérêt nominaux pratiqués par les banques $rb_{i,t}$ dans chaque État membre i à la période t . nous présenterons ici des résultats pour les taux d'intérêt des prêts aux sociétés non-financières (SNF) de 1 à 5 ans et pour deux types de prêts aux ménages : les prêts immobiliers et les prêts à la consommation.

$$rb_{i,t} = \alpha_i + \beta.time_i + \gamma.prime_{i,t} + \delta.rm_t + \rho.CISS_t + \varepsilon_t$$

Ces taux d'intérêts s'expliquent par le taux du marché monétaire reflétant la politique monétaire conventionnelle de la BCE. Nous prenons ici le taux au jour le jour (Eonia). Par ailleurs, nous incluons une variable reflétant la prime de risque associée à chaque État membre ($prime_{i,t}$), calculée comme la différence entre les taux longs des obligations publiques et le taux du marché monétaire. Afin de tenir compte de l'aversion au risque exacerbée depuis la crise, nous incluons également un indicateur de stress financier. Il s'agit ici du CISS (*Composite Indicator of Systemic Stress*) développé par la BCE (Hollo *et al.* 2012).

Cette équation est estimée en panel pour deux sous-échantillons de la zone euro : d'une part pour les pays du cœur (Autriche, Belgique, Allemagne, Finlande, France et Pays-Bas) et d'autre part pour ceux de la périphérie (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal). Nous incluons des effets fixes pays et nous incluons une tendance temporelle qui mesure l'effet temporel qui n'est pas lié aux fondamentaux inclus dans le modèle. Enfin, nous estimons ces panels pour deux sous-périodes : avant et depuis la crise.

Le tableau 3a présente les résultats de ces estimations. En regardant les taux appliqués aux SNF, nous constatons qu'avant la crise, les détermi-

nants de ces taux étaient relativement équivalents dans les pays du cœur et de la périphérie. La politique monétaire était un peu plus répercutée dans les pays de la périphérie, mais pour le reste, les coefficients sont très proches. En particulier, notons la tendance à la baisse des taux pour les deux groupes de pays indiqués par la variable *time_i*. Ce résultat indique donc qu'indépendamment des fondamentaux du modèle, il y a dans la zone euro une tendance à la baisse des taux bancaires. Avant la crise, le constat est à une dynamique de fixation des taux d'intérêt relativement homogène pour les prêts aux SNF dans la zone euro.

Les résultats depuis la crise laissent entrevoir une dynamique différente et une fragmentation de plus en plus avérée. Si la transmission de la politique monétaire reste à un niveau équivalent pour les pays du cœur, elle diminue très nettement pour les pays de la périphérie. De plus, la variable tenant compte de la prime de risque appliquée à chaque Etat membre n'est plus significative pour les pays du cœur mais le demeure pour les pays de la périphérie. Or, il s'agit d'une période pendant laquelle les écarts de taux augmentent pour ces pays, indiquant que les tensions sur les marchés obligataires se répercutent sur les taux pratiqués par les banques. De même, l'indicateur de stress financier a toujours un effet positif et significatif, mais le coefficient est deux fois supérieur pour les pays de la périphérie. Enfin, il est intéressant de noter les résultats de la variable temporelle. Pour les pays du cœur, cette variable est depuis la crise non-significative, indiquant que l'établissement des taux bancaires reflète les fondamentaux inclus dans les estimations. Pour la périphérie, cette variable devient, depuis la crise, positive : en plus des autres déterminants inclus dans l'équation, une tendance à la hausse des taux bancaires s'observe dans les pays de la périphérie. Ce résultat met en lumière une dynamique de divergence entre les deux groupes de pays. Les pays de la périphérie subissent une hausse des taux bancaires indépendante des fondamentaux, situation que ne rencontrent pas les pays du cœur. Cette tendance différenciée depuis la crise s'observe également lorsqu'on regarde l'établissement des taux bancaires aux ménages, que cela soit pour des prêts immobiliers ou des prêts à la consommation. La prise en compte des mesures non-conventionnelles à travers l'utilisation non plus de l'Eonia mais d'un taux implicite de politique monétaire⁷ (ou « *shadow rate* ») valide ce constat (tableau 3b). Depuis la crise, une fragmentation est perceptible entre le cœur et la périphérie.

7. Le calcul d'un taux implicite de politique monétaire permet de traduire les mesures non-conventionnelles prises par les banques centrales. Ainsi, le taux implicite peut être négatif. Voir Wu et Xia (2014) pour une illustration.

Tableau 3a. Déterminants des taux d'intérêts bancaires avant et depuis la crise

	SNF				Immobilier				Consommation			
	pré-crise		Crise		pré-crise		Crise		pré-crise		Crise	
	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph
Eonia	0,74*** [0,03]	0,88*** [0,02]	0,72*** [0,04]	0,39*** [0,09]	0,43*** [0,05]	0,87*** [0,03]	0,15*** [0,05]	0,49*** [0,09]	0,68*** [0,06]	0,28*** [0,09]	0,01 [0,17]	-0,50** [0,22]
Prime	0,21*** [0,03]	0,16*** [0,03]	0,00 [0,03]	0,07*** [0,01]	0,20*** [0,06]	0,13*** [0,04]	0,11*** [0,03]	-0,03** [0,01]	0,31*** [0,07]	0,01 [0,13]	-0,13 [0,12]	0,04 [0,03]
Ciss	0,33*** [0,01]	0,35*** [0,01]	0,15*** [0,01]	0,27*** [0,03]	0,24*** [0,02]	0,35*** [0,02]	0,15*** [0,02]	0,30*** [0,03]	0,28*** [0,03]	0,30*** [0,06]	0,19*** [0,06]	0,43*** [0,08]
Time	-0,01*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	0,00 [0,00]	0,02*** [0,00]	-0,02*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,00 [0,00]	-0,01*** [0,00]	0,00 [0,00]	0,00 [0,01]	0,02*** [0,00]
Constante	3,30*** [0,14]	2,51*** [0,13]	2,61*** [0,24]	-0,13 [0,30]	5,04*** [0,27]	3,07*** [0,17]	4,39*** [0,30]	2,88*** [0,29]	4,58*** [0,33]	8,36*** [0,60]	5,44*** [1,07]	6,64*** [0,75]
N	387	288	402	268	432	288	402	268	459	288	335	201
r2	0,89	0,97	0,80	0,46	0,35	0,93	0,73	0,64	0,69	0,28	0,05	0,16

***, ** : significativité aux seuils de 1 %, 5 %.

Sources : BCE & Eurostat, estimations des auteurs.

Tableau 3b. Déterminants des taux d'intérêts bancaires avant et depuis la crise

	SNF				Immobilier				Consommation			
	pré-crise		Crise		pré-crise		Crise		pré-crise		Crise	
	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph
Shadow	0,52*** [0,03]	0,62*** [0,03]	0,24*** [0,02]	0,11*** [0,04]	0,29*** [0,04]	0,60*** [0,04]	0,02 [0,02]	0,10** [0,04]	0,52*** [0,05]	0,19** [0,09]	-0,12 [0,08]	-0,47*** [0,10]
Prime	0,07 [0,04]	0,01 [0,05]	-0,06 [0,03]	0,08*** [0,01]	0,12 [0,06]	-0,03 [0,05]	0,09*** [0,03]	-0,01 [0,01]	0,16** [0,07]	-0,08 [0,13]	-0,14 [0,12]	0,01 [0,03]
Ciss	0,42*** [0,02]	0,47*** [0,02]	0,27*** [0,02]	0,33*** [0,03]	0,30*** [0,03]	0,47*** [0,02]	0,17*** [0,02]	0,37*** [0,03]	0,38*** [0,03]	0,35*** [0,06]	0,16** [0,06]	0,29*** [0,08]
Time	-0,01*** [0,00]	-0,00*** [0,00]	-0,00 [0,00]	0,02*** [0,00]	-0,02*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,00 [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,00 [0,00]	-0,00 [0,01]	0,01** [0,00]
Constante	4,04*** [0,17]	3,35*** [0,18]	3,13*** [0,30]	-0,05 [0,32]	5,48*** [0,26]	3,92*** [0,21]	4,61*** [0,31]	3,13*** [0,32]	5,48*** [0,30]	8,85*** [0,54]	5,96*** [1,06]	7,57*** [0,75]
N	387	288	402	268	432	288	402	268	459	288	335	201
r2	0,83	0,93	0,70	0,44	0,31	0,87	0,72	0,61	0,67	0,27	0,06	0,23

***, ** : significativité aux seuils de 1 %, 5 %.

Sources: BCE & Eurostat, estimations des auteurs.

2. La BCE et les mesures de politiques monétaires non-conventionnelles en dernier recours ?

La situation économique morose de la zone euro, avec ses risques de déflation, a conduit la Banque centrale européenne (BCE) à procéder à de nouveaux assouplissements monétaires quantitatifs. Ces mesures, dont certaines pourraient imposer une prise de risque de la part de la BCE – *via* l'acquisition de produits issus de la titrisation, les Asset Backed Securities (ABS) – sont très débattues. Certains économistes, tel Hans-Werner Sinn, critiquent la BCE qui, selon eux, outrepasserait son mandat de stabilité des prix en faisant peser un risque inflationniste sur les économies européennes dû aux excès de liquidités qu'elle met en circulation. D'autres économistes, comme Michel Aglietta, estiment au contraire que la BCE réagit de manière adéquate à la situation économique européenne, dans un cadre institutionnel donné. Ils regrettent même sa lenteur à réagir et promeuvent un changement institutionnel vers une pluralité d'objectifs assignés à la BCE, englobant stabilité des prix, croissance et stabilité financière (Blot *et al.*, 2014) ou stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette publique (Aglietta, 2014).

Après avoir rappelé les mesures non-conventionnelles récentes mises en œuvre par la BCE, nous reviendrons sur l'efficacité de ces mesures, seule à même de permettre de juger de la pertinence ou non de procéder à ces politiques. Soit elles sont efficaces, et la question éventuelle du mandat devient secondaire : il faudrait changer ledit mandat pour que ces politiques puissent bénéficier de la légitimité politique qu'elles méritent, si tant est qu'elles s'écartent effectivement du mandat initial de la BCE. Soit elles ne sont pas efficaces, et les arguments économiques (inefficacité) et politiques (illégitimité) concourent à dévaloriser l'action de la BCE.

Politiques non-conventionnelles : de quoi s'agit-il ?

Au-delà de l'outil des réserves obligatoires, ramenées de 2 à 1 % des dépôts bancaires depuis novembre 2011, la politique monétaire conventionnelle vise à modifier le taux d'intérêt directeur (celui des opérations dites de refinancement à moyen terme) de deux manières. La banque centrale peut procéder à des opérations dites d'*open-market* (achats ou ventes de titres financiers de grande qualité, usuellement AAA) pour influencer les conditions de finan-

cement. Elle peut aussi accorder des facilités permanentes aux banques commerciales ; le taux d'intérêt est variable, fixé pour chaque banque à l'issue d'un mécanisme d'enchères : les banques commerciales offrant les taux les plus élevés sont servies les premières, et toutes les banques ne sont pas servies dans la mesure où le montant des crédits est limité. Ces opérations peuvent modifier la taille du bilan de la banque centrale, notamment par le biais de la création monétaire. Il y a donc là un écueil dans la distinction entre politiques conventionnelle et non-conventionnelle : l'augmentation de la taille du bilan de la banque centrale ne suffit pas pour caractériser une politique non-conventionnelle.

A contrario, une politique d'assouplissement quantitatif, non-conventionnelle, donne lieu *stricto sensu* à une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale, mais sans création monétaire immédiate supplémentaire : le supplément de liquidités fourni par la banque centrale aux banques commerciales sert à augmenter les réserves de celles-ci auprès de la banque centrale, à charge pour elles d'utiliser *in fine* ces réserves à l'acquisition ultérieure de titres ou à l'octroi de crédits. Ces réserves, qui sont des actifs sûrs des banques commerciales, permettent d'assainir leurs propres bilans : la proportion d'actifs risqués diminue, celle des actifs sûrs augmente.

Un autre type de politique monétaire non-conventionnelle, l'assouplissement qualitatif (*qualitative easing*), vise à modifier la structure du bilan de la banque centrale, généralement côté actif, mais sans modifier la taille du bilan. Il peut s'agir pour la banque centrale d'acquérir des titres plus risqués (notés en deçà de AAA) au détriment de titres moins risqués (AAA). Ce faisant, la banque centrale atténue la part de risque au bilan des banques auprès desquelles elle a acquis ces titres risqués. La banque centrale peut aussi, côté passif, accepter des titres financiers plus risqués en collatéral des prêts consentis aux banques.

Un troisième type de politique monétaire non-conventionnelle consiste à mener à la fois une politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif : c'est l'assouplissement du crédit (*credit easing*). La taille du bilan de la banque centrale et le risque induit augmentent de concert.

De fait, les principales banques centrales ont eu recours à différentes mesures qui ont eu pour effet d'augmenter et/ou de modifier

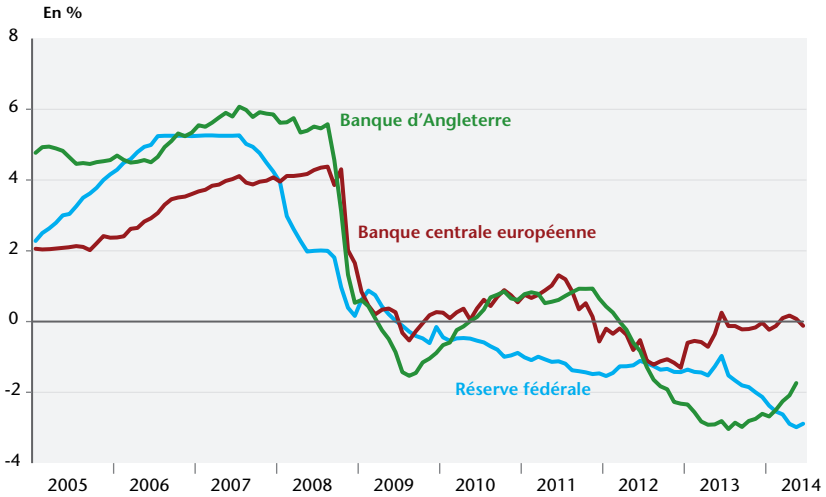
la taille et la composition de leur bilan. Il y néanmoins d'importantes différences sur la nature des mesures privilégiées notamment par la BCE, la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre (voir encadré 2 pour plus de détails). Ces différences résultent en grande partie de la structure financière des économies en question. Ainsi, la BCE a privilégié le soutien au système bancaire du fait du rôle principal qu'il joue dans le financement des agents non-financiers. Aux États-Unis, où les financements de marché sont prépondérants, la Réserve fédérale a plutôt cherché à agir sur les prix de marché par le biais d'opérations d'achats de titres. Il reste que l'augmentation ou la taille du bilan ne permettent qu'imparfaitement de rendre compte de l'impulsion monétaire supplémentaire qui résulte des mesures non-conventionnelles mises en œuvre. Une littérature récente se développe pour déterminer un équivalent de ces actions en termes de taux d'intérêt directeur. On parle alors de taux implicite ou de *shadow rate*. Wu et Xia (2014) proposent une approche qui s'appuie sur la courbe des taux et calculent ainsi le taux implicite de politique monétaire de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre. Ce faisant il apparaît que la BCE a bien mené une politique monétaire plus expansionniste (graphique 8) grâce à ces mesures puisque le taux implicite est négatif. Pour autant, la politique de la BCE a été relativement moins expansionniste que celle de la Banque d'Angleterre ou celle de la Réserve fédérale.

Un dernier type de politique monétaire non-conventionnelle consiste à influencer sur les anticipations, par des annonces préalables de politique (conventionnelle ou non-conventionnelle). Cette politique de *forward guidance* (autrefois appelée *open-mouth operations*⁸, qu'on s'abstiendra ici de traduire en français) peut consister à annoncer que le taux d'intérêt directeur de la banque centrale ne diminuera pas tant que le taux de chômage ne sera pas passé sous la barre des 7 % de la population active (cela a été le cas de la Banque d'Angleterre à partir de l'été 2013) ou à annoncer un programme conditionnel de rachat illimité de titres de dette publique (jusqu'à une maturité de 3 ans) pour endiguer les pressions à la hausse sur les taux de rendements des obligations d'État

8. Guthrie and Wright (2000).

(c'est le cas du programme *Outright Monetary Transactions* de la BCE, lancé à l'été 2012, et jamais déclenché jusque-là).

Graphique 8. Taux implicite (shadow rate) de politique monétaire



Source : Wu & Xia (2014), <http://faculty.chicagobooth.edu/jing.wu/research/data/WX.html>.

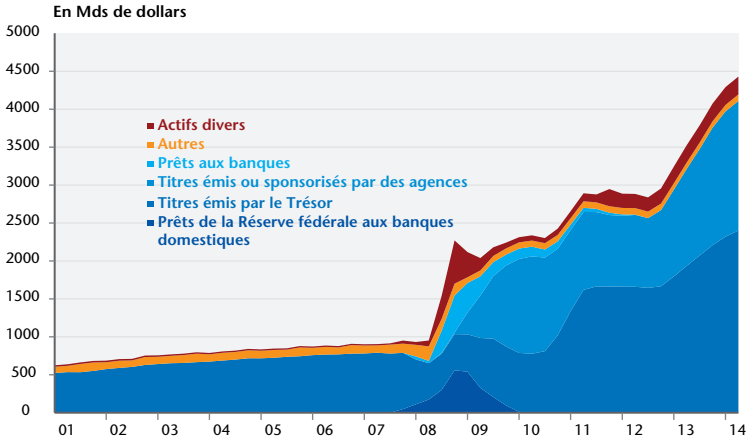
Encadré 2. Comparaison des mesures de politique monétaire de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale

Les politiques monétaires des grandes banques centrales ont consisté à prêter directement aux banques (contre des garanties de qualité élevées) et à intervenir sur les marchés financiers (titres souverains principalement, mais aussi titres adossés à des actifs immobiliers, billets de trésorerie d'entreprises non-financières). Comme on a pu le voir plus haut, plusieurs types d'interventions peuvent ainsi être proposés :

- d'un côté, la Fed et la Banque d'Angleterre ont pris le parti d'intervenir, dans une première phase, principalement par le biais – conventionnel – de prêts aux banques faisant face à des problèmes de liquidité. Dans un second temps, ces banques centrales ont privilégié les achats de titres sur les marchés pour faire baisser les taux d'intérêt de long terme et stimuler l'économie. Par exemple, la Réserve fédérale a mis en œuvre des programmes d'achats de titres de dette du gouvernement américain (le premier a débuté en mars 2009) et de *mortgage backed securities* (actifs adossés à des crédits hypothécaires immobiliers). Le portefeuille de titres de la Réserve fédérale est en juin 2014 d'environ 4 000 milliards de dollars, soit environ 90 % de son bilan (graphique 9). De la même manière, la Banque d'Angleterre a mis en place en janvier

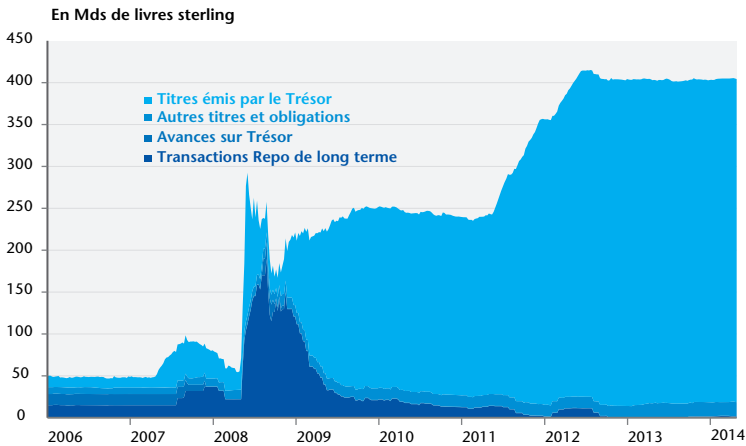
2009, par le biais de l'*Asset Purchase Facility*, un dispositif de très grande ampleur d'achats de titres d'État britanniques et dans une moindre mesure de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises qui a atteint, depuis juillet 2012, 375 milliards de GBP, soit 90 % de l'actif de la BoE (graphique 10).

Graphique 9. Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale



Source : Réserve fédérale (Flow of Funds).

Graphique 10. Composition de l'actif du bilan de la Banque d'Angleterre

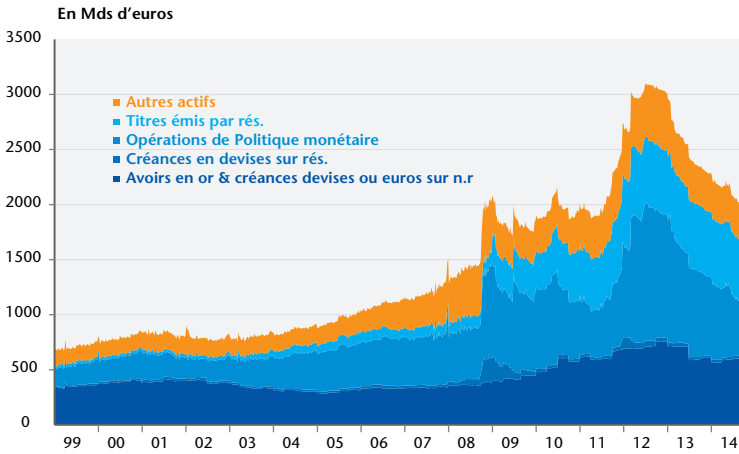


Source : Banque d'Angleterre.

■ d'un autre côté, la BCE a appuyé l'essentiel de ses interventions sur des prêts collatéralisés (c'est-à-dire contre garanties) au secteur bancaire. Les appels d'offres des opérations de politique monétaire sont depuis octobre 2008 menés à taux fixe avec allocation intégrale des demandes

de refinancement de banques. Dit autrement, sous réserve d'apporter suffisamment de garanties, toute la demande de liquidité des banques est servie. Cette politique est donc intégralement dépendante de la demande de liquidités en provenance des banques commerciales, et rompt donc avec la politique antérieure d'offre limitée de liquidités aux banques. Nouvelle, cette politique n'est pas tout à fait non-conventionnelle, dans la mesure où elle n'accroît pas la taille des réserves excédentaires des banques commerciales ou le risque porté par la BCE. Par ailleurs, la BCE a mené des politiques non-conventionnelles après qu'elle ait décidé d'accroître la maturité maximale de ses prêts (3 mois initialement), avec des opérations à un an mises en œuvre en juin, septembre et décembre 2009 (LTRO) et des opérations à trois ans en décembre 2011 et février 2012 (VLTRO). La BCE a aussi créé des programmes d'achats de titres: (i) les achats d'obligations bancaires sécurisées (CBPP) en juin 2009 et les CBPP2 en novembre 2011 ont été conçus comme une réponse complémentaire aux coûts de financement des banques jugés trop élevés et donc incompatibles avec l'orientation de la politique monétaire ; (ii) le Securities Markets Programme (SMP) lancé en mai 2010 portait sur des montants limités d'achat de titres de dette publique sur les marchés secondaires, montants supposés être stérilisés par la BCE ; le SMP a été pensé comme une réponse aux tensions sur les marchés de dette souveraine, qui remettaient en cause la bonne transmission de la politique monétaire dans la zone euro; (iii) l'Outright Monetary Transactions (OMT), nouveau programme d'achats de titres souverains, d'août et septembre 2012, dont le but est de limiter les primes de risque jugées excessives sur certaines dettes obligataires souveraines ; (iv) enfin, face au risque croissant de déflation dans la zone euro, la BCE a décidé, le 4 septembre 2014, de mettre en place un nouveau programme d'achats de titres de dettes d'entreprises européennes et de prêts immobiliers résidentiels (Asset Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) et un nouveau programme d'achats d'obligations bancaires sécurisées (CBPP3, Covered-Bond Purchase Programme) avec pour objectif de libérer du bilan des banques commerciales ces dettes et donc de les inciter à prêter aux entreprises, notamment les PME. La multiplicité des interventions d'achat de la BCE ne doit pas masquer que ses programmes sont restés d'ampleur limitée : 50 milliards d'euros pour le CBPP et le CBPP2, 160 milliards d'euros pour le SMP, montant illimité mais inutilisé pour l'OMT et montants non précisés pour l'ABSPP et CBPP3, contre environ 1 000 milliards d'euros pour les deux opérations de prêts à long-terme (LTRO), qui ont ainsi fortement contribué à l'augmentation de la taille du bilan de la BCE (graphique 11). Il découle que la BCE a plus fait pour soulager les banques commerciales que pour soutenir ou relancer directement les activités de marché.

Graphique 11. Composition de l'actif du bilan de la BCE



Source : BCE.

Les différences dans les techniques d'interventions des banques centrales répondent à des logiques d'ordre juridique et économique. Juridique car les traités européens interdisent à la BCE l'achat de titres souverains sur le marché primaire. Economique car les banques centrales cherchent à affecter les conditions de financement le plus efficacement possible. En zone euro, la majeure partie du financement de l'activité du secteur privé est assurée par les banques : cela explique que la BCE intervienne principalement en prêtant au secteur bancaire. À l'inverse, le financement de l'économie américaine est plus largement « désintermédié » et explique l'importance des achats de titres de la Fed.

Parmi les principales politiques monétaires non-conventionnelles attribuées à la BCE (voir encadré 2), on cite souvent les opérations d'octroi de liquidités à long terme (3 ans) et à taux d'intérêt bas, entreprises en novembre 2011 et février 2012 et qualifiées d'opérations VLTRO (*Very long term refinancing operation*). Ces opérations peuvent être rangées dans la catégorie « assouplissement quantitatif ».

Le mécanisme de Securities Market Programme rentre plus volontiers dans la catégorie « assouplissement qualitatif ». Il a en effet consisté, de la part de la BCE, à acquérir sur les marchés secondaires des titres de dette publique pendant la crise des dettes souveraines, mais à en stériliser l'impact sur son bilan. Ce mécanisme n'a donc pas conduit à augmenter la taille du bilan de la BCE

mais à augmenter le risque de taux (souverain) pour des titres ayant perdu la notation AAA.

De l'efficacité des politiques monétaires non-conventionnelles : l'état de l'art

La notion d'efficacité d'une politique requiert de préciser ses objectifs. Une politique est en effet efficace pourvu qu'elle remplisse les objectifs qui lui ont été assignés. Ces objectifs sont aisément circonscrits dans le cadre européen. Le traité sur l'Union européenne impose en effet à la BCE de poursuivre en priorité un objectif de stabilité des prix. De plus, sans préjudice de cet objectif, la BCE peut mener des politiques conformes aux objectifs de l'Union européenne parmi lesquels figure notamment la poursuite d'une croissance élevée n'engendrant pas de pressions inflationnistes. Aussi l'efficacité de la politique monétaire de la BCE peut-elle être jugée à l'aune de ces deux objectifs : stabilité des prix et, si celle-ci est atteinte, croissance économique.

Pour parvenir à ces objectifs, la BCE doit s'assurer du bon fonctionnement des canaux de transmission de sa politique vers les banques et les marchés financiers.

Jusqu'à-là, les mesures non-conventionnelles ont été introduites officiellement afin de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire de la BCE à l'économie réelle, canaux qui dans certains pays de la zone euro ont été brouillés par la crise financière de la zone euro. Le moyen de restaurer ces canaux a consisté à injecter des liquidités dans l'économie et à augmenter les réserves du secteur bancaire afin d'inciter les banques à accorder à nouveau des prêts. Un autre objectif de ces politiques est d'envoyer un signal aux investisseurs sur la capacité de la banque centrale à assurer la stabilité et la pérennité de la zone euro.

Les articles consacrés à la politique monétaire de la BCE depuis le début de la crise sont nombreux. Creel, Hubert et Viennont (2013) en proposent une synthèse (voir tableau p. 26 de leur article) qui conclut généralement que le canal du taux d'intérêt a fonctionné, tandis que le canal du crédit n'a pas eu tous les effets de transmission attendus. Les résultats récents d'Altavilla, Gianone et Lenza (2014) atténuent quelque peu ces conclusions, puisqu'ils montrent que les annonces du programme OMT ont

permis de réduire les taux souverains de l'Italie et de l'Espagne à deux ans, sans effet sur les taux souverains allemands et français. A partir d'un modèle VAR à plusieurs pays reliant les variables macroéconomiques et financières, ils montrent que ces annonces d'OMT ont pu avoir des effets significatifs sur le niveau d'activité, les crédits et les prix en Espagne et en Italie : ainsi, de simples annonces de politique non-conventionnelle auraient-elles pu améliorer la transmission de la politique monétaire conventionnelle vers les variables macroéconomiques et financières.

A la suite de ces travaux, Creel, Hubert et Viennot (2013) se sont penchés sur l'efficacité des politiques conventionnelles et non-conventionnelles de la BCE pendant la crise financière. Ils ont estimé les effets de l'instrument conventionnel et des achats de titres dans le cadre des politiques non-conventionnelles de la BCE (celles classées parmi les *Securities held for monetary policy purposes*) sur les taux d'intérêt et les volumes de nouveaux crédits consentis sur différents marchés : prêts aux entreprises non-financières, aux ménages, marché des dettes souveraines, marché monétaire et celui des dépôts.

Ils montrent (*cf.* le tableau 3 de leur article p. 14) que les politiques non-conventionnelles ont permis de réduire les taux d'intérêt sur le marché monétaire, celui des titres souverains et des prêts aux entreprises non-financières. Ces politiques n'ont cependant pas eu d'effet sur les volumes de prêts accordés. Dans le même temps, il s'avère que l'instrument conventionnel, dont l'inefficacité a été l'une des justifications de la mise en place des mesures non-conventionnelles, a eu l'effet attendu sur quasiment tous les marchés étudiés, et d'autant plus dans les pays du sud de la zone euro que dans ceux du Nord sur le marché des titres souverains à 6 mois et des prêts immobiliers aux ménages.

Il semble donc que les politiques non-conventionnelles ont eu des effets directs sur le marché des titres souverains mais aussi des effets indirects, en permettant de restaurer l'efficacité de l'instrument conventionnel sur les autres marchés. Une des raisons permettant d'expliquer le faible impact des deux instruments de politique monétaire, conventionnelle et non-conventionnelle, sur les volumes de prêts accordés tient à la nécessité pour les banques commerciales de se désendetter et de réduire la taille de leur bilan en ajustant leur portefeuille d'actifs pondérés des risques, ce qui les

a poussées à accroître leurs réserves plutôt que d'assurer leur rôle d'intermédiation et à réclamer une rémunération relativement plus élevée pour chaque exposition consentie. Ces comportements, bien que légitimes, nuisent à la transmission de la politique monétaire : les taux baissent mais le crédit ne repart pas. Il semble dès lors important que la politique monétaire ne repose pas exclusivement sur le secteur bancaire. À la lecture de ces résultats, il est intéressant de constater que la nouvelle vague d'opérations non-conventionnelles décidée en juin 2014 par la BCE est axée plus directement sur l'acquisition de titres souverains ou d'entreprises privées, ce qui permettra de contourner le secteur bancaire (voir encadré 3). Grâce à ce contournement, on peut espérer assister à des effets d'amplification de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Ce serait évidemment bienvenu pour échapper au risque de déflation dans la zone euro.

Encadré 3. Les récentes annonces de la BCE et ce que l'on peut en attendre

Le 5 Juin 2014, la BCE a annoncé une série de mesures, comprenant des baisses de taux et des mesures visant à stimuler l'offre de prêts. Il est difficile d'en estimer un impact direct sur l'activité économique de la zone euro. Il est en outre possible que l'effet de signal (indirect) de ces mesures puisse générer une amélioration des conditions de marché et de la confiance.

- La BCE a abaissé le taux des opérations principales de refinancement (MRO) et le taux de dépôt à 0,15 % et -0,10 % respectivement. Le taux de prêt marginal a été réduit à 0,40 %.

- Un certain nombre de mesures de renforcement de la liquidité ont été annoncées : la stérilisation du Securities Market Programme (SMP), qui draine actuellement jusqu'à 165Mds d'euros, prendra fin ; les opérations de financement à taux fixe avec allocation intégrale⁹ (*fixed rate full allotment*) seront prolongées d'au moins 18 mois jusque fin 2016 et la BCE procédera à une série de LTROs ciblés (TLTROs) à un horizon de plus de 2 ans et à partir de septembre 2014.

- Les TLTROs auront une maturité de moins de 4 ans, et l'allocation initiale sera de 7 % de l'encours des prêts du secteur privé, avec accès à des fonds supplémentaires en fonction de l'amélioration des prêts

9. La BCE sert l'intégralité des demandes de liquidités demandées par le système bancaire.

accordés. Cela pourrait accroître l'accès à la liquidité des banques des pays périphériques qui sont actuellement en phase de désendettement.

- Le coût de ces prêts sera fixé au taux de MRO au moment de l'achat plus 0,10 point. En rendant disponible un financement sur 4 ans au taux MRO + 0,10 point, la BCE renforce sa politique d'orientation prospective (*forward guidance*) assurant que les taux resteront bas pendant une période prolongée.

- En outre, M. Draghi a signalé une « intensification des travaux préparatoires liés à des achats d'ABS » visant à encourager le développement du marché.

Le 4 Septembre 2014, les risques croissants d'un désancrage des anticipations d'inflation vers la déflation et le ralentissement de la croissance ont incité la BCE à baisser à nouveau les taux d'intérêt directeur de 10 points de base et à annoncer des achats d'actifs du secteur privé à partir d'octobre. L'annonce renforce l'ensemble des mesures annoncées en juin.

- La BCE a réduit tous ses taux d'intérêt directeurs de 0,10 point. Le taux des opérations principales de refinancement (MRO) est maintenant à 0,05% et celui des facilités de dépôt à -0,20 %. Mario Draghi a noté que cette réduction rendrait les prochaines opérations TLTRO plus attrayantes.

- La BCE a également annoncé un programme d'achat d'ABS (ABSPP) visant à stimuler de nouveaux flux de crédit à l'économie réelle. Le programme d'ABS englobera les achats d'ABS « simples et transparents » adossés à des actifs sous-jacents constitués de créances sur le secteur privé non-financier de la zone euro. Le programme comprendra des titres résidentiels adossés à des hypothèques (RMBS).

- En parallèle, un programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3) a été annoncé qui ciblera les achats d'obligations sécurisées émises par les institutions financières monétaires de la zone euro.

- Mario Draghi a également déclaré qu'un programme d'assouplissement quantitatif (en référence à des achats d'obligations souveraines) a été discuté.

Ces mesures peuvent être décomposées en trois groupes, en fonction de leurs objectifs :

1. Durcissement implicite¹⁰ de l'orientation de la politique monétaire
 - i. Baisse de taux,
 - ii. Injections de liquidité (fin de la stérilisation du SMP, LTRO, l'extension FRFA).
2. Détérioration des mécanismes de transmission de la politique monétaire (*via* le canal du crédit bancaire)

10. Lié d'une part à la baisse du taux d'inflation qui accroît le taux d'intérêt réel et d'autre part à la réduction de la taille du bilan bancaire.

- i. LTRO ciblés,
 - ii. Achats d'ABS et CBPP3.
3. Écart croissant de l'inflation avec la cible de la BCE et des perspectives économiques à moyen terme
- i. *Broad-based asset purchases*

Quels effets peut-on attendre de ces mesures ?

Baisses de taux

Ces mesures fonctionnent à travers différents canaux et leur impact dépendra, en partie, de la demande de crédit. Nous jugeons que l'impact direct de ces baisses de taux sera relativement faible. Les multiplicateurs standards suggèrent un effet de moins de 0,1 % sur le PIB de la zone euro, bien que l'effet de signal d'un taux de dépôt négatif pourrait avoir un impact un peu plus élevé.

Injections de liquidité

L'impact de la fin de la stérilisation du SMP (qui revient à augmenter les réserves de la banque centrale) sera d'accroître la liquidité et pourrait donc pousser le taux Eonia vers le bas du corridor de taux d'intérêt. Mais l'effet est susceptible d'être limité, car l'excès de liquidité va retomber si les banques continuent à rembourser les 450 milliards d'euros des opérations de refinancement à très long terme (vLTROs) existantes. Comme les banques ont déjà accès à un financement quasi-illimité de la BCE et le remboursent, il est assez peu probable que de nouvelles injections de liquidité puissent avoir un impact significatif sur l'économie, dans le contexte du corridor actuel.

LTRO ciblés

Les TLTROs pourraient avoir un effet potentiellement plus important. Les TLTROs sont supposées réduire significativement les coûts de financement des banques. En effet, en moyenne, le financement sur les marchés à 4 ans coûte actuellement aux banques de la zone euro autour de 150 points de base. On peut s'attendre à ce que les TLTROs permettent de réduire ce coût de financement. Cependant, même si les banques utilisent le programme TLTRO, il pourrait ne pas avoir l'effet désiré sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, les banques pouvant utiliser les fonds pour acheter des obligations souveraines ou d'autres actifs plutôt que de les utiliser pour stimuler l'offre de prêts aux ménages et entreprises. Le fait que les banques de la zone euro remboursent actuellement les VLTROs de 2011 et 2012 suggère qu'il existe des barrières à l'octroi de prêts aujourd'hui (principalement une faible demande de prêts), même lorsque les coûts de financement sont faibles. La différence principale entre les deux programmes est donc de conditionner l'octroi de liquidités à un montant d'encours de crédits au secteur privé non-financier (hors prêts immobiliers), sur la base de ce

que la Banque d'Angleterre a réalisé avec son programme *Funding for Lending Scheme* (FLS) mis en place à l'été 2012.

Achats d'ABS et CBPP3

Ces nouvelles mesures complètent le programme TLTRO, puisque ces achats devraient permettre une substitution dans les bilans des banques, en faveur des crédits à l'économie réelle. Cependant, il est impossible à ce stade de quantifier l'impact de ces annonces. Les achats d'obligations sécurisées débiteront en octobre 2014, tandis que les achats d'ABS commenceront avant la fin de l'année. Les *spreads* des obligations sécurisées se sont réduits en réponse à ces annonces. Les achats se poursuivront pendant au moins deux ans, mais aucun détail sur leur taille n'a été annoncé.

Les estimations de la taille actuelle du marché de l'ABS varient, mais elles se situent aux alentours des de 1 000 milliards d'euros, dont environ la moitié est négociable sur les marchés financiers. Une note de Bruegel¹¹ suggère qu'environ 60 % du marché est constitué de RMBS. La qualité des titres ABS en circulation varie et tous ne seront pas éligibles aux achats de la BCE. En outre, une grande partie des titres existants sont déjà utilisés comme garantie auprès de la BCE.

Plus précisément Mario Draghi a annoncé le 4 septembre 2014 que l'objectif pourrait être de faire croître le bilan de la BCE jusqu'à son niveau du début d'année 2012. Il faudrait pour cela une augmentation par rapport à son niveau actuel de 1 000 milliards d'euros. Il n'a pas fourni d'estimation de la taille de deux programmes d'achat. Un récent sondage réalisé par Bloomberg estime le programme de TLTRO à 500 milliards d'euros. Mais une partie importante du TLTRO pourrait simplement remplacer le financement des opérations de refinancement menées en 2011-2012. Cela suggère qu'un programme d'achat d'actifs de 500 milliards d'euros supplémentaires serait nécessaire pour atteindre la cible annoncée pour la taille du bilan de la BCE.

Broad-based asset purchases (dans le langage de la BCE: QE et achat d'obligations souveraines)

Il semble incertain que la combinaison des programmes de TLTROs et d'achats d'ABS et d'obligations sécurisées permettent à la BCE d'atteindre au moins la moitié des 1 000 milliards d'euros d'expansion nette de la taille de son bilan. La première tranche du programme TLTRO s'est avérée décevante (la BCE a alloué 82,6 milliards d'euros le 18 septembre 2014 – la deuxième tranche sera annoncée le 9 décembre 2014 et allouée le 11 décembre). Un environnement macroéconomique qui continue de se dégrader donnera aux investisseurs des raisons de conserver leurs actifs jusqu'à ce que la politique de la BCE aille encore plus loin. Pour

11. « Asset-backed securities: The key to unlocking Europe's credit markets? » par Carlo Altomonte et Patrizia Bussoli, 24 juillet 2014.

atteindre une expansion de 1 000 milliards d'euros du bilan, la BCE devra passer à l'étape suivante du plan défini par Mario Draghi au printemps : « les achats d'actifs à base élargie »¹ (*Broad-based asset purchases* ou BBAP), et pour atteindre la taille ciblée, ceux-ci devraient comprendre des achats d'obligations souveraines de la zone euro.

En décembre 2014, la BCE publiera ses nouvelles projections économiques, y compris les premières à l'horizon 2017. Il semble que ce soit la première date à laquelle de nouvelles mesures de stimulus monétaire pourraient être annoncées, si les perspectives économiques de la zone euro ne montrent toujours pas d'amélioration, ou si les craintes d'un désancrage des anticipations d'inflation se matérialisent plus encore. Dans ce cas, il y a de fortes chances que la BCE utilise la politique monétaire non-conventionnelle, telle qu'elle l'entend, c'est-à-dire l'achat d'obligations souveraines, pour tenter d'éviter une nouvelle détérioration des perspectives économiques conduisant à la rupture de la zone euro.

3. Europe bancaire : l'Union fait-elle la force ?

L'Union bancaire, qui va être progressivement mise en place à partir de novembre 2014, s'inscrit dans un lent processus d'intégration financière européen.

Les prémisses de l'Europe bancaire et financière figuraient déjà dans le traité de Rome (1957). Outre la libre circulation des marchandises, ce dernier prévoyait les libertés d'établissement, de prestation de service ainsi que de circulation des personnes et des capitaux (article 67). Ces libertés fondamentales constituaient un terreau favorable à l'émergence d'un marché bancaire et financier européen. Il faudra toutefois attendre l'Acte unique européen de 1986, suivi de la directive de 1988, pour que l'article 67 entre en vigueur à compter du 1^{er} juillet 1990.

Parallèlement, à partir de 1974, le Comité de Bâle a défini la base d'une réglementation bancaire prudentielle internationale, progressivement adoptée au niveau européen avec les normes Bâle I de 1988 (quelques pays), Bâle II de 2004 (norme adoptée sous la forme d'une directive européenne) et désormais Bâle III de 2010 (adoption d'une directive européenne et d'un règlement européen pour une mise en place à partir du 1^{er} janvier 2014).

Née de la crise, l'Union bancaire s'organise autour de trois piliers. Elle modifie l'architecture bancaire en zone euro et

consacre la logique de renflouement interne (*bail in*) des banques. En ce sens, elle offre des solutions nouvelles. Toutefois, elle laisse des zones d'ombre et la solidarité européenne née de l'union pourrait être insuffisante pour répondre à des chocs majeurs.

1. Une crise financière qui a fragilisé les banques européennes

La crise financière de 2008 a fortement mis à mal le système bancaire européen (Shambaugh, 2012 ; Antonin et Touzé, 2013a). Elle en a révélé plusieurs fragilités. Tout d'abord, l'Europe bancaire apparaît comme la juxtaposition de systèmes aux caractéristiques très nationales avec des dépôts principalement possédés par des résidents et les crédits bancaires classiques essentiellement accordés aux résidents. L'Allemagne (7 827 milliards d'euros d'actifs bancaires en 2013), la France (8 073 milliards d'euros) et le Royaume-Uni (9 266 milliards d'euros) sont aujourd'hui les trois poids lourds de l'Europe bancaire (tableau 4). Au nom du principe de subsidiarité (Aglietta, 2012), ces marchés sont restés organisés sous la surveillance d'un superviseur national. Cette segmentation des marchés bancaires européens ne facilite pas l'émergence d'un consensus européen pour aider les banques en difficulté au niveau communautaire ; en effet, soutenir une banque s'apparente à aider un pays, donc, aux yeux de certains, à recourir au fédéralisme budgétaire. La décentralisation de la supervision, décriée dès l'adoption de l'euro (Couppey-Soubeyran et Sessin, 2000), a révélé des failles. Elle a par exemple conduit à des différences de pratique dans la surveillance prudentielle¹² ; en outre, les autorités nationales ont une action qui s'arrête aux frontières.

Pourtant, les systèmes bancaires nationaux sont aussi très interconnectés *via* les crédits accordés par les filiales étrangères, la mondialisation des marchés financiers (notamment celui du crédit interbancaire), la gestion spéculative d'une partie des fonds propres des banques, les activités d'achat et vente de produits financiers complexes ainsi que les activités de banque d'affaires.

12. Ces différences se constatent notamment dans les différences de définition des prêts non-performants entre pays européens, rendant toute comparaison difficile (Barisitz, 2013).

Tableau 4. L'Europe bancaire

	Actifs total des banques		Concentration	
	2013 En milliards d'euros	Taux de variation depuis 2006 En %	2012 Indice d'Herfindahl	Variation relative depuis 2006 En %
BEL	1 062	-5	1 061	-50
BGR	46	109	738	6
CZE	190	65	999	-14
DNK	1 041	27	1 130	1
DEU	7 827	10	307	76
EST	19	27	2 493	-38
IRL	1 021	-28	1 000	67
GRC	418	32	1 487	36
ESP	3 393	34	654	34
FRA	8 073	40	545	-25
ITA	4 161	49	410	78
CYP	101	31	996	-3
LVA	29	26	1 027	-13
LTU	24	41	1 749	-5
LUX	889	-4	345	-8
HUN	106	13	872	10
MLT	53	77	1 314	-1
NLD	2 397	30	2 026	13
AUT	942	20	395	-29
POL	345	82	568	-13
PRT	531	34	1 191	3
ROU	89	71	852	-24
SVN	50	43	1 115	-19
SVK	60	25	1 221	13
FIN	525	104	3 010	10
SWE	1 203	55	853	1
GBR	9 266	-5	436	9
EUZ	31 522	25	689	5
Hors EUZ	12 337	2	557	2
UE	43 859	17	650	4

Note : l'indice d'Herfindahl est mesuré en sommant les parts de marché au carré. Un indice inférieur à 1000 signifie un secteur peu concentré. Du point de vue de la concurrence, un indice supérieur à 2000 est problématique.

Source : Schoemaker et Peek (2014).

Schoenmaker et Peek (2014) proposent une classification des 30 premières banques européennes en quatre catégories (tableau 5) :

Les banques globales : au nombre de six, ces banques ont la particularité d'être fortement ouvertes tant au niveau européen (22 % de leurs actifs) qu'en dehors de l'Europe (46 % de leurs actifs). Parmi ces banques, on dénombre trois banques anglaises, deux banques suisses (hors Union européenne) et seulement une banque de la zone euro, la Deutsche Bank (Allemagne).

- Les banques régionales : au nombre de sept, ces banques sont caractérisées par une ouverture principalement européenne avec 46 % d'actifs investis contre 16 % en dehors de l'Europe.
- Les banques semi-internationales : au nombre de huit, elles ont un degré plus faible d'ouverture avec 35 % d'actifs investis en dehors du territoire national.
- Les banques domestiques : au nombre de neuf, leurs activités bancaires sont essentiellement tournées vers l'économie locale avec 83 % d'actifs investis au niveau national.

Globalement, les 30 premières banques européennes détiennent des actifs investis à 53 % à un niveau national, à 23 % dans les autres pays européens et à 24 % en dehors de l'Europe.

La crise financière née aux États-Unis a rapidement et facilement contaminé les marchés bancaires nationaux européens et engendré des mécanismes en chaîne de propagation assez complexes, révélant la forte co-dépendance des économies européennes. Avant et pendant la crise, les superviseurs nationaux n'ont donc pas pu intégrer correctement la nature internationalement interconnectée des institutions financières (Barbu et Boitan, 2013). En pratique, ils font face à des limites de juridictions qui leur interdisent « de collecter par-delà les frontières nationales les informations et données indispensables pour effectuer une évaluation exhaustive des risques pesant sur une banque ou un groupe d'établissements » (Fahrenschon, 2013). Ce constat conduira à la création en 2011 d'une première autorité bancaire européenne : l'ABE (Autorité bancaire européenne).

Dans ce contexte, le marché interbancaire européen s'est révélé très fragile et a vu son activité se réduire considérablement dès lors que la confiance mutuelle a été perdue entre les banques. Afin

d'éviter une crise de liquidité et un *credit crunch*, la BCE a joué son rôle de prêteur en dernier ressort en se substituant au marché inter-bancaire et en offrant un accès plus aisé aux liquidités (Touzé, 2012 ; Reichlin, 2014). En retour, les banques privées en ont profité pour accroître leurs réserves non-obligatoires auprès de la BCE.

Tableau 5. Expositions extérieures des 30 premières banques européennes

En %

	Actif total (en milliards d'euros)	Ventilation			Banques
		Économie nationale	Reste de l'Europe	Reste du monde	
Banques globales	2 164	34	32	34	HSBC (Royaume-Uni), Barclays (Royaume-Uni), Deutsche Bank (Allemagne), UBS (Suisse), Credit Suisse Group (Suisse), Standard Chartered (Royaume-Uni)
Banques régionales	6 491	38	46	16	BNP Paribas (France), Banco Santander (Espagne), UniCredit (Italie), ING Bank (Pays-Bas), Nordea Group (Suède), Danske Bank (Danemark), Erste Group (Autriche)
Banques semi-interna- tionales	4 061	66	17	18	Royal Bank of Scotland (Royaume-Uni), Banque Populaire CdE (France), Rabobank Group (Pays-Bas), BBVA (Espagne), Commerzbank (Allemagne), KBC Group (Belgique), DNB Group (Norvège), Landesbank Baden-Württ (Allemagne)
Banques domestiques	5 439	82	11	7	Crédit Agricole (France), Lloyds Banking Group (Royaume-Uni), Société Générale (France), Intesa Sanpaolo (Italie), Credit Mutuel (France), CaixaBank (Espagne), ABN Amro Group (Pays-Bas), Allied Irish Banks (Irlande), Bayerische Landesbank (Allemagne)
Ensemble	18 155	57	27	16	

Source : Calculs des auteurs d'après Schoemaker et Peek (2014).

La crise a contribué à renforcer le cloisonnement des marchés intra-européens du crédit avec, d'un côté, les pays à faible risque souverain et bancaire et, d'un autre côté, les pays à risque élevé. Ce cloisonnement est particulièrement visible au niveau du système de paiement de la zone euro (TARGET2) qui gère une plateforme unique partagée entre les différentes banques centrales participantes. Depuis la crise, on observe une claire dichotomie entre deux groupes de pays (Cour-Thimann, 2013 ; Reichlin, 2014) : ceux avec une position créditrice (notamment l'Allemagne, la Finlande, le Luxembourg et les Pays-Bas) et ceux avec une position débitrice (notamment la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et l'Espagne). Cette défiance généralisée s'illustre également par la baisse des financements des banques européennes vers les économies à risque (Antonin et Touzé, 2013b).

Par ailleurs, en réponse à la crise bancaire majeure de 2009, les réponses européennes ont été peu coordonnées, alors que l'origine de la crise était commune (effondrement des crédits *subprime*) et les interconnexions nombreuses. Les réponses nationales se sont appuyées sur quatre types d'instruments (tableau 6) :

(i) *Garantie sur les passifs* : elle consiste pour les Etats à apporter une garantie publique sur certains actifs. Après un pic de 835,8 milliards d'euros en 2009 (7,1 % du PIB 2012 de l'UE), l'encours des garanties s'est réduit à 492,3 milliards d'euros en 2009 (3,8 % du PIB 2012 de l'UE). Particulièrement exposé à la crise bancaire, l'État irlandais a garanti des passifs bancaires jusqu'à 173,8 % de son PIB en 2009.

(ii) *Recapitalisation* : l'État renforce les fonds propres des banques en achetant des actions ou des obligations bancaires. Le Royaume-Uni (82 Mds €), l'Allemagne (64 Mds €), l'Irlande (63 Mds €) et l'Espagne (60 Mds €) ont eu un important recours à la recapitalisation.

(iii) *Mesures de sauvetage des actifs* : l'État rachète des actifs toxiques.

(iv) *Soutien direct de la liquidité* : les gouvernements ont eu peu recours à cet instrument qui est dévolu à la Banque centrale.

Tableau 6. Poids des engagements des gouvernements en faveur des banques en pourcentage du PIB européen

En %	2008	2009	2010	2011	2012
Garantie sur les passifs	3,20	7,08	6,52	4,66	3,82
Recapitalisation	1,55	0,74	0,74	0,25	0,70
Mesures de sauvetage des actifs	0,08	0,67	0,44	0	0,27
Soutien direct de la liquidité	0,18	0,59	0,51	0,48	0,33
Total	5,0	9,1	8,2	5,4	5,1

Source : Commission européenne, DG concurrence.

Plusieurs pays n'ont pas été en capacité de faire simultanément face à une crise bancaire et à une crise de la dette souveraine. En Grèce et au Portugal, la dérive des finances publiques s'est répercutée sur le système bancaire, en Irlande, en Espagne ou à Chypre, c'est la crise bancaire qui s'est répercutée sur les finances publiques. Au niveau national, l'une des réponses a été la création de structures de défaillance (NAMA en Irlande, Sareb en Espagne, scission de la banque Laïki à Chypre) pour purger les banques des actifs non-performants.

Lors du sommet européen de juin 2012, les chefs d'État ont annoncé leur projet de créer une Union bancaire européenne. L'idée de l'Union bancaire est née d'une triple nécessité : briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le Mécanisme européen de stabilité ; prévenir les paniques bancaires ; éviter la fragmentation des marchés bancaires en zone euro.

2. L'Union bancaire : une solution en trois piliers

L'Union bancaire s'organise autour de trois piliers.

1) Le premier est le mécanisme de supervision unique (MSU), dont la mise en place repose sur trois textes¹³. Le règlement du 3 novembre 2013 confie la surveillance prudentielle du système bancaire à la Banque centrale européenne à compter du

13. Le MSU s'appuie sur trois textes : l'accord institutionnel du 6 novembre 2013, le règlement n° 1022/2013 instituant une Autorité européenne de surveillance (l'Autorité bancaire européenne), et le règlement n°1024/2013 du 15 octobre 2013 confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

4 novembre 2014. L'article 6 du règlement précise que la nature de cette supervision dépend de la taille de l'établissement bancaire, ainsi que de son importance pour l'économie de l'État participant, et de l'importance de ses activités transfrontalières. On distingue ainsi :

■ *Les établissements « importants », directement supervisés par la BCE.*

Sont considérés comme « importants » les établissements remplissant au moins l'une de ces 4 conditions : 1) détenir un total d'actifs supérieur à 30 milliards d'euros ; 2) détenir un total d'actifs supérieur à 20 % du PIB de l'État membre ; 3) être considéré comme important par l'autorité compétente nationale ; 4) avoir demandé ou reçu directement une aide financière au FESF ou du MES.

Nonobstant ce critère, le MSU couvrira au moins trois banques par pays. Environ 130 groupes bancaires dans l'ensemble de la zone euro seraient concernés, soit presque 85 % de l'ensemble des actifs bancaires de la zone euro, mais dans des proportions diverses selon les pays.

■ *Les établissements « moins importants », dont la supervision continue d'être assurée par les autorités nationales, mais sous le contrôle et dans le cadre défini par la BCE.*

Les établissements ne remplissant pas les critères précédents restent placés sous la surveillance de leurs superviseurs nationaux respectifs ; ils peuvent être soumis à la responsabilité directe de la BCE dès lors que la dégradation de leur situation et les risques qu'elles feraient peser sur la stabilité financière le justifieraient.

Danièle Nouy a été nommée à partir de 1^{er} janvier 2014 avec un mandat de 5 ans pour diriger l'activité de supervision bancaire. Le 4 novembre 2014 est la date à partir de laquelle la BCE est devenue le superviseur unique. En pratique, la BCE s'est préparée à assumer cette nouvelle mission bien avant et a procédé au recrutement de plusieurs centaines d'analystes. Par ailleurs, afin de disposer d'une bonne estimation de l'état de santé du système bancaire européen, elle a aussi lancé conjointement avec l'ABE, fin 2013, une évaluation de la résistance aux risques majeurs (*stress tests*) ainsi que de la qualité des actifs (*Asset Quality Review* ou AQR). Les résultats ont été publiés le 26 octobre 2014. Les *stress tests* ont pour objectif

d'évaluer la résistance des établissements bancaires en cas de crise majeure (récession avec une chute du PIB européen de 1,7 %, hausse des taux d'intérêt, chute du prix de l'immobilier, etc.). L'AQR vise à vérifier la qualité des valorisations internes des actifs risqués. Ces évaluations internes jouent un rôle-clé puisqu'elles servent à calculer l'actif pondéré des risques (*Risk-Weighted Assets* ou RWA). Le ratio fonds propres (au sens du *Common Equity Tier 1*¹⁴ nommé CET1) divisé par le RWA définit alors le ratio de levier, l'un des ratios de solvabilité utilisés dans la nouvelle réglementation prudentielle Bâle 3. Ce dernier doit être supérieur à 4,5 % à partir de 2015. Bâle 3 prévoit aussi d'ajouter un capital de conservation¹⁵ (*capital conservation buffer*). Ce capital devra représenter au minimum 2,5 % de la RWA en 2019. Au total, le ratio devra ainsi être supérieur à 7 % en 2019. Pour son exercice d'évaluation, la BCE a retenu un seuil minimal de 5,5 % dans le scénario stressé et de 8% dans le scénario de référence.

Seules 25 banques sur les 130 évaluées ont révélé une insuffisance de leurs fonds propres. Une recapitalisation globale de l'ordre de 25 milliards d'euros serait donc nécessaire. Les banques des pays périphériques sont les principales concernées : Chypre (Bank of Cyprus), Grèce (Hellenic Bank, National Bank of Greece, Eurobank), Italie (Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Vicenza, Monte dei Paschi di Siena, Banca Carrige, etc.) et Portugal (Banco Comercial Portugues). Dans les faits, douze banques ont déjà procédé à des augmentations de capital depuis le 1^{er} janvier 2014. Treize banques seulement auraient donc besoin d'accroître leurs fonds propres. Ce, semble-t-il, bon bilan de santé global des banques européennes permet à la BCE d'entamer sereinement sa nouvelle mission de superviseur unique. Les critiques sur les modalités d'estimation de la fragilité bancaire, au travers des *stress tests*, restent cependant nombreuses (voir encadré 4), et doivent relativiser l'optimisme européen.

14. Les fonds propres au sens du CET1 sont constitués d'actions ordinaires, de bénéfices mis en réserves et d'une partie des intérêts minoritaires des filiales bancaires.

15. Ce capital pourra être constitué de mise en réserve obligatoire des bénéfices lorsque le ratio de solvabilité sera insuffisant.

Encadré 4. Les *stress tests* en question

La crise bancaire et financière internationale a donné lieu à la constatation qu'une politique macro-prudentielle était désormais nécessaire, conjointement à une politique à caractère micro-prudentielle (e.g. Galati et Moessner, 2013). Parmi les différents instruments permettant de réduire le risque systémique figurent les fameux *stress tests*. Ceux-ci ont été mis en œuvre depuis 2009 aux Etats-Unis (ils doivent l'être annuellement à la suite du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), et dans la zone euro (sauf en 2012 et 2013). Comme le rappellent Petrella et Resti (2013), le résultat des *stress tests* européens, en 2011, a été critiqué dans la mesure où ils n'auraient pas permis de renverser la tendance négative des cours d'actions des banques : la volonté de transparence sur les bilans des banques européennes n'aurait pas créé le regain de confiance attendu envers lesdites banques. Petrella et Resti (2013) montrent qu'empiriquement, les *stress tests*, corrigés de l'environnement économique dans lequel ils ont été rendus publics, ont eu au contraire les effets de marché attendus, justifiant l'argument selon lequel la diffusion de ces résultats constituait bel et bien une information susceptible de modifier dans un sens favorable les cours d'actions bancaires : à la hausse pour les banques ayant réussi les tests, à l'atténuation de la baisse pour les banques ayant échoué et étant en cours de recapitalisation. Schuermann (2014) justifie lui aussi les *stress tests* bancaires par leur capacité à engendrer un regain de confiance dans les banques.

Les *stress tests* bancaires restent cependant fortement critiqués, notamment pour leur capacité à prévoir les crises bancaires. Borio *et al.* (2014) rappellent en effet que ces tests sont soumis à des défauts nombreux. Premièrement, ils reposent sur une approche en équilibre partiel, sans prise en compte des effets de retour de la fragilité bancaire sur les risques macroéconomiques (voir aussi Galati et Moessner, 2013). Les risques estimés sont strictement exogènes. Deuxièmement, le modèle économétrique sous-jacent est linéaire, ce qui est contradictoire avec l'objectif des *stress tests*, qui consistent justement à déceler un effet de rupture dans le bilan des banques, à la suite d'un choc macroéconomique. Troisièmement, les modèles de *stress tests* sont « l'antithèse de ce à quoi correspond l'instabilité financière » (Borio *et al.*, 2014). L'instabilité financière ne se déclenche pas après un choc macroéconomique majeur (une baisse du PIB de la zone euro de 1,7 % !), mais bien après un choc « normal », c'est-à-dire un choc de faible ampleur. Si le PIB dégringole de 1,7 %, et que le système financier est emporté dans la tourmente, on ne pourra pas en déduire que le système financier était effectivement et préalablement fragile. Après une petite secousse, à l'inverse, on peut plus aisément incriminer la fragilité du système financier s'il n'a pas été en mesure de résister au choc. Comme le rappellent

Borio *et al.* (2014), les crises financières et bancaires ne se déclenchent généralement pas après que le PIB a décliné, mais avant qu'il ait sensiblement décliné. Borio *et al.* (2014) concluent cependant que les *stress tests* sont un outil utile pour gérer les crises bancaires, après qu'elles se soient produites, donc, par leur capacité à développer des scénarios et à les hiérarchiser en fonction de leurs coûts et bénéfices respectifs.

Selon une approche plus empirique, Acharya *et al.* (2014) critiquent eux aussi les *stress tests* bancaires « officiels », c'est-à-dire ceux qui ont été menés jusque-là. Ils comparent en effet les résultats des *stress tests* menés aux États-Unis et en Europe, avec les résultats de tests portant sur une approche exclusivement de marché de la fragilité bancaire. Ils calculent en effet le montant de recapitalisation bancaire nécessaire pour faire face à une chute des cours boursiers de 40 % sur 6 mois, et comparent ce montant avec celui induit par les *stress tests* « officiels ». Ils montrent que les montants de recapitalisation nécessaires après un choc financier sont sensiblement plus élevés que ceux des *stress tests* « officiels », notamment en Europe. Ils en déduisent que le scénario de risque choisi en 2011 par les autorités européennes était volontairement un scénario de risque faible. Ils montrent aussi que les pondérations de risque introduites dans la réglementation bancaire européenne sont totalement déconnectées des risques bancaires effectifs durant les six mois écoulés après la révélation des résultats des *stress tests*. Ces pondérations ne seraient donc pas informatives. La sous-estimation du risque bancaire en Europe produirait un effet de levier excessif. Ils conseillent finalement, pour échapper à des pondérations fixes de risque, qui empêchent par définition de « refléter le risque que le risque change », de compléter l'analyse de la fragilité bancaire par des mesures de risque de marché et d'effet de levier.

2) Le second pilier prévoit un mécanisme de résolution unique (MRU). Le MRU doit permettre la résolution des défaillances bancaires. Il s'appuie sur deux textes communautaires¹⁶ et un accord intergouvernemental du Conseil de l'Union européenne (du 21 mai 2014) couvrant certains aspects spécifiques de la constitution du Fonds de résolution. Un Conseil de résolution unique sera créé et devra décider, de façon centralisée, de recapitaliser un établissement ou de le liquider. Le règlement établissant le MRU (n° 806/2014) encadre la création du Fonds de résolution unique et

16. La directive 2014/59/UE du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et le règlement n° 806/2014 du 15 juillet 2014 sur le Mécanisme de résolution unique, qui régit l'essentiel du fonctionnement du mécanisme.

de ses compartiments, ainsi que les modalités de la prise de décision concernant son utilisation, tandis que l'accord intergouvernemental porte sur le transfert des fonds nationaux vers le Fonds de résolution unique et sur l'activation de la mutualisation des compartiments. Seuls les établissements participant au MSU voient le MRU s'appliquer.

Premièrement, le principe de renflouement interne (*bail-in*) est acté : à partir de janvier 2015 devrait entrer en vigueur la directive « Redressement et résolution des banques », qui prévoit, en cas de difficultés d'une banque, le renflouement interne (*bail in*) de la banque, et non plus le renflouement externe (*bail out*) par les pouvoirs publics. Les premiers à payer seraient les actionnaires et les créanciers par ordre de séniorité – détenteurs d'obligations, puis déposants, dont les dépôts sont supérieurs à 100 000 euros. Le renflouement interne s'appliquerait au moins jusqu'à 8% du passif de la banque. Au-delà, le Fonds de résolution pourrait être mis à contribution, à hauteur de 5 % de son passif.

Deuxième changement, un Fonds de résolution unique est institué. Contrairement au reste du mécanisme de résolution qui est communautaire, la constitution du Fonds de résolution reposera sur l'accord intergouvernemental. Le Fonds, abondé par les banques sera, au bout d'une période de 8 ans (2016-2023), mutualisé et doté de 55 milliards d'euros¹⁷. La mutualisation de ces fonds se fera progressivement, 40 % des fonds devant être mutualisés pendant la première année, 60 % la deuxième année, le reste de façon régulière pendant les six années suivantes.

3) Le troisième pilier instaure un système unique de garantie des dépôts. La directive 2014/59/UE¹⁸ sur le renforcement des mécanismes de garantie des dépôts réaffirme la protection des dépôts garantis jusqu'à 100 000 euros. Elle prévoit, au terme d'une période de transition de 10 ans, un remboursement plus rapide (7 jours) en cas de faillite bancaire et un financement plus solide des mécanismes nationaux de garantie (0,8 % des dépôts couverts

17. L'accord prévoit que, sur décision plénière du conseil de résolution, le Fonds puisse emprunter sur les marchés financiers afin de renforcer sa capacité d'intervention. Le montant cible est par ailleurs porté à 1 % au moins de tous les dépôts bancaires couverts, à l'issue de période transitoire (2016-2013).

18. La directive 2014/49/UE relative au système de garantie des dépôts a été publiée au *JOUE* le 12 juin 2014, elle devra être transposée par les Etats membres avant le 31 mai 2016.

contre environ 0,1 % en France en 2014), *via* un prélèvement fiscal sur les banques.

De nombreuses zones d'ombre

Si beaucoup d'experts s'accordent à dire que l'Union bancaire est une grande avancée dans l'approfondissement de l'Europe, il n'en demeure pas moins que plusieurs zones d'ombre subsistent. Tout d'abord, le processus d'unification des systèmes bancaires sera lent. Le poids du passé pourrait peser lourd pendant la longue période de transition. La mutualisation contenue dans les deuxième et troisième piliers interviendra tardivement. Si les banques d'un Etat devaient être renflouées pendant la période de transition, alors c'est l'État en question qui continuerait à emprunter sous sa propre signature auprès du MES. En outre, les modalités de transfert et la mutualisation des contributions au Fonds de résolution unique (deuxième pilier) reposent sur un traité intergouvernemental, ce qui confère potentiellement un droit de veto aux pays.

La fragmentation bancaire entre pays risque de s'amplifier, pour deux raisons. Premièrement, en raison de la montée en puissance de la réforme Bâle 3, les banques, en particulier dans les pays fragiles, soumises à des exigences plus fortes, devront encore restreindre leur distribution de crédit et renforcer leurs liquidités auprès de la BCE (Couppey-Soubeyran *et al.*, 2012). Deuxièmement, alors que d'autres pays, et notamment la France, souhaitaient que l'ensemble des 6 000 banques de la zone euro soient soumises aux nouvelles règles de supervision de la BCE, l'Allemagne a réussi à soustraire ses caisses régionales (*Landesbanken*) de la supervision unique de la BCE en imposant une distinction entre banques importantes et banques moins importantes. L'argument mis en avant serait qu'un superviseur central n'a pas d'avantage informationnel pour des petites banques régionales par rapport à un superviseur local (Quignon, 2013). Entre 25 et 35 % du système bancaire allemand reste ainsi directement supervisé par les autorités nationales (contre seulement 5 % pour la France, où le système bancaire est très concentré). Pourtant, les petites banques régionales peuvent également présenter un risque systémique (Speyer, 2012 ; Quignon, 2013), comme en attestent les difficultés rencontrées en Espagne par les caisses d'épargne et leur

répercussion sur le système bancaire de ce pays. Au total, 130 groupes bancaires en zone euro, concentrant environ 80 % des actifs, auront un superviseur unique. Le degré de concentration bancaire est fortement différencié en Europe (voir tableau 5). Il y a un risque de fragmentation entre un conglomérat bien capitalisé de grandes banques et une périphérie affaiblie de petites banques sous-capitalisées.

Le fait de passer d'une logique de *bail-out* à une logique de *bail-in* s'assimile à un retour vers une discipline de marché où les investisseurs, connaissant la réduction du soutien implicite de l'État, exigeront des rémunérations plus élevées en fonction du profil de risque de la banque émettrice. Cette réévaluation du risque bancaire peut peser sur le coût de refinancement des banques et sur l'attribution de crédit auprès des entreprises.

Les nouveaux produits financiers achetés et émis par les institutions financières favorisent l'émergence d'un système de crédit parallèle au système bancaire classique qui échappe à la régulation prudentielle. Ce système parallèle (*shadow banking*) facilite l'accès à la liquidité, ce qui peut être bénéfique au financement de l'économie réelle, mais il est aussi propice à la mise en place d'effets de levier et ces derniers peuvent favoriser les dérives spéculatives. Ce système parallèle est ignoré par le projet d'Union bancaire. Dans une note de l'ACPR, D. Nouy (2013) évoque plusieurs pistes : un élargissement du rôle du superviseur ou la séparation. Toutefois, elle met en garde contre le risque de réglementations qui conduiraient à un moindre accès à la liquidité.

Plus précisément, sur la question de la séparation, l'Union bancaire devrait nécessiter une harmonisation élargie des réglementations nationales. En effet, à la suite des recommandations Volker (2010), Vickers (2011), et Liikanen (2012), plusieurs pays ont adopté des mesures nationales de séparation des activités bancaires visant à sécuriser les dépôts : Royaume-Uni, France (Antonin et Touzé, 2013b ; Pollin et Gaffard, 2013), Allemagne, et Belgique. Ces choix nationaux non-coordonnés sont discutables et constituent une source nouvelle de divergence. L'adoption d'une réglementation commune des activités financières des banques pourrait constituer un quatrième pilier important de l'Union bancaire (Antonin *et al.*, 2014). La séparation préconisée par le projet Barnier crédibilise l'Union bancaire et ses trois piliers (MSU, MRU et

garantie des dépôts). La mise en place d'un cadre homogène simplifie le contrôle du superviseur européen dans le cadre du MSU (la BCE devra contrôler les activités normales des banques et veiller à ce que les activités spéculatives ne les perturbent pas) et réduit les distorsions de concurrence. La séparation préconisée par le projet Barnier crédibilise le MRU car il devient difficile aux banques d'accéder à une taille systémique (*too-big-to-fail*), les pertes des banques de marché ne se répercuteront pas (directement) sur les activités de crédit des banques de dépôt. En réduisant les risques de faillite des banques de dépôt, il diminue le risque de mise en œuvre d'un plan de sauvetage coûteux pour les épargnants (*bail-in*) comme celui de l'activation de la garantie des dépôts.

L'attribution à la BCE de la mission de superviseur unique est soumise à de nombreuses critiques. Un premier argument met en avant que le niveau de supervision au niveau européen doit être le plus large possible et idéalement inclure toutes les économies de l'Union européenne (Pisani-Ferry *et al.*, 2012 ; Barbu et Boitan, 2013). Or, en l'état, la supervision unique *via* la BCE n'est obligatoire que pour la zone euro. Un élargissement des pouvoirs de l'ABE aurait donc pu être plus judicieux. Cependant, la crédibilité de l'ABE a pu être entachée dans la mesure où les *stress tests* qu'elle a publiés en juillet 2011 ont été des prédicteurs imparfaits de la véritable résistance des banques à la crise des dettes souveraines de fin 2011 (voir encadré 4).

Speyer (2012) énonce six autres raisons qui jouent en défaveur d'une supervision administrée par la BCE :

1. Les conflits d'objectif : la BCE va cumuler des pouvoirs de politique monétaire et de supervision financière. Il peut y avoir des conflits d'objectif dans les mandats, par exemple un arbitrage entre la stabilité des prix et la résistance du système bancaire.
2. Le risque de crédibilité : si la BCE échoue dans son rôle de superviseur unique, cela peut porter atteinte à sa réputation.
3. La BCE est indépendante, et son mandat doit être clair afin que le Parlement puisse la rendre facilement responsable de ses actes. Cette nouvelle mission de superviseur pourrait nuire à la clarté de sa mission.
4. Un mandat trop large et plus politique augmente le risque d'interférence politique, et nuit à l'indépendance.

5. Le pouvoir délégué à l'ABE a été plus facilement accepté parce qu'il passait par un contrôle parlementaire. L'indépendance de la banque centrale pourrait être un frein à l'exercice des nouveaux pouvoirs.
6. D'un point de vue juridique, les décisions prises par un superviseur doivent être contestables devant une autre juridiction. Le concept d'indépendance de la BCE s'accommode mal de la possibilité de faire appel à une autre instance.

Toutefois, la crise a montré que les « coûts pour l'économie réelle des crises financières sont en effet trop importants pour que les banques centrales ne s'impliquent pas davantage dans leur prévention » (Betbèze *et al.*, 2011). Avec la montée en puissance de la réglementation prudentielle dans la lutte contre l'instabilité financière, la double compétence « politique monétaire »/« politique macroprudentielle » de la BCE est le gage d'une meilleure coordination dans ce domaine. De fait, la « conduite de la politique monétaire doit tenir compte des conséquences, dans son propre domaine, de la politique macro-prudentielle – par exemple, de ses effets sur l'offre de crédit et, plus généralement, sur l'ensemble des mécanismes de transmission – et vice versa » (Bordes, 2011). Il convient de souligner, pour finir, que la lutte contre l'instabilité financière est une priorité dans l'Union européenne, dans la mesure où il est avéré que l'instabilité financière nuit aux performances économiques des États membres (encadré 5).

Encadré 5. Lien entre instabilité et performances économiques

Quel lien pouvons-nous établir entre l'instabilité financière et les performances économiques (généralement le PIB par habitant) dans l'Union européenne (UE) ? C'est à cette question que l'étude de Creel *et al.* (2014) répond. Contrairement à d'autres travaux qui incluent des pays avancés et des pays émergents, voire en développement, cette étude se focalise sur les États membres de l'UE de 1998 à 2011. L'intérêt de cet échantillon est qu'il inclut uniquement des économies dont les systèmes financiers sont développés, ou pour le moins, avancés dans leur niveau de développement. Par ailleurs, il s'agit d'un espace politique relativement homogène qui autorise la mise en place de régulations financières communes. Les auteurs reprennent la méthodologie de Beck & Levine (2004) qui, à l'aide d'un panel et de variables instrumentales, permet de résoudre les problèmes d'endogénéité. Les performances économiques sont expliquées par les variables usuelles de

la théorie de la croissance endogène, à savoir le PIB par tête initial, l'accumulation du capital humain à travers la moyenne des années d'enseignement, les dépenses publiques, l'ouverture commerciale et l'inflation. L'étude inclut également des variables de financiarisation comme la part des crédits dans le PIB.

De plus, elle inclut dans ces estimations différentes variables quantifiant l'instabilité financière. Ces variables (Z-score, CISS, taux de créances douteuses, volatilité des indices boursiers et un indice reflétant les caractéristiques microéconomiques des banques européennes) apparaissent la plupart du temps comme ayant un impact significatif et négatif sur les performances économiques. Parallèlement, les variables mesurant le degré de financiarisation des économies n'ont pas d'effets manifestes sur les performances.

Ces différents résultats suggèrent qu'il est certainement illusoire d'attendre un impact positif d'un accroissement supplémentaire du degré de financiarisation des économies européennes. Il est vraisemblable que les systèmes bancaires et financiers européens ont atteint une taille critique au-delà de laquelle aucune amélioration des performances économiques ne saurait être attendue. Au contraire, des effets négatifs sont susceptibles de se faire sentir du fait d'un excès d'instabilité financière que participerait à engendrer un secteur financier devenu trop grand et dont les innovations sont insuffisamment ou mal réglementées. Cette étude montre aussi que l'instabilité financière est coûteuse. Il est important de la prévenir.

Vers une meilleure mutualisation des risques

L'Union bancaire apporte des avancées indéniables car elle devrait permettre de rompre le cercle vicieux entre crise bancaire et crise de la dette publique. La transmission de la politique monétaire pourrait devenir plus homogène : si les banques sont mieux intégrées, leurs caractéristiques devraient converger, ce qui leur permettra d'appliquer des taux sur les nouveaux prêts plus homogènes, et donc de mieux transmettre la politique de taux directeurs vers les taux de marché (*pass through*).

La réussite de l'Union bancaire réside dans le développement de l'activité de chaque banque au-delà de son marché national. Un achèvement réussi de l'Union bancaire devrait se caractériser par des banques dont l'implantation territoriale serait suffisamment large pour amortir des chocs conjoncturels asymétriques. En ce sens, la diversification géographique des bilans bancaires pourrait contribuer à une mutualisation des chocs asymétriques de

conjoncture. Le superviseur unique, en simplifiant la relation banque-régulateur, devrait faciliter le développement des banques au-delà de leurs marchés nationaux, ce qui contribue aussi à une meilleure intégration.

Le Fonds de résolution des crises et le Fonds de garantie des dépôts constituent également deux protections complémentaires du système bancaire. Dans une certaine mesure, ils apportent une mutualisation des chocs asymétriques au niveau de la zone euro, ce qui peut contribuer à une meilleure optimalité de la zone monétaire au sens de Mundell (Quignon, 2013). En 2009, au plus fort de la crise bancaire, les gouvernements ont dû engager des montants élevés de fonds publics puisqu'ils ont atteint 9,1 % du PIB. Que se passera-t-il si jamais ces deux fonds se révélaient insuffisants dans le futur ? Chaque État devra-t-il reprendre en main le soutien de son secteur bancaire ? Si certains en étaient incapables, un tel défaut pourrait nécessiter, pour éviter l'éclatement de la zone euro, une plus grande union budgétaire, *via* le MES, ou conduire la BCE à dépasser son rôle implicite de prêteur en dernier ressort, théoriquement limité aux crises de liquidité, pour devenir le véritable sauveur de l'euro en monétisant les pertes.

Références bibliographiques

- Acharya V., R. Engle et D. Perret, 2014, « Testing macroprudential stress tests : the risk of regulatory risk weights », *Journal of Monetary Economics*, 63 : 36-53.
- Aglietta M., 2012, « Une union bancaire pour réunifier le système financier », *Confrontations Europe*, 11-12.
- Altavilla C., D. Giannone et M. Lenza, 2014, « The financial and macroeconomic effects of OMT announcements », *CEPR discussion paper*, 10025.
- Antonin C. et V. Touzé, 2013a, « Banques européennes : un retour de la confiance à pérenniser ? », *Notes de l'OFCE*, 37, 11.
- Antonin C. et V. Touzé, 2013b, « Loi de séparation bancaire : symbole politique ou nouveau paradigme économique ? », *Blog de l'OFCE*.
- Antonin C., H. Sterdyniak et V. Touzé, 2014, « Réglementation des activités financières des banques européennes : un quatrième pilier pour l'Union bancaire », *Blog de l'OFCE*.
- Al-Eyd A. et S. Berkmen, 2013, « Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area », *IMF Working Paper*, 208.

- Arnold I. et S. van Ewijk, 2014, « A state space approach to measuring the impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area », *Journal of International Money and Finance*.
- Avaro M. et H. Sterdyniak, 2013, « Banking Union: A Solution To the Euro Zone Crisis? », *Working Paper de l'OFCE*, 20.
- Baele L., A. Ferrando, P. Hördhal, E. Krylova et C. Monnet, 2004, « Measuring European financial integration », *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4) : 509-530.
- Barbat-Layani M. A., 2014, « Le calcul des contributions au fonds de résolution européen est inacceptable », Interview, *L'Agefi*.
- Barbu T. C. et I. A. Boitan, 2013, « Implications of the Single Supervisory Mechanism on ECB's Functions and on Credit Institutions' Activity », *Theoretical and Applied Economics*, 20 (3) : 103-120.
- Barisitz S., 2013, « Nonperforming Loans in Western Europe - A Selective Comparison of Countries and National Definitions », *Focus on European Economic Integration*, Q1.
- Beck T. et R. Levine, 2004, « Stock markets, banks, and growth: Panel Evidence », *Journal of Banking and Finance*, 28, 423-442.
- Belke A., J. Beckmann et F. Verbeyen, 2013, « Interest rate pass-through in the EMU - new evidence from nonlinear cointegration techniques for fully harmonized data », *Journal of International money and finance*, 37 : 1-24.
- Betbèze J.-P., C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, 2011, *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE, 96, Documentation Française.
- Betbèze J.-P., J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, 2011, « Pour un changement de *central banking* : la nécessaire coordination de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle au sein de la Banque centrale », in *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE, 96, Documentation Française.
- Blot C., J. Creel, P. Hubert et F. Labondance, 2014, « Les enjeux du triple mandat », *Revue de l'OFCE / Débats et politiques*, « Réformer l'Europe », 134 : 175-186.
- Blot C., et F. Labondance, 2013, « Bank interest rate pass-through in the Eurozone: monetary policy transmission before and after the financial crash », *Economics Bulletin*, 33 (2) : 973-985
- Bordes C., 2011, « Pour un aménagement du *central banking* : à la recherche de l'affectation optimale des instruments des politiques monétaire et macro-prudentielle », in *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE, 96, Documentation Française.
- Borio C., M. Drehmann et K. Tsataronis, 2014, « Stress-testing macro stress testing: does it live up to expectations? », *Journal of Financial Stability*, 12, 3-15.

- Coupey-Soubeyran J. et T. Sessin, 2000, « Pour une autorité de supervision financière européenne », *Revue d'économie financière*, 60 : 143-160.
- Coupey-Soubeyran J., O. Garnier et J.-P. Pollin, 2012, « Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », *Rapport CAE*, 104.
- Cour-Thimann P., 2013, « Target Balances and the Crisis in the Euro Area », *CES Ifo Forum*, 14, Special Issue.
- Cour-Thimann P. et B. Winkler, 2013, « The ECB's non-standard monetary measures: the role of institutional factors and financial structure », *ECB Working Paper*, 1528.
- Creel J., P. Hubert et F. Labondance, 2014, « Financial stability and economic performance », *Economic Modelling*, à paraître.
- Creel J., P. Hubert et M. Viennot, 2013, « Assessing the Interest Rate and Bank Lending Channels of ECB Monetary Policies », *Document de travail de l'OFCE*, 25.
- de Graeve F., O. de Jonghe et R. van der Venet, 2007, « Competition, transmission and bank pricing policies: evidence from belgian loans and deposits markets », *Journal of Banking and Finance*, 31, 258-278.
- Fahrenschon G., « Union bancaire. La position des caisses d'épargne allemandes », *Regards sur l'économie allemande*, *Bulletin économique du CIRAC*, 109 : 5-14.
- Galati G. et R. Moessner, 2013, « Macroprudential policy – a literature review », *Journal of Economic Surveys*, 27 (5) : 846-78.
- Giuliodori M., 2005, « The Role of House Prices in the Monetary Transmission Mechanism Accross European Countries », *Scottish Journal of Political Economy*, 52 (4) : 519-543.
- Guthrie G. et J. Wright, 2000, « Open mouth operations », *Journal of Monetary Economics*, 46 (2) : 489-516.
- Hollo D., M. Kremer et M. Lo Duca, 2012, « CISS - A composite indicator of systemic stress in the financial system », *ECB Working Paper*, 1426.
- Jappelli T. et M. Pagano, 2008, « Financial market integration under EMU », *European Economy Economic Papers*, 312.
- Jiménez G., S. Ongena, J.-L. Peydro et J. Saurina, 2012, « Credit supply and monetary policy : identifying the bank balance-sheet channel with loan applications », *American Economic Review*, 102 (5) : 2301-2326.
- Karagianis S., Y. Panagopoulos et P. Vlamis, 2010, « Interest rate pass-through in Europe and the US: monetary policy after the financial crisis », *Journal of Policy Modelling*, 32 : 323-338.
- Mojon B., 2000, « Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy », *ECB Working Paper Series*, 40.

- Nouy D., 2013, « Les risques du *Shadow banking* en Europe : le point de vue du superviseur bancaire », *Autorité de Contrôle Prudentiel*, Banque de France, 3.
- Petrella G. et A. Resti, 2013, « Supervisors as information producers : do stress tests reduce bank opaqueness ? », *Journal of Banking and Finance*, 37 : 5406-20.
- Pisani-Ferry J., A. Sapir, N. Véron, G.B. Wolff, 2012, « What Kind of European Banking Union ? », *Bruegel Policy Contribution*, 12.
- Pollin J.-P. et J.-L. Gaffard, 2013, « Pourquoi faut-il séparer les activités bancaires ? », *Notes de l'OFCE*, 36.
- Quignon L., 2013, « Les enjeux de l'Union bancaire », *Conjoncture*, BNP Paribas.
- Reichlin L., 2014, « Monetary policy and banks in the euro area: the tale of two crises », *Journal of Macroeconomics*, 39B : 387-400.
- Rughoo A. et N. Sarantis, 2014, « The global financial crisis and integration in European retail banking », *Journal of Banking and Finance*, 40, 28-41.
- Sander H. et S. Kleimeier, 2004, « Convergence in the euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration », *Journal of International Money and Finance*, 23 (3), 461-492.
- Schuermann T., 2014, « Stress testing banks », *International Journal of Forecasting*, 30 : 717-28.
- Shambaugh J., 2012, « The Euro's three crises », *Brookings Paper on Economic Activity*, printemps, 157-231.
- Schoenmaker D. et T. Peek, 2014, « The State of the Banking Sector in Europe », OECD Economics Department, *Working Papers*, 1102.
- Sorensen C. et T. Werner, 2006, « Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area », *ECB Working Paper Series*, 580.
- Speyer B., 2012, « EU Banking Union: Do it right, not Hastily! », *Deutsche Bank Research*, 17.
- Touzé V., 2012, « Banques européennes : vers une sortie de la zone de turbulences ? », *Blog de l'OFCE*.
- Vajanne L., 2007, « Integration in the euro area retail banking markets-convergence of credit interest rates », *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 27.
- Wu J.C. et F.D. Xia, 2014, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the Zero lower bound », *NBER Working Paper*, 20117.

BAISSE DE L'EURO ET DÉINFLATION COMPÉTITIVE

QUEL PAYS EN PROFITERA LE PLUS ?

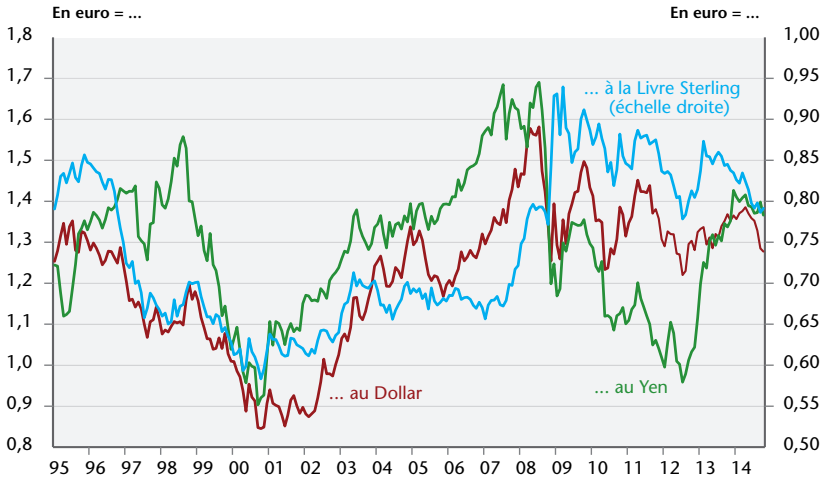
Bruno Ducoudré et Éric Heyer

Pendant près de 2 ans, entre le milieu de l'année 2012 et 2014, l'euro s'est apprécié face aux principales monnaies du monde. Depuis le mois de mai 2014, cette tendance s'est inversée : en quelques mois la monnaie européenne s'est notamment dépréciée de près de 10 % par rapport au dollar. Il s'agit dans cette étude d'anticiper les effets macroéconomiques (impact sur le PIB, sur les prix et sur l'emploi notamment) à attendre de cette dépréciation de l'euro. La relance de la croissance à court terme en zone euro *via* une dépréciation du taux de change effectif de l'euro permettrait en effet de lutter contre la déflation et de limiter les politiques non coopératives de désinflation compétitive menées dans le sud de l'Europe. Pour ce faire, nous présentons les résultats de la ré-estimation du bloc du commerce extérieur français (prix et volume des exportations et des importations) figurant dans le modèle macroéconomique *emod.fr* de l'OFCE.

L'estimation conjointe des équations des volumes et des prix d'exportations et d'importations s'avère nécessaire et permet d'obtenir un effet bouclé d'une variation du taux de change effectif sur les volumes d'importations et d'exportations. La prise en compte des comportements de marge des importateurs et des exportateurs tend ainsi à limiter l'effet d'une variation du taux de change effectif sur les volumes d'importations et d'exportations lorsque ceux-ci ont un faible pouvoir de marché. Nous réitérons cette démarche sur les données de pays partenaires et concurrents de la France : l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. Les élasticités obtenues sont cohérentes avec la littérature sur le sujet. Nous comparons ensuite l'incidence d'une dépréciation de l'euro sur les différentes économies étudiées en distinguant le commerce intra-zone et le commerce extra-zone euro, et nous présentons une analyse plus fine sur l'économie française grâce à l'utilisation du modèle *emod.fr*. Il ressort des simulations qu'au sein de la zone euro, l'Espagne aurait le plus à gagner à la fois d'une dépréciation du taux de change de l'euro face aux autres monnaies, mais aussi d'une politique de désinflation compétitive.

Pendant près de deux ans, entre le milieu de l'année 2012 et 2014, l'euro s'est apprécié face aux principales monnaies du monde. En s'établissant à 1,39 dollar en mai 2014, l'euro avait vu sa valeur augmenter depuis juillet 2012 de plus de 12 % face au dollar. Au cours de la même période, la monnaie européenne s'était appréciée de 44 % par rapport au yen et de plus de 3 % face à la livre sterling (graphique 1).

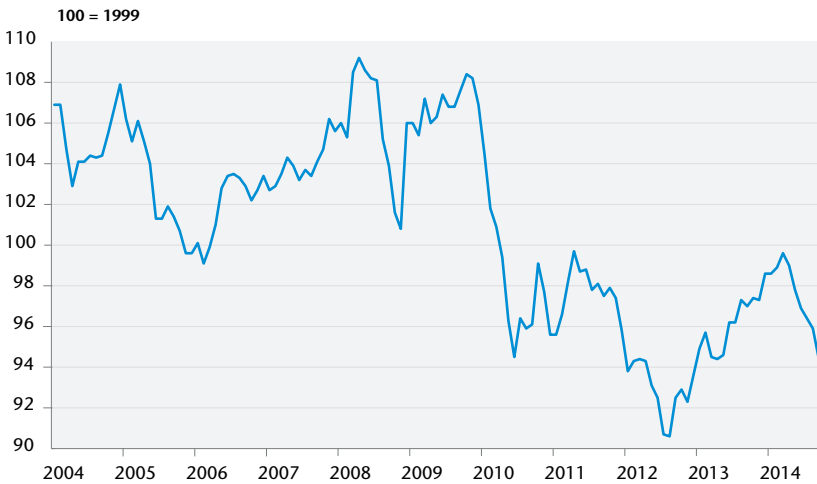
Graphique 1. Taux de change de l'euro par rapport...



Sources : Datastream.

Depuis le mois de mai 2014, cette tendance s'est inversée : après s'être apprécié de près de 10 % entre mi-2012 et mi-2014, le taux de change effectif réel de l'euro, qui pondère ces différents taux de change en fonction de la structure du commerce de la zone euro, s'est ainsi déprécié de 5,2 % au cours du dernier semestre (graphique 2). De fait, en quelques mois la monnaie européenne s'est dépréciée de près de 10 % par rapport au dollar, de plus de 3 % par rapport au yen et de 4 % par rapport à la monnaie britannique. Concernant le taux de change avec cette dernière, la baisse a débuté en août 2013 et s'élève à plus de 9 % aujourd'hui. Nous prévoyons par ailleurs la poursuite de la dépréciation de l'euro d'ici le début de l'année 2015, avec un taux de change de la monnaie unique qui se déprécierait pour atteindre 1,2 dollar dès le deuxième trimestre 2015.

Graphique 2. Taux de change effectif de l'euro



Il s'agit dans cette étude d'anticiper les effets à attendre de cette dépréciation de l'euro. De nombreux acteurs et spécialistes du monde économique voient aujourd'hui dans cette baisse de l'euro la possibilité de sortir du piège de la déflation qui menace aujourd'hui la zone euro. Face à une croissance atone et un taux d'inflation qui baisse dangereusement, l'annonce par la BCE d'un programme d'assouplissement quantitatif indique ainsi sa volonté de déprécier l'euro face aux autres monnaies pour soutenir la croissance européenne et atteindre son objectif d'inflation¹. Le gouvernement français attend aussi beaucoup d'une dépréciation de l'euro². La Direction générale du Trésor³ considère qu'une baisse de 10 % du taux de change effectif de l'euro (contre toutes monnaies) permettrait la première année d'accroître notre PIB de 0,6 point, de créer 30 000 emplois, de réduire le déficit public de 0,2 point de PIB et d'augmenter les prix à la consommation de 0,5 %.

La relance de la croissance à court terme en zone euro *via* une dépréciation du taux de change effectif de l'euro permettrait aussi de limiter les politiques non-coopératives de désinflation compéti-

1. Voir C. Blot et F. Labondance, « Pourquoi un taux d'intérêt négatif ? », *Blog de l'OFCE*, 23 juin 2014.

2. Voir le discours de F. Hollande le 5 février 2013 devant le Parlement européen.

3. Rapport économique social et financier du PLF 2014.

tive menées dans le sud de l'Europe (Grèce, Espagne, Portugal). Alors que les pays européens commercent majoritairement les uns avec les autres et se concurrencent fortement sur les marchés d'exportation, la recherche de gains de compétitivité *via* une politique de désinflation ne peut qu'échouer en zone euro si tous les pays adoptent la même stratégie. C'est cependant cette stratégie qu'a choisie la Commission européenne, en poussant les pays en crise à réformer leurs marchés du travail pour réduire les coûts salariaux. Dès lors, la dépréciation de l'euro est une condition nécessaire pour accompagner les réformes structurelles en Europe et soutenir la demande⁴ alors que les politiques budgétaires d'austérité l'affaiblissent par ailleurs.

Nous nous intéressons ici non pas aux raisons de telles variations de l'euro (différentiel de performances, comportement des banques centrales) mais à ses incidences macroéconomiques (impact sur le PIB, sur les prix et sur l'emploi notamment). Dans ce but, nous présenterons dans un premier temps le bloc du commerce extérieur français (prix et volume des exportations et des importations) figurant dans le modèle macroéconomique pour l'économie française *emod.fr* de l'OFCE. Nous procéderons à la mise à jour de son estimation sous la forme de modèles à correction d'erreur et nous réitérerons cette démarche sur les données de pays partenaires et concurrents de la France, en l'occurrence l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. Après avoir confronté nos résultats à ceux de la littérature récente, nous comparerons l'incidence d'une dépréciation de l'euro sur les différentes économies étudiées. Nous ferons ici la distinction entre un gain de compétitivité lié à une dépréciation de l'euro de celui dû à une politique de baisse de prix relatif plus rapide par rapport aux pays concurrents. Puis nous présenterons une analyse plus fine sur l'économie française grâce à l'utilisation du modèle macroéconomique de l'OFCE pour l'économie française *emod.fr*. Cette méthode nous permettra ainsi de comparer nos résultats à ceux obtenus par la DG Trésor à l'aide du modèle *Mésange*. Certes, *emod.fr* comme *Mésange* ne prennent pas en compte les anticipations tournées vers le futur et ne contiennent pas de fonction de réaction des autorités monétaires aux variations de change. Le recours à un modèle inté-

4. Voir le discours de M. Draghi « Unemployment in the euro area », Jackson Hole, 22 août 2014.

grant les anticipations de change et la réaction des autorités monétaires de type DSGE représente une stratégie alternative à l'utilisation d'un modèle macroéconométrique et pourra constituer un prolongement à cette étude. Néanmoins, l'estimation des élasticités-prix des équations de commerce extérieur s'avère nécessaire pour apprécier le calibrage des modèles structurels de type DSGE et les résultats qui en découlent (BCE, 2012).

1. Présentation du bloc « commerce extérieur »

Le bloc « commerce extérieur » comprend quatre équations : nous considérons les importations et les exportations de l'ensemble des biens et services, dont on modélise les volumes et les prix.

Notre modélisation des échanges internationaux repose sur des fondements du comportement de demande où les biens produits localement et ceux importés sont imparfaitement substituables (Armington, 1969) et où la fixation des prix repose sur un arbitrage des exportateurs entre maintien de la compétitivité et préservation des marges. Elle ne prend pas explicitement en compte les théories du commerce international qui insistent sur les différences de conditions d'offre (immobilité relative du capital (Ricardo), différences dans les dotations initiales des facteurs (Heckscher-Ohlin), préférences des consommateurs pour la diversité et économies d'échelle) mais se fonde sur un schéma d'analyse dans lequel le consommateur est soumis à une contrainte de revenu et cherche à maximiser son utilité en consommant deux types de biens imparfaitement substituables. On dérive de ce programme d'optimisation une fonction de demande de biens importés qui dépend du revenu réel du consommateur et des prix relatifs des importations par rapport aux prix des produits locaux (compétitivité).

Dans les équations d'importations et d'exportations en volume, nous avons substitué au revenu réel une variable de demande (demande intérieure pour les importations, mondiale adressée à la France pour les exportations). Cette élasticité de la demande est contrainte à l'unité et conduit de ce fait à une spécification en parts de marché.

Les déterminants principaux des équations de prix du commerce de biens et services sont des indicateurs de prix domes-

tique et de prix étranger. Dans nos équations, nous contraignons à l'unité la somme des deux élasticités.

Les quatre équations s'écrivent alors de la manière suivante :

$$\left\{ \begin{array}{l} X_t = f_1 \left((DMond)_t^\alpha, \left(\frac{P_{EXZE} + P_{EXHZ} \cdot e_\$}{P_X} \right)_t^{\varepsilon_X} \right) \\ M_t = f_2 \left((DI)_t^\beta, \left(\frac{P_{VA}}{P_{M_t}} \right)_t^{\varepsilon_M} \right) \\ P_{X_t} = f_3 \left((P_{VA})_t^{\omega_{PX}}, \left(\frac{P_{EXZE} + P_{EXHZ} \cdot e_\$}{P_{VA}} \right)_t^{\varepsilon_{PX}} \right) \\ P_{M_t} = f_4 \left((P_{VA})_t^{\omega_{PM}}, \left(\frac{P_{EM} \cdot e_\$}{P_{VA}} \right)_t^{\varepsilon_{PM}} \right) \end{array} \right.$$

Avec :

- X : Exportations en biens et services, en volume
- DMond : Demande mondiale adressée à la France, en volume
- M : Importations en biens et services, en volume
- DI : Demande intérieure en biens et services, en volume
- P_X : Prix des exportations en biens et services
- P_M : Prix des importations en biens et services hors énergie
- P_{VA} : Prix de la valeur ajoutée
- P_{EXHZ} : Prix des exportations des concurrents hors de la zone euro en dollar
- P_{EXZE} : Prix des exportations des concurrents de la zone euro en euro
- P_{EM} : Prix des importations en dollar
- $e_\$$: Taux de change euro/dollar

Pour chaque pays, les données proviennent des comptabilités nationales. Les séries de demande mondiale et de prix des concurrents sont calculées par l'OFCE. Les prix de valeur ajoutée portent sur l'ensemble des biens et services marchands. La demande intérieure est construite à partir des tableaux entrées-sorties constitués à l'année de base des comptes nationaux. Les prix des importations sont corrigés de la TVA et des impôts sur les importations, et modélisés hors prix de l'énergie. Ces derniers sont modélisés parallèlement, ce qui permet de recalculer les prix d'importations totaux.

2. Les résultats des estimations

Les différentes équations ont été modélisées par des Modèles à Correction d'Erreur (MCE). Les estimations sont menées sur données trimestrielles sur la période la plus longue possible. À l'exception notable de l'Allemagne, les données sont disponibles de 1980 à 2013. Cependant, pour l'Italie et l'Espagne, la constitution des séries sur longue période nécessitait un chaînage des comptes qui aboutissait à des résultats non concluants sur longue période. Pour ces pays, nous avons donc harmonisé la période d'estimation en la faisant débuter en 1990/1991.

Avant de détailler les résultats, signalons que les résultats des premières estimations nous ont conduits à introduire des *trends* dans les relations de long terme des équations. L'intégration d'une tendance dans la modélisation des exportations est courante dans la littérature empirique (cf. par exemple Murata *et al.*, 2000 ; Ville-telle et Nivat, 2006 ; Erkel-Rousse et Sylvander, 2007)) afin de capter l'ensemble des éléments non pris en compte dans le modèle standard comme par exemple les effets hors-prix liés à la montée en gamme ou à la tendance à l'ouverture mondiale de pays émergents.

Ainsi, pour les exportations en volume, nous avons retenu une tendance linéaire débutant à la fin des années 1990 et s'arrêtant au début de la crise des *subprime*. Ces tendances correspondent à la période au cours de laquelle les importations des pays émergents (Chine, autres Asie, PECO, Russie, pays de l'OPEP) accélèrent rapidement.

Les résultats sont résumés dans les tableaux 1 à 4. Le premier enseignement est statistique : les forces de rappel des modèles à correction d'erreur sont statistiquement significatives et les élasticités estimées sont toutes de signe attendu. Notons également que ces équations ont des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'auto-corrélation des résidus des équations. Ceux-ci sont homoscédastiques au regard du test ARCH, excepté pour les équations de prix, dont le calcul de la matrice des variances-covariances est corrigé par la méthode de White. Enfin, selon le test de Bera Jarque les résidus suivent une loi normale.

Tableau 1. Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les exportations^a

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Période d'estimation	1990-2013	1980-2013	1990-2013	1990-2013	1980-2013	1990-2013
Résultats						
Force de rappel	-0,326***, (-5,04)	-0,191*** (-5,11)	-0,354*** (-8,15)	-0,181*** (-5,90)	-0,216*** (-6,17)	-0,199** (-4,14)
Élasticités de long terme						
Demande adressée	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)
Élasticités-prix	0,42 (6,67)	0,58 (5,14)	0,56 (16,63)	0,95 (4,19)	0,73 (7,55)	0,74 (5,37)
Trend	-0,007 (-4,14)	-0,010 (-23,41)	-0,008 (-68,40)	-0,002 (-1,55)	-0,007 (-31,02)	-0,010 (-15,70)
Diagnostics et tests						
	0,70	0,52	0,88	0,75	0,73	0,78
SSR	0,014	0,013	0,009	0,014	0,014	0,010
SSE	0,017	0,023	0,006	0,016	0,024	0,008
LM(1)	0,11 [p > 0,74]	2,26 [p > 0,13]	1,04 [p > 0,31]	0,24 [p > 0,62]	1,29 [p > 0,26]	0,23 [p > 0,64]
LM(4)	2,31 [p > 0,68]	4,60 [p > 0,33]	1,23 [p > 0,87]	3,81 [p > 0,43]	2,56 [p > 0,63]	5,71 [p > 0,22]
ARCH(4)	2,69 [p > 0,61]	4,13 [p > 0,39]	4,26 [p > 0,37]	5,10 [p > 0,28]	3,97 [p > 0,41]	4,29 [p > 0,37]
Bera-Jarque	1,35 [p > 0,51]	0,18 [p > 0,91]	2,77 [p > 0,25]	0,13 [p > 0,94]	1,00 [p > 0,61]	1,99 [p > 0,37]

a. La période d'estimation n'est pas identique pour tous les pays. C'est le cas notamment pour la France et le Royaume-Uni. L'estimation sur une période plus courte pour ces deux pays (1990-20013) ne change cependant pas la valeur des élasticités de long terme.

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p-value des tests sur les résidus du MCE.

* (**, ***) : significatif au seuil de 10 % (resp. 5 %, 1 %). Les seuils de test pour la significativité de la force de rappel des modèles à correction d'erreur sont issus de Ericsson et MacKinnon (2002).

Sources : Comptabilités nationales, calculs des auteurs.

Tableau 2. Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les importations

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Période d'estimation	1990-2013	1980-2013	1990-2013	1990-2013	1980-2013	1990-2013
Résultats						
Force de rappel	-0,272*** (-5,94)	-0,086*** (-5,41)	-0,198*** (-5,55)	-0,081** (-4,01)	-0,152*** (-5,02)	-0,238*** (-5,89)
Élasticités de long terme						
Demande intérieure	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)
Élasticités-prix	0,79 (3,57)	0,74 (10,20)	0,57 (2,22)	0,81 (2,30)	0,55 (7,01)	0,72 (7,60)
Trend	0,005 (4,21)	0,005 (2,48)	0,006 (2,35)	0,011 (3,71)	0,002 (2,45)	0,005 (7,98)
Diagnostics et tests						
	0,69	0,70	0,78	0,87	0,64	0,79
SSR	0,013	0,010	0,013	0,012	0,016	0,010
SSE	0,012	0,012	0,012	0,012	0,030	0,008
LM(1)	0,48 [p > 0,49]	2,33 [p > 0,13]	0,07 [p > 0,79]	0,56 [p > 0,46]	0,01 [p > 0,94]	0,86 [p > 0,35]
LM(4)	4,44 [p > 0,35]	4,79 [p > 0,31]	2,38 [p > 0,67]	5,30 [p > 0,26]	3,03 [p > 0,55]	5,42 [p > 0,25]
ARCH(4)	1,99 [p > 0,74]	6,61 [p > 0,16]	3,74 [p > 0,44]	1,02 [p > 0,91]	6,22 [p > 0,18]	3,11 [p > 0,54]
Bera-Jarque	2,40 [p > 0,30]	2,22 [p > 0,33]	0,40 [p > 0,82]	1,02 [p > 0,60]	1,80 [p > 0,41]	0,34 [p > 0,20]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p-value des tests sur les résidus du MCE.

* (**, ***) : significatif au seuil de 10% (resp. 5 %, 1 %). Les seuils de test pour la significativité de la force de rappel des modèles à correction d'erreur sont issus de Ericsson et MacKinnon (2002).

Sources : Comptabilités nationales, calculs des auteurs

Tableau 3. Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les prix d'exportations

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Période d'estimation	1990-2013	1980-2013	1990-2013	1990-2013	1980-2013	1990-2013
Résultats						
Force de rappel	-0,088*** (-4,86)	-0,113** (-4,28)	-0,169** (-4,07)	-0,173** (-4,40)	-0,201** (-4,26)	-0,150** (-4,02)
Élasticités de long terme						
Prix de la VA	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)
Élasticités-prix	0,31 (4,34)	0,52 (10,19)	0,44 (8,62)	0,53 (8,49)	0,53 (10,98)	0,27 (5,51)
Trend	-0,017 (-5,09)	-0,003 (-13,35)		-0,001 (3,45)	-0,002 (-7,27)	-0,003 (-6,42)
Diagnostics et tests						
	0,68	0,76	0,78	0,71	0,35	0,85
SSR	0,004	0,006	0,008	0,008	0,013	0,004
SSE	0,001	0,004	0,004	0,005	0,023	0,002
LM(1)	1,84 [p > 0,17]	0,40 [p > 0,53]	0,97 [p > 0,33]	0,31 [p > 0,58]	1,14 [p > 0,29]	0,01 [p > 0,93]
LM(4)	4,55 [p > 0,34]	0,95 [p > 0,92]	5,75 [p > 0,22]	2,11 [p > 0,72]	1,88 [p > 0,76]	4,46 [p > 0,35]
ARCH(4)	4,67 [p > 0,32]	0,86* [p > 0,06]	0,13 [p > 0,99]	2,50 [p > 0,64]	2,47 [p > 0,65]	2,39 [p > 0,67]
Bera-Jarque	0,01 [p > 0,99]	3,34 [p > 0,19]	0,38 [p > 0,82]	0,21 [p > 0,90]	0,68 [p > 0,71]	2,34 [p > 0,31]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p-value des tests sur les résidus du MCE.

* (**, ***) : significatif au seuil de 10 % (resp. 5 %, 1 %). Les seuils de test pour la significativité de la force de rappel des modèles à correction d'erreur sont issus de Ericsson et MacKinnon (2002).

Sources : Comptabilités nationales, calculs des auteurs.

Tableau 4. Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les prix d'importations

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Période d'estimation	1990-2013	1980-2013	1990-2013	1990-2013	1980-2013	1990-2013
Résultats						
Force de rappel	-0,359*** (-4,36)	-0,077** (-3,98)	-0,294** (-4,03)	-0,342*** (-5,82)	-0,225** (-4,06)	-0,158** (-4,50)
Élasticités de long terme						
Prix de la VA	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)	1 (NC)
Élasticités-prix	0,77 (15,95)	0,72 (7,24)	0,43 (10,20)	0,76 (15,03)	0,80 (14,26)	0,63 (12,00)
Trend	-0,003 (-24,53)	-0,002 (-4,62)	-0,002 (-14,50)	-0,003 (-9,29)	-0,002 (-5,15)	-0,003 (-9,81)
Diagnostics et tests						
SSR	0,44 0,007	0,89 0,005	0,67 0,007	0,76 0,011	0,63 0,014	0,82 0,005
SSE	0,004	0,003	0,004	0,011	0,023	0,002
LM(1)	1,58 [p > 0,21]	0,21 [p > 0,65]	0,06 [p > 0,80]	1,09 [p > 0,30]	0,73 [p > 0,39]	0,01 [p > 0,94]
LM(4)	7,53 [p > 0,11]	0,52 [p > 0,97]	4,58 [p > 0,33]	3,76 [p > 0,44]	1,92 [p > 0,75]	0,85 [p > 0,50]
ARCH(4)	1,92 [p > 0,75]	3,52 [p > 0,48]	4,01 [p > 0,41]	9,12* [p > 0,06]	28,26*** [p > 0,00]	0,99 [p > 0,42]
Bera-Jarque	4,11 [p > 0,13]	1,93 [p > 0,38]	1,78 [p > 0,41]	1,06 [p > 0,59]	2,81 [p > 0,25]	4,29 [p > 0,12]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p-value des tests sur les résidus du MCE.

* (**, ***) : significatif au seuil de 10 % (resp. 5 %, 1 %). Les seuils de test pour la significativité de la force de rappel des modèles à correction d'erreur sont issus de Ericsson et MacKinnon (2002).

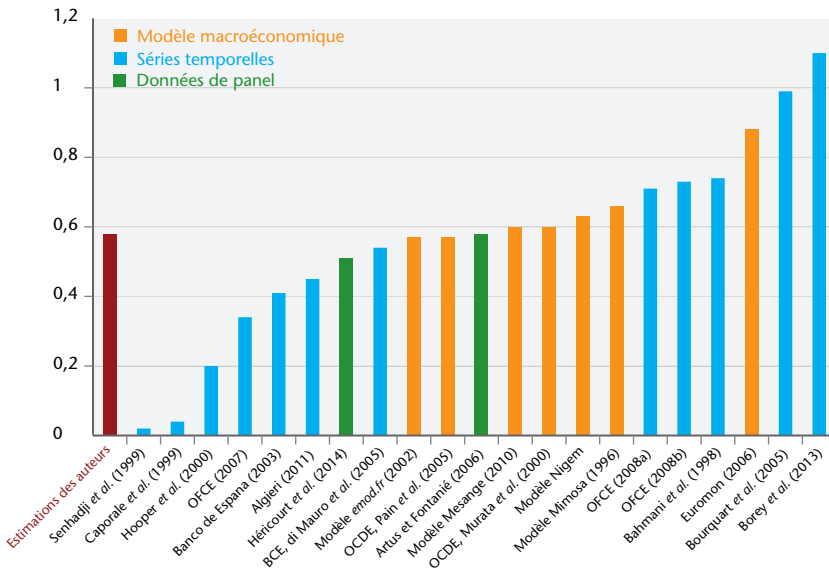
Sources : Comptabilités nationales, calculs des auteurs.

2.1. Les équations d'exportations

Le deuxième enseignement que l'on peut tirer de ces estimations est que la sensibilité des exportations aux prix du commerce extérieur est très proche des estimations existantes dans la littérature (graphiques 3-8 et tableaux en annexe).

C'est le cas notamment pour la France où notre nouvelle estimation de l'élasticité-prix des exportations (0,58) est identique à celle estimée dans la version antérieure d'*emod.fr* en 2002 et semblable à celle retenue dans d'autres modèles macroéconométrique à l'instar du modèle France de la DG Trésor *Mesange*, ou des modèles internationaux comme celui du NIESR *Nigem*, de l'OCDE *Interlink* ou de l'OFCE-CEPII *Mimosa* en 1996 (tableau 1 et graphique 3). Cette valeur est confirmée par les travaux de la BCE ainsi que ceux utilisant une méthodologie et des données différentes (Artus et Fontanié, 2006 ; Héricourt *et al.*, 2014).

Graphique 3. Élasticité-prix des exportations pour la France : une revue de la littérature



Source : Les auteurs.

Des valeurs significativement différentes existent dans la littérature : le modèle multinational de la Banque des Pays-Bas, *Euromon*, estime une élasticité-prix des exportations pour la France supérieure

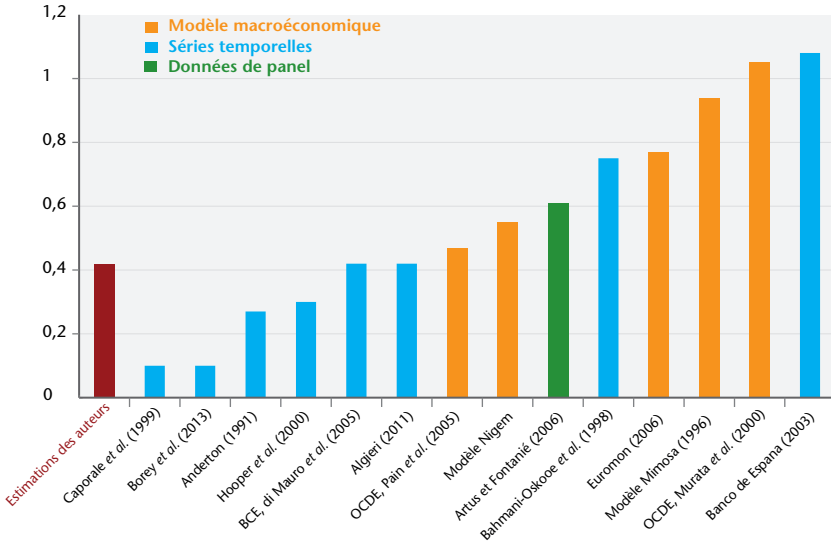
à 0,8. Cette dernière dépasse même 1 dans un travail récent de l'INSEE (Borey *et al.*, 2013). Dans cette étude, les auteurs réalisent leur estimation d'équation d'exportation sur une période restreinte allant de 1995 à 2007 alors que des données plus récentes et plus complètes existent et qu'ils mobilisent d'ailleurs pour l'estimation de leur équation d'importation. En sens inverse, des travaux antérieurs affichaient des élasticités très inférieures à nos estimations : c'est le cas notamment de Caporale *et al.* (1998) qui mobilise la méthode de Johansen pour leur estimation ou les travaux réalisés par la Banque d'Espagne en 2003 ou par Hooper *et al.* (2000).

Notre estimation pour l'Allemagne (0,42) est inférieure à celle de la France⁵ (tableau 1). Ce résultat se retrouve également dans de nombreux de travaux : c'est le cas notamment pour les modèles *Interlink*, *Nigem* ou *Euromon*, même si pour ce dernier la valeur est significativement supérieure à la nôtre (graphique 4). Notons que, à l'instar des résultats pour la France, les estimations de la BCE sont identiques aux nôtres. En revanche, pour Artus et Fontanié (2006), s'appuyant sur les travaux menés au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII) et mobilisant une méthodologie différente basée sur des données de panels estimées au niveau fin, l'élasticité-prix aux exportations de l'Allemagne n'est pas significativement différente de celle de la France. Enfin, dans *Mimosa*, Hooper *al.* (2000) ainsi que dans la version de 2000 d'*Interlink*, la hiérarchie est inversée : dans ces travaux la sensibilité des exportations aux prix est supérieure en Allemagne.

La valeur estimée pour l'Italie (0,56) est très proche de celle de la France (tableau 1). Là encore, notre résultat est très proche d'un grand nombre de travaux déjà réalisés et notamment de ceux basés sur des modèles macroéconomique (*Nigem*, *Interlink*, *Euromon*). Il est à noter que pour la BCE, l'élasticité-prix aux exportations est plus faible en Italie qu'en France. Ce résultat se retrouve également dans Borey *et al.* (2013) mais infirmé dans *Mimosa* (1996), OCDE (2000), Hooper *et al.* (2000) ou encore Artus et Fontanié (2006) (graphique 5).

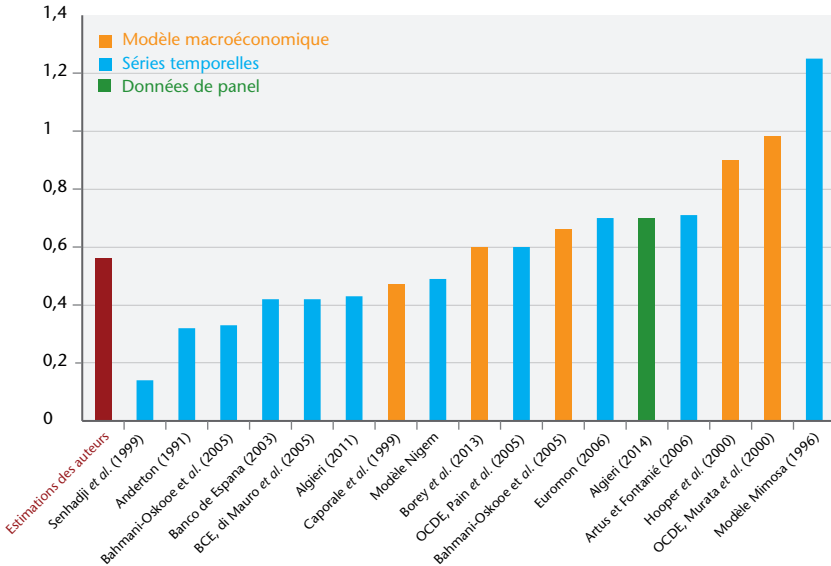
5. Plus précisément, un test de Wald sur le coefficient d'élasticité-prix pour l'Allemagne rejette au seuil de 5 % l'hypothèse que ce coefficient soit égal à 0,58. Par contre un test de Wald sur le coefficient d'élasticité-prix pour la France ne permet pas de rejeter l'hypothèse que ce coefficient soit égal à 0,42.

Graphique 4. Élasticité-prix des exportations pour l'Allemagne : une revue de la littérature



Source : Les auteurs.

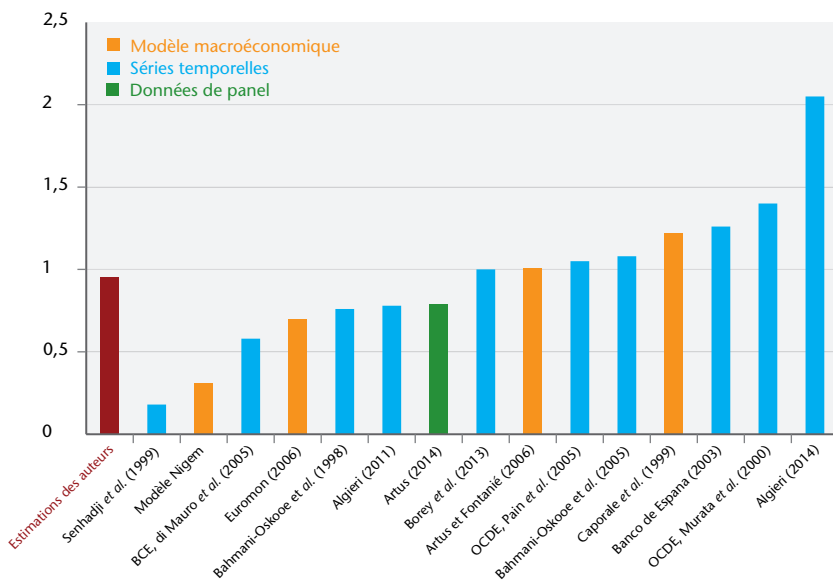
Graphique 5. Élasticité-prix des exportations pour l'Italie : une revue de la littérature



Source : Les auteurs.

Les résultats portant sur les données de l'économie espagnole indiquent une forte élasticité-prix aux exportations (tableau 1). Notre évaluation se rapproche de l'unité (0,96) et retrouve celle d'Artus et Fontanié (2006) sur données d'entreprises ou du modèle de l'OCDE (graphique 6). Pour un certain nombre de travaux, cette élasticité dépasse même l'unité (Caporale *et al.*, 1998 ; et la Banque d'Espagne, 2003), se rapprochant de 2 dans une étude récente de Algeri (2014).

Graphique 6. Élasticité-prix des exportations pour l'Espagne : une revue de la littérature

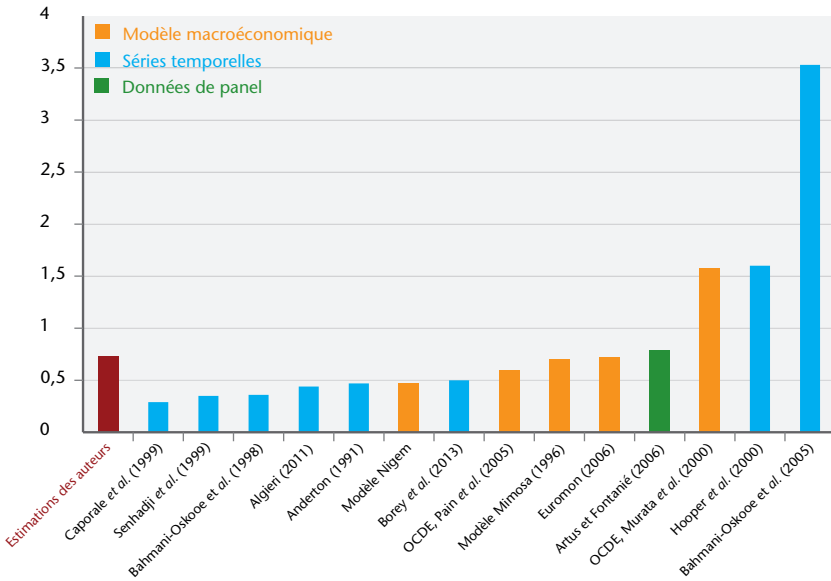


Source : Les auteurs.

Pour le Royaume-Uni, notre élasticité (0,73) est légèrement supérieure à celle de la France mais inférieure à celle de l'Espagne (tableau 1). Ce constat est partagé par les travaux de l'OCDE (Caporale *et al.*, 1998 ; Hooper *et al.*, 2000 ; et Artus et Fontanié, 2006) mais ne se retrouve pas dans les modèles *Nigem* et *Euromon* (graphique 7).

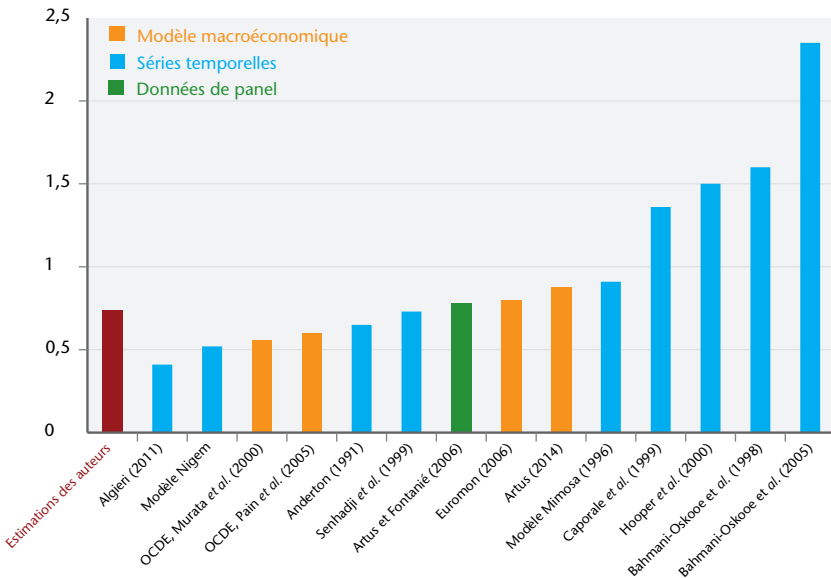
Pour les États-Unis, nous évaluons une élasticité-prix proche de celle calculée pour le Royaume-Uni (0,74) (tableau 1). Ce constat est commun à un grand nombre de travaux empiriques (*Nigem*, *Interlink*, *Euromon*, Hooper *et al.*, 2000 ; Algeri, 2011 ; Artus et Fontanié, 2006) (Graphique 8).

Graphique 7. Élasticité-prix des exportations pour le Royaume-Uni : une revue de la littérature



Source : Les auteurs.

Graphique 8. Élasticité-prix des exportations pour les États-Unis : une revue de la littérature



Source : Les auteurs

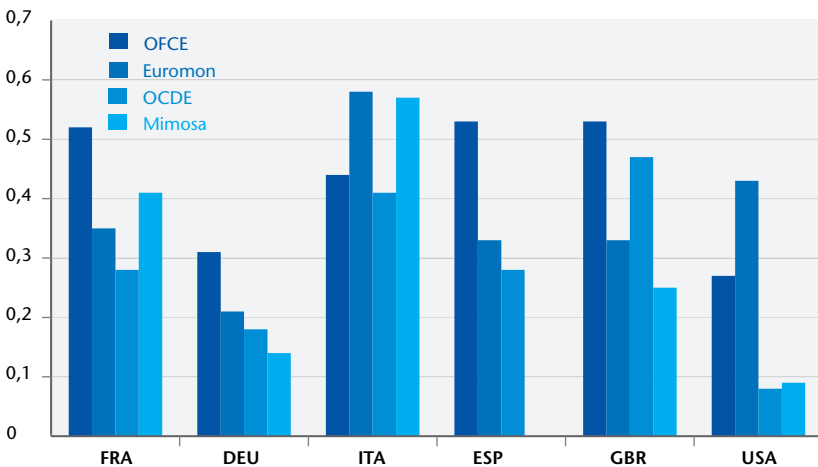
2.2. Les équations de prix d'exportations

Par ailleurs, un aspect important pour comprendre la transmission d'une variation de l'euro sur le commerce extérieur réside dans le comportement de prix des firmes exportatrices : soit celles-ci choisissent de reconstituer (respectivement comprimer) leurs marges lorsque leur monnaie se déprécie (respectivement s'apprécie), soit elles choisissent au contraire de répercuter l'intégralité des variations de change dans leurs prix (« pass-through » intégral).

Nos résultats d'estimation des prix d'exportations pour les 6 pays étudiés indiquent un comportement quasi-homogène (tableau 3) : à l'exception des États-Unis et de l'Allemagne, l'élasticité-prix des prix à l'exportation est proche de 0,5 reflétant un comportement de prix des entreprises médian entre le « pass through » et le « pricing to market ». Pour les États-Unis et l'Allemagne, cette élasticité est deux fois plus faible, semblant indiquer un plus grand pouvoir de marché de leurs exportateurs.

Ce résultat est conforme à ceux obtenus dans d'autres travaux empiriques (*Interlink, Euromon, Mimosa* et Artus et Fontanié, 2006) qui indiquent un pouvoir de marché supérieur pour les entreprises allemandes et des marges des exportateurs français en euros plus sensibles que celles des exportateurs allemands aux épisodes de variation de l'euro (graphique 9).

Graphique 9. Élasticité-prix des prix d'exportations : une revue de la littérature



Source : Les auteurs.

3. Simulations dynamiques comparées

3.1. Impact d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif – simulations dynamiques

Afin d'évaluer quel pays tirerait le plus grand avantage d'une dépréciation de son taux de change effectif, nous simulons l'impact d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif sur le bloc du commerce extérieur à partir des estimations présentées auparavant. Le choc intervient à la première période et est maintenu tout au long de la simulation. On fait l'hypothèse que le pays considéré gagne en compétitivité-prix par rapport à l'ensemble de ses partenaires, sans distinguer les partenaires dans et hors de la zone euro.

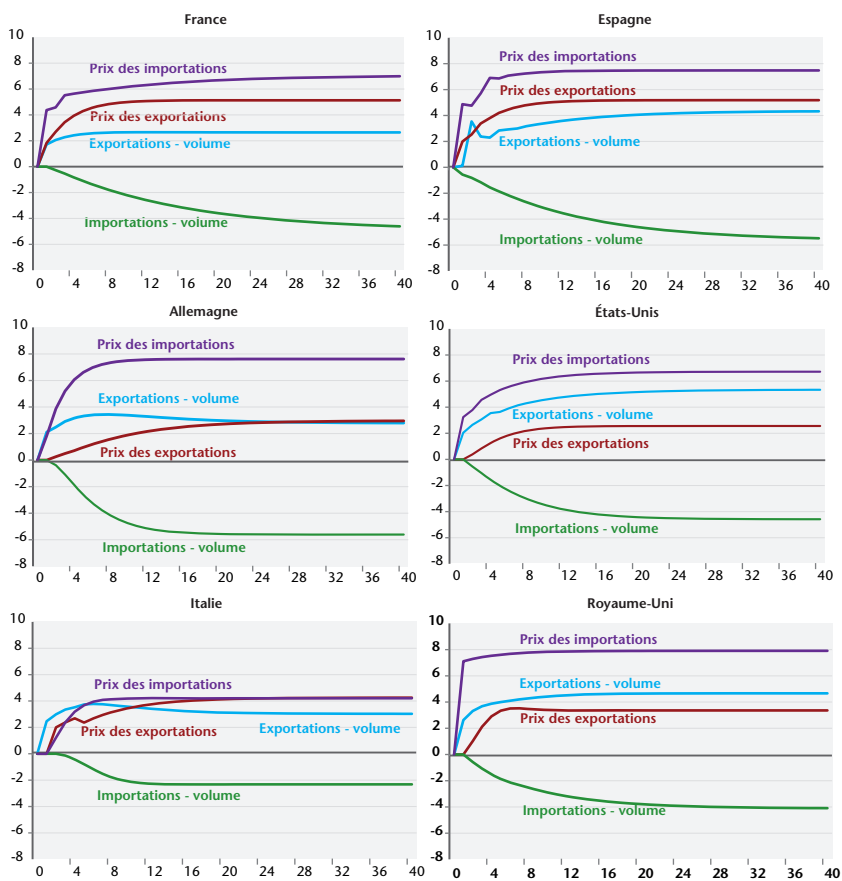
À la suite d'une dépréciation du taux de change effectif nominal, les exportations en volume augmentent du fait du gain en compétitivité-prix (graphique 10). Ce gain se traduit aussi progressivement par une hausse du prix des exportations, les entreprises exportatrices profitant du gain de compétitivité-prix pour rétablir en partie leur marge, ce qui se traduit à long terme par une hausse des exportations en volume moins forte qu'attendu initialement, la compétitivité-prix étant en partie rognée par le rétablissement des marges. Le prix des importations augmente, mais moins que la dépréciation du taux de change effectif : les importateurs compressent en partie leur marge pour limiter leurs pertes de parts de marché sur le marché domestique, ce qui limite la baisse des importations en volume à long terme.

À long terme, ce sont les États-Unis, l'Espagne et le Royaume-Uni qui gagnent le plus *via* la hausse de leurs exportations en volume (tableau 5). Cela s'explique par des élasticité-prix des exportations plus fortes pour ces pays, ainsi qu'une élasticité du prix des exportations plus faible (États-Unis). La baisse des importations est la plus importante en Espagne et en Allemagne. Ces deux pays combinent à la fois une forte élasticité-prix des importations et une élasticité du prix des importations élevée (qui se traduit par une faible compression des marges des importateurs).

Au sein de la zone euro, les pays partageant la même monnaie, on distingue maintenant l'effet d'une dépréciation de l'euro face aux autres monnaies de celui d'une hausse plus rapide des prix des concurrents qui sont dans la zone euro. Les effets sont différenciés

entre pays du fait des élasticités du commerce extérieur différentes, mais aussi d'expositions au commerce et à la concurrence intra/extra zone euro différentes selon les pays. L'Espagne bénéficierait le plus d'une dépréciation du taux de change de l'euro (tableau 6). En cas de gain de compétitivité-prix *via* une politique de désinflation compétitive, c'est l'Espagne qui gagnerait aussi le plus. L'Allemagne verrait ses exportations augmenter moins que l'Espagne et l'Italie, mais autant que la France malgré une élasticité-prix des exportations plus faible : cet effet est contrebalancé par une élasticité des prix d'exportation plus faible que ses partenaires européens.

Graphique 10. Impact d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal



Source : OFCE.

Tableau 5. Effet à long terme d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal

	Exportations	Importations	Prix des exportations	Prix des importations	Condition de Marshall-Lerner
DEU	2,8	-5,6	3,0	7,6	0,4
FRA	2,6	-4,9	5,1	7,1	0,6
ITA	3,0	-2,3	4,3	4,2	0,6
ESP	4,3	-5,7	5,2	7,5	0,5
USA	5,3	-4,6	2,6	6,7	0,5
GBR	4,7	-4,1	3,4	7,9	0,6

Note : La condition de « Marshall-Lerner » s'écrit : $S = \varepsilon_{Px} + ((1 - \varepsilon_{Px}) + \varepsilon_X) - (\varepsilon_{P_M} + (1 - \varepsilon_M))$.

Source : OFCE.

Tableau 6. Décomposition pour la zone euro d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal

Effet à long terme...				
... d'une dépréciation de 10 % de l'euro face aux autres monnaies (en %)				
	DEU	FRA	ITA	ESP
Exportations	1,3	1,1	1,1	1,7
Importations	-3,2	-2,1	-1,1	-2,3
Prix des exportations	1,4	2,1	1,5	2,0
Prix des importations	4,3	2,9	2,0	2,9
... d'une hausse de 10 % des prix des concurrents en zone euro (en %)				
	DEU	FRA	ITA	ESP
Exportations	1,6	1,6	2,1	2,8
Importations	-2,8	-3,3	-1,3	-4,0
Prix des exportations	1,7	3,1	2,9	3,4
Prix des importations	3,4	4,3	2,3	4,7

Source : OFCE.

3.2. Quels impacts d'un gain de compétitivité-prix de 10 % sur l'économie française

Nous allons ici distinguer un gain de compétitivité-prix vis-à-vis de l'extérieur de la zone euro (lié à une dépréciation de l'euro), d'un gain vis-à-vis de nos partenaires européens (dû à une politique de désinflation compétitive). Les simulations présentées sont effectuées à l'aide du modèle macroéconomique pour l'économie française *emod.fr*.

Avant de commenter les résultats, il est à noter que, dans nos simulations, nous avons supposé que les autorités politiques et économiques nationales ne réagissaient pas à la dégradation des performances commerciales. Les simulations analytiques reposent sur les estimations mises à jour du bloc « commerce extérieur » présentées auparavant. Cette méthode nous permettra ainsi de comparer nos résultats à ceux obtenus par la DG Trésor à l'aide du modèle *Mésange*. Précisons néanmoins que le modèle *emod.fr* est un modèle macroéconométrique traditionnel, qui ne contraint pas les anticipations des agents sur le fonctionnement de l'économie et sa trajectoire future, et ne comporte pas de fonction de réaction des autorités monétaires et budgétaires. Le recours à un modèle du type DSGE contraignant les anticipations des agents à être conforme aux principes de rationalité retenu par certains économistes, constitue une option alternative à l'utilisation d'un modèle macroéconométrique qui n'est pas contraint par la seule théorie et reflète plus fidèlement le fonctionnement effectif de l'économie.

Impact macroéconomique sur l'économie française d'une dépréciation de 10 % de l'euro

Les effets d'une dépréciation de l'euro sont doubles :

- **Un effet de revenu** : un euro faible augmente le prix des importations. Cela se traduit par une hausse de la facture énergétique, une hausse des prix de production des entreprises et en l'absence d'indexation des revenus ou avec indexation seulement partielle, une perte de pouvoir d'achat des ménages ;
- **Un effet de substitution** : un euro faible diminue le prix des exportations et augmente ces dernières. Elle améliore la compétitivité des producteurs nationaux, ce qui provoque une baisse des importations au bénéfice de la production domestique.

Ces effets opposés ne s'appliquent qu'au commerce extra zone euro. Le commerce avec nos partenaires européens n'est pas directement impacté puisque les prix des importations et des exportations en provenance et à destination de cette zone restent inchangés. En revanche, le commerce intra zone euro est impacté par un euro faible. Mais, cela passe par le canal de la demande adressée.

Tableau 7. Impact sur l'économie française d'une dépréciation du taux de change de l'euro de 10 % contre toutes les monnaies

(Écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+7
PIB	0,2	0,5	0,5	0,1
Emploi salarié total (en milliers)	20	53	77	43
Prix à la consommation des ménages	0,9	1,4	1,8	3,6
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,0	0,2	0,3	0,2

Note de lecture : Une dépréciation de l'euro serait favorable à l'activité à court-terme via une amélioration de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays hors zone euro. L'effet positif de l'appréciation de l'euro sur l'activité de nos partenaires de la zone euro et celui négatif de nos partenaires hors zone euro est pris en compte.

Source : emod.fr.

Comme le résume le tableau 7, une dépréciation de 10 % de l'euro face à l'ensemble des monnaies entraîne un gain de compétitivité-prix à l'exportation pour la France vis-à-vis du reste du monde. Les autres pays de la zone euro bénéficient du même gain de compétitivité sur l'ensemble des marchés à l'exportation. Dans ce cas, l'effet sur l'activité serait de +0,2 % la première année, et de +0,5 % au bout de trois ans. Hors effet dû à la modification de la compétitivité-prix, la hausse de demande adressée entraînée par le regain d'activité chez nos partenaires européens serait globalement compensée par la baisse de demande adressée à la France par le reste du monde. Sur le marché du travail, une telle dépréciation entraînerait la création de 20 000 emplois la première année, de 77 000 emplois au bout de 3 ans. Le solde public de son côté s'en trouverait amélioré de 0,3 point de PIB à l'horizon de 3 ans.

Impact macroéconomique sur l'économie française d'un gain de compétitivité de 10 % vis-à-vis des partenaires de la zone euro

Nous simulons maintenant l'effet d'une hausse de 10 % des prix des concurrents de la zone euro sur l'ensemble des marchés à l'exportation de la France. Cette amélioration de 10 % de la compétitivité-prix vis-à-vis des autres pays de la zone euro aurait un effet positif sur l'activité via une hausse des exportations, de l'investissement et de l'emploi (tableau 8). L'effet sur l'activité serait de +0,4 % la première année, et de +0,9 % au bout de trois ans. Il serait nul au bout de 10 ans. Près de 130 000 emplois seraient créés à l'horizon de 3 ans et le déficit public s'allègerait de 0,5 point de PIB à cet horizon.

Tableau 8. Impact sur l'économie française d'une amélioration de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays de la zone euro

(écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+7
PIB	0,4	0,8	0,9	0,2
Emploi salarié total (en milliers)	33	90	129	82
Prix à la consommation des ménages	1,0	1,7	2,3	5,2
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,0	0,3	0,5	0,5

Note de lecture : L'amélioration de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays de la zone euro est entendue comme une hausse de 10 % des prix des autres pays de la zone euro concurrents de la France sur ses marchés d'exportation. L'effet négatif de la dégradation de la compétitivité-prix sur l'activité de nos partenaires de la zone euro et celui positif de nos partenaires hors zone euro est pris en compte.

Source : emod.fr.

Impact macroéconomique sur l'économie française d'une amélioration de la compétitivité-prix de 10 % de la France vis-à-vis du reste du monde

Si maintenant nous simulons un gain de compétitivité-prix de la France vis-à-vis de tous les pays, *via* une hausse de 10 % des prix de l'ensemble des concurrents de la France, alors l'impact expansionniste est fort puisque il augmente de 1,3 point l'activité dès la deuxième année et se traduit par la création de plus de 200 000 emplois au bout de 3 ans. Le solde s'améliorerait quant à lui de 0,9 point de PIB à 3 ans (tableau 9).

Tableau 9. Impact sur l'économie française d'une amélioration de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport au reste du monde

(écart au niveau du scénario de référence en %)	n	n+1	n+2	n+7
PIB	0,6	1,3	1,4	0,4
Emploi salarié total (en milliers)	55	148	214	139
Prix à la consommation des ménages	1,7	2,8	3,8	8,6
Capacité de financement public (en % du PIB)	0,1	0,6	0,9	0,9

Note de lecture : La dégradation de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport au reste du monde est entendue comme une baisse de 10 % des prix de tous les concurrents de la France sur ses marchés d'exportation.

Source : emod.fr.

Ces résultats sont très proches de ceux publiés par la DG Trésor qui considère qu'une baisse de 10 % du taux de change effectif de l'euro (contre toutes monnaies) permettrait d'accroître notre PIB de 0,6 point de PIB la première année et de 1,2 point de PIB au bout de trois ans ; de créer 30 000 emplois la première année et 150 000 emplois au bout de trois ans ; de réduire le déficit public 0,2 point de PIB la première année et de 0,6 point de PIB au bout de trois ans.

4. Conclusion

Dans cette étude, nous avons estimé de nouvelles équations du commerce extérieur pour six grands pays de l'OCDE (France, Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni), en distinguant au sein de la zone euro le commerce intra-zone et le commerce extra-zone euro, afin d'évaluer la sensibilité de leurs exportations à la compétitivité-prix. Les élasticités obtenues sont cohérentes avec la littérature existante sur le sujet. L'estimation conjointe des équations des volumes et des prix d'exportations et d'importations s'avère nécessaire et permet d'obtenir un effet bouclé en équilibre partiel d'une variation du taux de change effectif sur les volumes d'importations et d'exportations. La prise en compte des comportements de marge des importateurs et des exportateurs tend en effet à limiter l'effet d'une variation du taux de change effectif sur les volumes d'importations et d'exportations lorsque ceux-ci ont un faible pouvoir de marché. Il ressort des simulations qu'au sein de la zone euro, l'Espagne aurait le plus à gagner à la fois à une dépréciation du taux de change de l'euro face aux autres monnaies, mais aussi d'une politique de désinflation compétitive (cas où les prix d'exportation de l'Espagne croissent moins vite que les prix d'exportation de ses concurrents en zone euro).

Références bibliographiques

- Algieri, B., 2011, « Modelling Export Equations Using an Unobserved Component Model: The Case of the Euro Area and its Competitors », *Empirical Economics*, 41(3) : 593-637.
- Algieri, B., 2014, « Drivers of Export Demand: A Focus on GIIPS Countries », *The World Economy*, 1454-1482.
- Anderton, R., 1991, « Underlying Trends in Manufacturing Export Shares for Six Major Industrialized Countries », *Bulletin of Economic Research*, (43)2 : 169-78.
- Artus P. et L. Fontanié (2006), « Evolution récente du commerce extérieur français », *Rapport du CAE*.
- Bahmani-Oskooee M. et Niroomand N., 1998, « Long-Run Price Elasticities and the Marshall-Lerner Condition Revisited » *Economics Letters*, 61 : 101-109.
- Bahmani-Oskooee M. et O. Kara, 2005, « Income and price elasticities of trade: Some New Estimates », *The International Trade Journal*, 19(2).

- Banco de Espana, 2003, « Comparative Analysis of Export Demand for Manufactures in the Euro Area Countries », *Economic Bulletin* (Madrid: Banco de España).
- Banque centrale européenne, 2012, « Competitiveness and External Imbalances within the Euro Area », *Occasional Paper Series*, 139, décembre.
- Bénassy-Quéré A., P-O. Gourinchas, P. Martin et G. Plantin, 2014, « L'euro dans la « guerre des monnaies », *Les notes du conseil d'analyse économique*, 11, janvier.
- Bennett H., J. Escolano, S. Fabrizio, E. Gutiérrez, I. Ivaschenko, B. Lissovolik, M. Moreno-Badia, W. Schule, S. Tokarick, Y. Xiao, et Z. Zarnic, 2008, « Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain », *IMF Working Paper*, 08/12.
- Borey G. et B. Quille, 2013, « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? », *Note de conjoncture de l'INSEE*, juin.
- Bourquard V., N. Carnot, A. Deruennes et S. Pamies-Sumner, 2005, « Une maquette de prévision à court terme pour la France », *Document de Travail de la Direction générale du trésor et de la politique économique (MINEFI)*, octobre.
- Caporale, G. M. et M. K. F. Chui, 1999, « Estimating Income and Price Elasticities of Trade in a Cointegration Framework », *Review of International Economics*, 7 (2) : 254-64.
- Dermertzis M., P. van Els, S. Grob et M. Peeters, 2006, « EUROMON: the multi-country model of De Nederlandsche Bank », *Occasional Studies*, 4 (1).
- Erkel-Rousse H. et M. Sylvander, 2007, « Externalisation à l'étranger, dynamique des demandes intérieures et performances à l'exportation : une analyse des quatre principaux pays européens », *Communication au colloque de l'AFSE*, septembre 2007.
- Equipe Mimosa, 1997, « La nouvelle version de Mimosa, modèle de l'économie mondiale », *Document de travail OFCE-CEPII*, 97-01.
- European Central Bank (ECB), 2005, « Competitiveness and the Export Performance of the Euro Area », *Occasional Paper Series*, 30 (Frankfurt am Main: ECB).
- Héricourt J., P. Martin et G. Orefice, 2014, « Les exportateurs français face aux variations de l'euro », *La Lettre du CEPII*, 340, janvier.
- Hooper, P., K. Johnson et J. Marquez, 2000, « Trade Elasticities for the G-7 Countries », *Princeton Studies in International Economics*, 87 (Princeton, NJ: University Press).
- Klein C et O. Simon, 2010, « Le modèle MESANGE nouvelle version réestimée en base 2000 », *Documents de Travail de la DGTPE*, 2010/02, mars.

- OCDE, Murata K., D. Turner, D. Rae et L. Le Foulmer, 2000, « Modelling Manufacturing Export Volumes Equations : A system Estimation Approach », *Economics Department Working Papers*, 235.
- OCDE, Pain N., A. Mourougane, F. Sédillot et L. Le Foulmer, 2005, « The new OECD international trade model », *Economics Department Working Papers*, 440.
- OFCE, Chauvin V., G. Dupont, É. Heyer, M. Plane et X. Timbeau, 2002, « Le modèle France de l'OFCE. La nouvelle version : *e-mod.fr* », *Revue de l'OFCE*, avril.
- OFCE, Blot C., M. Cochard, F. Reynès, 2007, « L'euro fort est-il apprécié ? », *Revue de l'OFCE*, 103, octobre.
- OFCE, Blot C., M. Cochard, 2008a, « L'énigme des exportations revisitée. Que faut-il retenir des données de panel ? », *Revue de l'OFCE*, 106, juillet.
- OFCE, Cochard M, 2008b, « Le commerce extérieur français à la dérive », *Revue de l'OFCE*, 106, juillet.
- Pain, N., A. Mourougane, F. Sédillot et L. Le Foulmer, 2005, « The New OECD International Trade Model », *Economics Department Working Papers* 440 (Paris: OECD).
- Senhadji, A. et C. Montenegro, 1999, « Time Series Analysis of Export Demand Equations: A Cross country Analysis », *IMF Staff Papers*, vol. 46(3) : 259-273.
- Villetelle J-P. et D. Nivat, 2006, « Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », *Bulletin de la Banque de France*, 146 : 21-30.

ANNEXE

Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur

Tableau A1. Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme
du commerce extérieur pour la France

	Methodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P_X)	Prix des importations (P_M)
France					
Estimations des auteurs	Séries temporelles, MCE, 1980-2013	0,58	0,88	0,55	0,72
Modèle <i>Mésange</i> (2010)	Séries temporelles, MCE, 1980-2005				
Secteur manufacturier		0,60	0,86	0,33 (c)	0,5 (c)
Secteur non manufacturier		0,64	0,52	0,48 (c)	0,5 (c)
Modèle <i>Mimosa</i> (1996)	Séries temporelles, MCE, 1965-1992	0,66	0,63	0,41	0,63
Modèle <i>Nigem</i>	Séries temporelles	0,63	0,59		
OFCE, <i>emod.fr</i> (2002)	Séries temporelles, MCE, 1980-2000	0,57	0,58	0,55	0,30
<i>Euromon</i> (2006)	Séries temporelles, MCE, 1970-1999	0,88	0,33	0,35	0,80
OCDE, <i>Murata et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1983-1997	0,60			
OCDE, <i>Pain et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1982-2002	0,57	0,28	0,28	0,51
<i>Bahmani et al.</i> (1998)	Séries temporelles, MCE, 1960-1992	0,74	0,42		
<i>Senhadji et al.</i> (1999)	Séries temporelles, MCE, 1960-1993	0,02			
<i>Caporale et al.</i> (1999)	Johansen, DOLS, 1960-1992	0,08	0,23		
<i>Caporale et al.</i> (1999)	Johansen, ARDL, 1960-1992	0,04	0,18		
<i>Hooper et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1970-1998	0,20	0,40		
BCE, <i>di Mauro et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1992-2003	0,54			
Banco de Espana (2003)	Séries temporelles, MCE, 1975-2001	0,41			

Tableau A1 (suite). Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur pour la France

	Méthodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P_X)	Prix des importations (P_M)
France					
Bahmani <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, ARDL, 1973-1998	0,04	0,09		
Bourquart <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1980t3-2002t4	0,99	0,65		
Artus et Fontanié (2006)	Panel, MCQG, 1989-2003	0,58			
OFCE (2007)	Séries temporelles, MCE, 1980-2000	0,34			
OFCE (2008a)	Séries temporelles, MCE, 1980-2000	0,37			
OFCE (2008a)	Séries temporelles, VECM, 1983-2005	0,71			
OFCE (2008b)	Séries temporelles, MCE, 1983-2005	0,73			
Benett <i>et al.</i> (2008)	Séries temporelles, MCE, 1973-2006		0,35		
Algieri (2011)	Modèle composante inobservable, 78-2009	0,45			
Borey <i>et al.</i> (2013)	Séries temporelles, MCE	1,10 1995-2007	0,00 1980t3- 2011t4		
Héricourt <i>et al.</i> (2014)	Données entreprises, 1995-2005	0,51			

Tableau A2. Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur pour l'Allemagne

	Méthodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P _X)	Prix des importations (P _M)
Allemagne					
Estimations des auteurs	Séries temporelles, MCE, 1990-2013	0,42	0,79	0,31	0,77
Modèle <i>Mimosa</i> (1996)	Séries temporelles, MCE, 1965-1992	0,94	0,82	0,14	0,55
Modèle <i>Nigem</i>	Séries temporelles	0,55	0,28		
OCDE, Murata <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1976-1997	1,05			
OCDE, Pain <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1982-2002	0,47	0,33	0,18	0,65
<i>Euromon</i> (2006)	Séries temporelles, MCE, 1970-1999	0,77	0,10	0,21	0,78
Anderton (1991)	Séries temporelles, 1971-1988	0,27			
Bahmani-Oskooe <i>et al.</i> (1998)	Séries temporelles, MCE, 1960-1992	0,75	0,55		
Caporale <i>et al.</i> (1999)	Johansen, DOLS, 1960-1992	0,11	0,60		
Caporale <i>et al.</i> (1999)	Johansen, ARDL, 1960-1992	0,10	0,64		
Hooper <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1970-1998	0,30	0,06		
Banco de Espana (2003)	Séries temporelles, MCE, 1975-2001	1,08			
BCE, di Mauro <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1992-2003	0,42			
Bahmani <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, ARDL, 1973-1998	0,07	0,64		
Artus et Fontanié (2006)	Panel, MCQG, 1989-2003	0,61			
Benett <i>et al.</i> (2008)	Séries temporelles, MCE, 1973-2006		-0,04		
Algieri (2011)	Modèle composante inobservable, 78-2009	0,42			
Borey <i>et al.</i> (2013)	Séries temporelles, MCE	0,10 1995-2007	0,00 1991t2- 2012t3		

Tableau A3. Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur pour l'Italie

	Méthodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P_X)	Prix des importations (P_M)
Italie					
Estimations des auteurs	Séries temporelles, MCE, 1990-2013	0,56	0,57	0,44	0,67
Modèle <i>Mimosa</i> (1996)	Séries temporelles, MCE, 1965-1992	1,25	1,53	0,57	0,65
Modèle <i>Nigem</i>	Séries temporelles	0,49	0,73		
OCDE, Murata <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1976-1997	0,98			
OCDE, Pain <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1982-2002	0,60	0,37	0,41	0,55
<i>Euromon</i> (2006)	Séries temporelles, MCE, 1970-1999	0,70	0,31	0,58	0,76
Anderton (1991)	Séries temporelles, 1971-1988	0,32			
Senhadji <i>et al.</i> (1999)	Séries temporelles, MCE, 1960-1993	0,14			
Caporale <i>et al.</i> (1999)	Johansen, DOLS, 1960-1992	0,93	0,71		
Caporale <i>et alli</i> (1999)	Johansen, ARDL, 1960-1992	0,47	0,74		
Bahmani-Oskooe <i>et al.</i> (1998)	Séries temporelles, MCE, 1960-1992	0,66	0,43		
Hooper <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1970-1998	0,90	0,40		
Banco de Espana (2003)	Séries temporelles, MCE, 1975-2001	0,42			
BCE, di Mauro <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1992-2003	0,42			
Bahmani <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, ARDL, 1973-1998	0,33	0,01		
Artus et Fontanié (2006)	Panel, MCQG, 1989-2003	0,71			
Benett <i>et al.</i> (2008)	Séries temporelles, MCE, 1973-2006		0,09		
Algieri (2011)	Modèle composante inobservable, 78-2009	0,43			
Borey <i>et al.</i> (2013)	Séries temporelles, MCE	0,60 1991-2007	0,00 1993-2007		
Algieri (2014)	Séries temporelles, VECM, 1980-2012	0,70			

Tableau A4. Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur pour l'Espagne

	Méthodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P _X)	Prix des importations (P _M)
Espagne					
Estimations des auteurs	Séries temporelles, MCE, 1990-2013	0,95	0,81	0,53	0,76
Modèle <i>Nigem</i>	Séries temporelles	0,31	0,82		
OCDE, Murata <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1976-1997	1,40			
OCDE, Pain <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1982-2002	1,05	0,60	0,28	0,82
<i>Euromon</i> (2006)	Séries temporelles, MCE, 1970-1999	0,70	0,38	0,33	0,75
Caporale <i>et al.</i> (1998)	Johansen, DOLS, 1960-1992	1,93	0,75		
Caporale <i>et al.</i> (1998)	Johansen, ARDL, 1960-1992	1,22	0,80		
Senhadji <i>et al.</i> (1999)	Séries temporelles, MCE, 1960-1993	0,18			
Bahmani-Oskooe <i>et al.</i> (1998)	Séries temporelles, MCE, 1960-1992	0,76	0,77		
Banco de Espana (2003)	Séries temporelles, MCE, 1975-2001	1,26			
BCE, di Mauro <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1992-2003	0,58			
Bahmani <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, ARDL, 1973-1998	1,08	3,60		
Artus et Fontanié (2006)	Panel, MCQG, 1989-2003	1,01			
Benett <i>et al.</i> (2008)	Séries temporelles, MCE, 1973-2006		0,28		
Borey <i>et al.</i> (2013)	Séries temporelles, MCE	1,00	-		
Algieri (2011)	Modèle composante inobservable, 78-2009	0,78			
Algieri (2014)	Séries temporelles, VECM, 1980-2012	2,05			

**Tableau A5. Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme
du commerce extérieur pour le Royaume-Uni**

	Méthodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P_X)	Prix des importations (P_M)
Royaume-Uni					
Estimations des auteurs	Séries temporelles, MCE, 1980-2013	0,73	0,55	0,53	0,80
Modèle <i>Mimosa</i> (1996)	Séries temporelles, MCE, 1965-1992	0,70	1,33	0,25	0,59
Modèle <i>Nigem</i>	Séries temporelles	0,47	0,43		
OCDE, Murata <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1976-1997	1,58			
OCDE, Pain <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1982-2002	0,60	0,28	0,47	0,79
<i>Euromon</i> (2006)	Séries temporelles, MCE, 1970-1999	0,72	0,32	0,33	0,83
Anderton (1991)	Séries temporelles, 1971-1988	0,47			
Caporale <i>et al.</i> (1998)	Johansen, DOLS, 1960-1992	0,19	0,27		
Caporale <i>et al.</i> (1998)	Johansen, ARDL, 1960-1992	0,29	0,63		
Senhadji <i>et al.</i> (1999)	Séries temporelles, MCE, 1960-1993	0,35			
Bahmani-Oskooe <i>et al.</i> (1998)	Séries temporelles, MCE, 1960-1992	0,36	0,28		
Hooper <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1970-1998	1,60	0,60		
Bahmani <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, ARDL, 1973-1998	3,53	1,17		
Artus et Fontanié (2006)	Panel, MCQG, 1989-2003	0,79			
Algieri (2011)	Modèle composante inobservable, 78-2009	0,44			
Borey <i>et al.</i> (2013)	Séries temporelles, MCE	0,50 1991t4- 2005	0,40 1991t1- 2005t1		

Tableau A6. Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur pour les États-Unis

	Méthodologie	Exportations (X)	Importations (M)	Prix des exportations (P_X)	Prix des importations (P_M)
États-Unis					
Estimations des auteurs	Séries temporelles, MCE, 1990-2013	0,74	0,72	0,27	0,63
Modèle <i>Mimosa</i> (1996)	Séries temporelles, MCE, 1965-1992	0,91	1,44	0,09	0,50
Modèle <i>Nigem</i>	Séries temporelles	0,52	0,91		
OCDE, Murata <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1976-1997	0,56			
OCDE, Pain <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, MCE, 1982-2002	0,60	0,33	0,08	0,36
<i>Euromon</i> (2006)	Séries temporelles, MCE, 1970-1999	0,80	0,73	0,43	0,83
Anderton (1991)	Séries temporelles, 1971-1988	0,65			
Caporale <i>et al.</i> (1998)	Johansen, DOLS, 1960-1992	0,63	0,53		
Caporale <i>et al.</i> (1998)	Johansen, ARDL, 1960-1992	1,36	0,23		
Senhadji <i>et al.</i> (1999)	Séries temporelles, MCE, 1960-1993	0,73			
Bahmani-Oskooe <i>et al.</i> (1998)	Séries temporelles, MCE, 1960-1992	1,60	0,34		
Hooper <i>et al.</i> (2000)	Séries temporelles, MCE, 1970-1998	1,50	0,30		
Bahmani <i>et al.</i> (2005)	Séries temporelles, ARDL, 1973-1998	2,35	1,53		
Artus et Fontanié (2006)	Panel, MCQG, 1989-2003	0,78			
Algieri (2011)	Modèle composante inobservable, 78-2009	0,41			

LA DÉVALUATION PAR LES SALAIRES DANS LA ZONE EURO

UN AJUSTEMENT PERDANT-PERDANT

Sabine Le Bayon, Mathieu Plane, Christine Riffart, Raul Sampognaro¹

Dans de nombreux pays européens, l'emploi s'est fortement réduit depuis le début de la crise, ce qui a pesé sur la dynamique des salaires et généré des pressions désinflationnistes. Ce mouvement a été favorisé par la mise en œuvre de réformes structurelles flexibilisant le marché du travail et l'adoption de mesures fiscales réduisant le coût du travail. Dans ce contexte de chômage élevé et d'écart de production important, le risque est grand de basculer dans une spirale déflationniste.

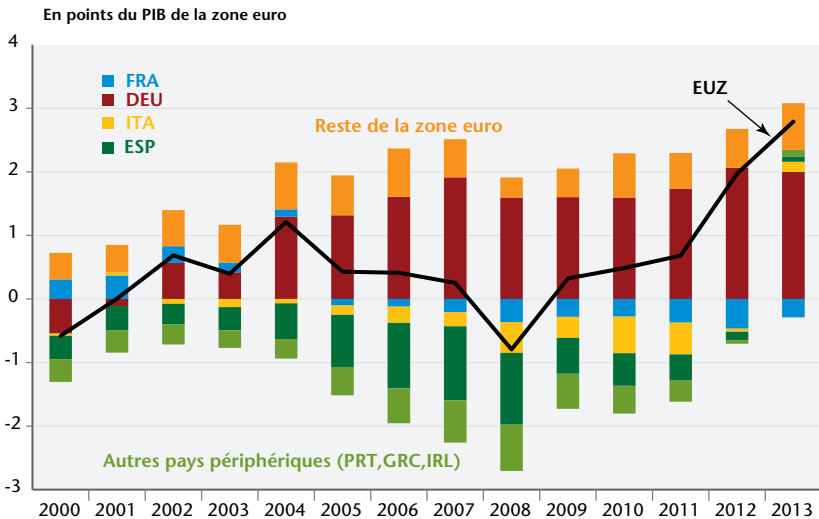
La normalisation des balances courantes *via* la réduction des salaires dans les pays avant-crise déficitaires, accentuée par les réformes engagées, n'apparaît pas être une stratégie pertinente dans une zone euro en crise. D'une part, cette réduction des CSU quasi-généralisée modifie peu *in fine* les CSU relatifs et donc la compétitivité relative des économies. Ainsi, les gains de parts de marché à l'exportation sont faibles et ne suffisent pas à compenser la faiblesse de la demande interne. D'autre part, les réformes structurelles visant à fluidifier le marché du travail risquent de fragiliser les plus jeunes et des moins diplômés sur le marché du travail (déjà les plus affectés par la hausse du chômage depuis 2008) tandis que les plus qualifiés et les plus expérimentés seront toujours favorisés, notamment par le maintien sur le marché de l'emploi. Ainsi, la segmentation du marché du travail entre d'une part les actifs les mieux intégrés et d'autre part, les actifs les plus exposés ne diminuerait pas et accroîtrait les inégalités si les protections sociales étaient réduites.

Dans un contexte de besoin de désendettement, la neutralisation des mécanismes déflationnistes est donc cruciale pour éviter la hausse de la valeur réelle des dettes et des taux d'intérêt. Une coordination des politiques salariales au niveau européen semble essentielle. Si les pays affichant un excédent courant favorisaient une hausse des salaires supérieure à celle de leurs partenaires déficitaires, les coûts relatifs convergeraient. Ceci permettrait de réduire les déséquilibres courants entre pays de la zone euro, éviterait le risque de déflation, notamment dans les pays périphériques, et favoriserait la demande intérieure dans les pays en surplus.

1. Nous remercions Guillaume Allègre pour les données qu'il nous a fournies.

Lors du déclenchement de la crise financière de 2008, à l'exception de l'Allemagne, les grandes économies de la zone euro présentaient un déficit courant. Pour certains pays (Espagne, Italie mais aussi Irlande, Portugal et Grèce), celui-ci était particulièrement important (graphique 1). Avec la crise financière, les investisseurs ont modifié leur évaluation du niveau du risque. Le phénomène s'est accentué lors de la seconde phase de la crise avec l'apparition des tensions sur les marchés des dettes souveraines de certains pays de la zone euro, révélant un arrêt des flux de capitaux au sein de la zone euro des pays excédentaires vers les pays déficitaires, contribuant à la divergence des performances économiques de la zone euro. Dans ce contexte, le choc macroéconomique s'est traduit par une forte hausse du chômage dans de nombreux pays, exerçant une pression à la baisse sur les salaires. En 2013, tous les pays de la zone euro présentaient un excédent courant à l'exception de la France, de la Belgique et de la Finlande. Tous les pays qui étaient fortement déficitaires en 2008 ont cessé de l'être. L'Allemagne a légèrement amélioré son excédent depuis 2008 (à 2 points de PIB de la zone euro en 2013) et les Pays-Bas ont largement accru le leur (de 4,3 en 2008 à plus de 10 points de PIB en 2013).

Graphique 1. Balances courantes dans la zone euro



Pour Buti et Turrini (2012)², cet ajustement marquerait le succès de la stratégie de désinflation compétitive dans les pays initialement déficitaires, le choc sur l'emploi ayant induit une modération salariale importante, amplifiée par les réformes structurelles. Selon eux, au fur et à mesure que la situation conjoncturelle se normalise en zone euro, ce serait essentiellement les réformes structurelles qui permettraient la poursuite de l'ajustement, en réduisant la rigidité à la baisse des salaires à travers une négociation décentralisée et la flexibilisation des marchés de l'emploi et des biens. Deux ans après la réalisation de ce diagnostic, il est frappant de constater à quel point, dans un contexte de chômage de masse, ce type de stratégie avait sous-estimé le risque d'entrée en déflation.

Au sein de la zone euro, en l'absence de possibilité d'ajustement du taux de change entre pays partenaires, la correction des déséquilibres aurait pu se faire par le haut, à savoir par une meilleure coordination des stratégies de compétitivité, alliée à des politiques de relance par les revenus dans les pays les mieux positionnés (hausse des salaires minimums, renforcement de la protection sociale, ...). Ceci aurait permis des ajustements moins douloureux dans les pays moins compétitifs. L'ajustement s'est fait au contraire par le bas, *via* la recherche de réduction des coûts salariaux. Les pays présentant les plus forts déficits courants ont connu à la fois une baisse des coûts salariaux et une hausse du chômage. Cette baisse provient soit des dévaluations compétitives, directement par le biais de mesures fiscales visant à réduire le coût du travail ou de réformes structurelles flexibilisant le marché du travail, ou indirectement, par la pression à la baisse exercée sur les salaires par le chômage de masse. Dans ce contexte de chômage élevé, d'écart de production important et de fort ralentissement de l'inflation depuis 2011, le risque de la réduction des coûts salariaux est d'alimenter les pressions déflationnistes déjà installées dans les pays les plus en crise et de creuser encore davantage le lit d'une croissance molle. Cette stratégie d'ajustement par les coûts n'est pas non plus sans conséquence sur la dynamique de la demande intérieure. La baisse de la demande intérieure contracte la production et donc réduit l'emploi, et accroît le chômage, ce qui à son tour fait pression sur les salaires. Ceci risque de plonger durablement les populations les plus

2. Buti et Turrini, 2012, « Slow but steady ? Achievements and shortcomings of competitive disinflation within the Euro Area », *ECFIN Economic Brief*, 16, novembre 2012.

fragiles (les plus jeunes, les moins diplômés, les emplois précaires, ...) dans une situation d'exclusion ou de précarisation par rapport au marché du travail.

L'objet de cette étude est de faire le point sur ce processus de « dévaluation intérieure » par les coûts salariaux (l'emploi et les salaires) mis en place en zone euro et de montrer en quoi cette compétition ciblée sur l'ajustement par l'emploi et les salaires peut conduire, non pas tant à redresser nos comptes courants par une meilleure compétitivité et un rebond à l'exportation mais à étouffer la demande intérieure en favorisant des tendances récessives. Nous ferons d'abord un état des lieux de la situation sur le marché du travail et de l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux et réels. Puis nous nous intéresserons, à l'aide de données microéconomiques, à la façon dont la crise a touché les salariés en fonction de leurs caractéristiques socio-démographiques. Nous reviendrons sur les réformes structurelles et sur l'impact que l'on peut en attendre sur le fonctionnement du marché du travail en période de crise.

1. Un ajustement sévère sur le marché du travail, d'abord sur l'emploi puis sur les salaires

En septembre 2014, la zone euro compte 7 millions de chômeurs supplémentaires par rapport à mars 2008, date à laquelle le chômage a commencé à augmenter. La dégradation du marché de l'emploi a été rapide et marquée au début de la crise financière, le taux de chômage de la zone euro étant passé de 7,2 % au premier trimestre 2008 à 10 % deux ans plus tard. Après une période de relative stabilité, il a recommencé à augmenter au troisième trimestre 2011, au moment du déclenchement des tensions sur les dettes souveraines de certains pays de la zone euro, pour atteindre 12 % au troisième trimestre 2013. Si une certaine décreue est observée depuis lors, les stigmates de la crise sur le marché de l'emploi devraient perdurer longtemps. Ainsi, nous prévoyons une faible réduction du taux de chômage : de 11,5 % à l'automne 2014, il pourrait atteindre 11,1 % à la fin de l'année 2015. À ce rythme-là, il faudrait encore près de dix ans à la zone euro pour retrouver son niveau de taux de chômage d'avant-crise.

Selon les résultats de l'enquête *Wage Dynamics Network* réalisée par la BCE³, 66 % des firmes de 9 pays de l'Union européenne⁴

auraient répondu au choc de la crise par une réduction des coûts. Cette proportion augmente à 78 % si le choc de demande subi est jugé important et à 94 % si en plus la firme subit des contraintes de crédit. Parmi les firmes déclarant diminuer leurs coûts, les deux tiers l'ont fait en baissant les coûts liés au travail⁵ malgré la quasi-impossibilité de modifier les salaires : seulement 1 % des firmes auraient modifié les salaires de base, 10 % auraient réduit la partie flexible des rémunérations. Ainsi, au début de la crise, les firmes ont essentiellement réagi par une diminution du niveau de l'emploi, ce qui s'est traduit par la très forte hausse du taux de chômage.

La dégradation de la situation sur le front de l'emploi est particulièrement visible dans certains pays périphériques de la zone euro (graphique 2). Selon les dernières données disponibles sur 2014, le taux de chômage est de 26,9 % en Grèce (+18,8 points par rapport au premier trimestre 2008), 24,2 % en Espagne (+15,1 points), 13,8 % au Portugal (+5,6 points). En Italie, il se situe à 12,5 %, après une hausse de 6 points. Dans ce contexte très dégradé, l'Allemagne se distingue avec une baisse de chômage de 2,9 points, ramenant le taux à 5,0 % de la population active.

Au cours de la première phase de la crise, l'ajustement a pris la forme d'une contraction de l'emploi qui, après un certain délai, a pesé sur les conditions de revalorisation salariale, conformément à ce que suggère une courbe de Phillips. Au niveau national, la modération des salaires nominaux est d'autant plus forte que la hausse du chômage a été importante (graphique 3).

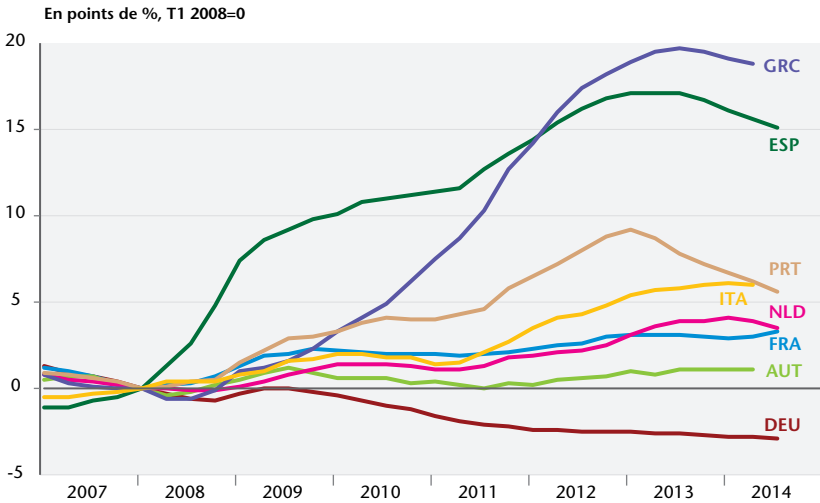
Avant la crise, les salaires nominaux étaient plus dynamiques dans les pays périphériques (+3,6 % en moyenne pendant la période 2000-2007) que dans les pays cœurs (+2,3 %) (graphique 4). Cette situation s'est inversée après 2010. On a alors observé un ralentissement des rémunérations nominales dans les pays périphériques de la zone euro, qui croissent désormais à un rythme moyen de 0,8 %, tandis que dans les pays cœurs de la zone, la hausse s'établit légèrement au-dessus de son niveau d'avant-crise (+2,6 %). Selon Buti et Turrini, ce renversement de la dynamique des salaires serait un des moteurs du rééquilibrage des soldes courants de la zone euro.

3. Lamo, 2013, « Firms' adjustment during times of crisis », *ECB Research Bulletin*, 18.

4. Belgique, République tchèque, Estonie, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche et Pologne.

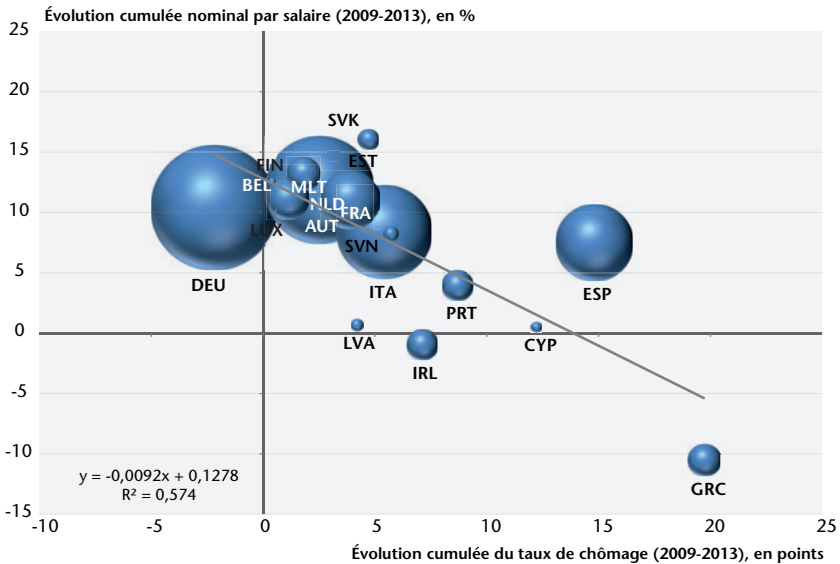
5. En France cette grandeur s'établit à 74 %.

Graphique 2. Variation du taux de chômage par rapport au premier trimestre 2008



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Graphique 3. Évolution du taux de chômage et des salaires nominaux par salarié



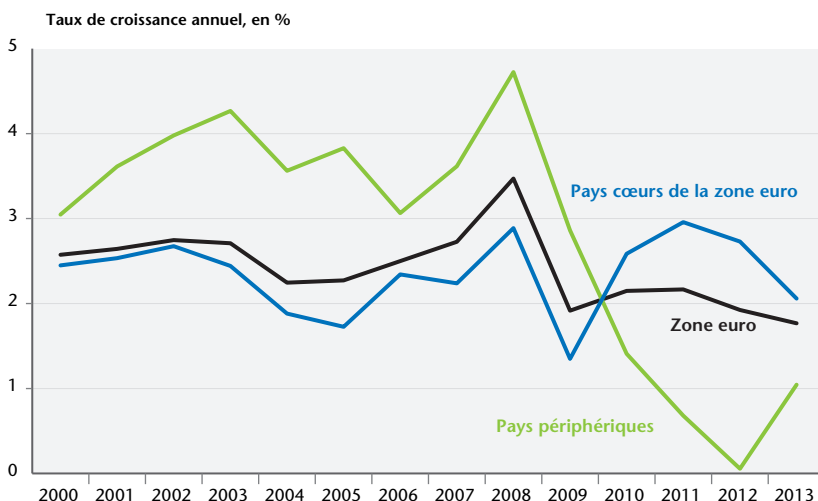
Note : La taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro.

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Parmi les quatre principales économies de la zone euro, les évolutions salariales sont aussi hétérogènes. Par rapport à l'avant-

crise, le ralentissement est très marqué en Espagne et en Italie. Les salaires nominaux stagnent en Espagne depuis 2010 (alors qu'ils augmentaient de 3,7 % par an avant la crise) et en Italie (+0,4 % depuis 2010 après +3,0 % avant la crise).

Graphique 4. Évolution des rémunérations nominales par salarié dans l'ensemble de l'économie



Note de lecture : le groupe des pays périphériques comprend l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce et les pays retenus au cœur de la zone sont la France, l'Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande. Au sein de chaque groupe, les évolutions par pays sont pondérées selon le poids de leur PIB nominal.

Sources : Ameco, calculs OFCE.

En France, les salaires augmentent à un rythme légèrement inférieur à celui d'avant-crise tandis que l'Allemagne se distingue par l'accélération des salaires (encadré 1). Ces derniers évoluent désormais comme les salaires français (+2,5 % contre +1,0 % entre 2000 et 2007, tableau 1). Si l'accélération des salaires allemands peut contribuer au rééquilibrage de la zone euro, leur progression reste relativement contenue dans un contexte de plein-emploi.

Tableau 1. Évolution des rémunérations nominales par salarié

Taux de croissance moyen annuel, en %

	FRA	DEU	ESP	ITA
2000-2007	2,8	1,0	3,7	3,0
2008-2009	2,2	1,2	2,1	2,5
2010-2013	2,4	2,5	0,0	0,4

Sources : Ameco, calculs OFCE.

Encadré 1. Les différents éléments derrière l'accélération des salaires allemands

L'accélération des salaires depuis 2008, après plus d'une décennie de modération salariale, a plusieurs sources. La première est conjoncturelle et liée à la situation exceptionnelle sur le marché du travail, avec le taux de chômage le plus faible depuis la réunification. Au vu des marges élevées des entreprises, les salariés ont réclamé et obtenu ces dernières années lors des négociations salariales de branche, y compris dans les administrations publiques, des augmentations pérennes de salaires mais aussi des primes. La seconde est liée aux réformes de 2008 et de 2014 sur l'extension des conventions collectives et l'introduction d'un salaire minimum légal. La réforme de 2008 de la Loi sur le travail détaché a facilité le développement de la procédure d'extension. Le fait que la loi de juillet 2014 prévoit l'entrée en vigueur d'un salaire minimum interprofessionnel de 8,50 euros au 1^{er} janvier 2015 pour les seuls salariés non couverts par une convention collective a incité les partenaires sociaux à négocier dès fin 2013 des conventions collectives avec une convergence du salaire conventionnel minimum vers 8,50 euros au plus tard au 1^{er} janvier 2017, date limite à laquelle le salaire légal s'appliquera à tous les salariés. On a donc assisté à la négociation de l'introduction ou de la revalorisation des salaires minima dans plusieurs branches à bas salaires, notamment celle de la viande et des abattoirs ou celle des travailleurs agricoles. Ces conventions collectives ont été ou seront étendues à l'ensemble des entreprises du secteur *via* la procédure d'extension légale. Avec 15 conventions collectives sectorielles étendues par l'État à l'ensemble des entreprises du secteur, l'extension obligatoire concerne actuellement 4,2 millions de salariés. En 2015, avec l'entrée en vigueur de l'extension dans le secteur de l'agriculture, de l'exploitation forestière et de l'horticulture, 750 000 salariés supplémentaires seront touchés. Pour mémoire, en 2008, seules 5 conventions étaient étendues. Enfin, une dernière raison à la hausse des salaires, plus spécifique, tient à l'augmentation du plafond mensuel de rémunération des mini-jobs en 2013 (de 400 à 450 euros) qui a entraîné une forte progression pour une partie des salariés en mini-jobs (avec une augmentation des heures travaillées).

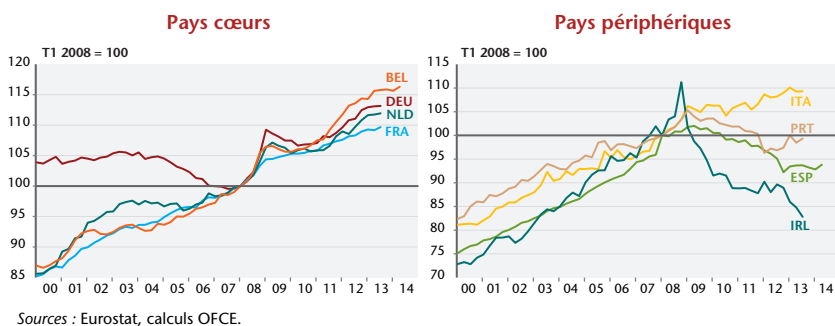
État des lieux sur l'évolution des coûts salariaux unitaires

Les coûts salariaux unitaires (CSU)⁶ permettent d'évaluer l'impact simultané de l'ajustement de l'emploi et des salaires sur la compétitivité une fois prise en compte la productivité. Après une

6. Les CSU sont égaux au ratio entre la rémunération par tête et la productivité des salariés. Dans l'étude, le terme de salaire devra être compris au sens de rémunération.

première période de dégradation des CSU du fait de la chute de l'activité au regard de l'ajustement de l'emploi, les entreprises se sont adaptées. Ainsi, dès 2009, les pays les plus affectés par les tensions financières comme l'Espagne, le Portugal ou l'Irlande ont réduit sensiblement leurs CSU nominaux (graphique 5) tandis que, malgré un certain ralentissement, ceux-ci ont continué à augmenter en Italie. En revanche, les pays plus préservés des tensions sur les taux souverains ont connu une hausse de leurs coûts salariaux unitaires, y compris en Allemagne après une décennie de stagnation.

Graphique 5. Évolution des CSU dans les pays cœurs et périphériques de la zone euro



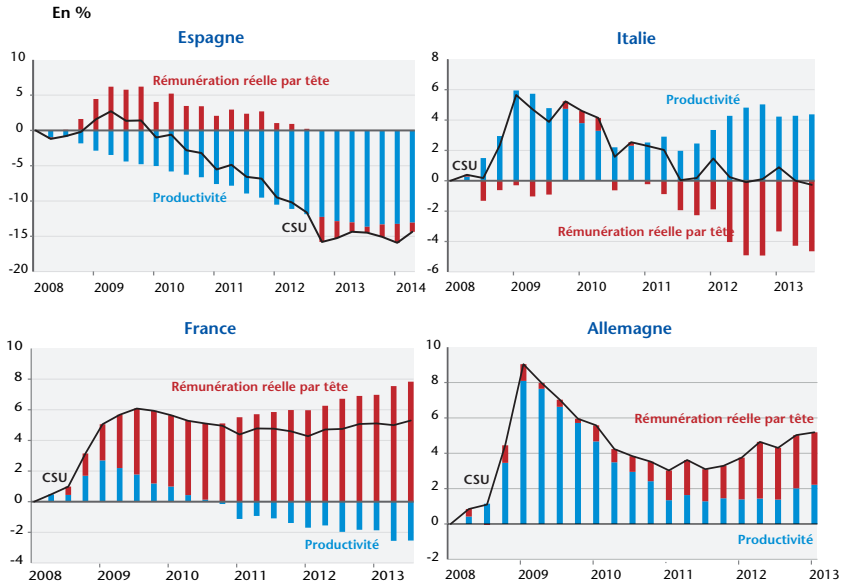
En ce qui concerne les coûts salariaux unitaires réels, le constat d'une forte modération salariale est encore plus général (graphique 6). En Espagne, l'ajustement est particulièrement important (-14 % depuis début 2008). Il reflète la très forte hausse de la productivité du travail (13 points de l'ajustement s'expliquent par ce mécanisme) en lien avec la baisse de l'emploi. Dans un contexte de chômage de masse, cette hausse de la productivité n'a pas conduit à une hausse des salaires réels, bien au contraire. Depuis son pic de 2009, la rémunération réelle par tête des salariés espagnols a reculé de 6 points.

Les salariés transalpins ont aussi subi des pertes de pouvoir d'achat de l'ordre de 5 points depuis début 2008. Toutefois, la réduction des CSU réels n'est pas aussi importante qu'en Espagne en raison des pertes de productivité depuis le début de la crise. Le déficit de productivité en Italie date de la moitié des années 1990 et constitue un frein important à la croissance et à la compétitivité.

Si comme il a été signalé ci-dessus, les salaires ont accéléré en Allemagne depuis le début de la crise, leur dynamisme est masqué

par les forts gains de productivité réalisés depuis 2009. En effet, si au début de la crise, la gestion du temps de travail a permis de préserver l'emploi, depuis 2009 les entreprises récupèrent les pertes de productivité encaissées en 2008, ce qui se traduit par une hausse des salaires réels inférieure aux gains de productivité. En France, les salaires réels ont augmenté en 2008 alors que les entreprises perdaient en productivité. Mais depuis 2009, les CSU réels en France sont relativement stables traduisant le fait que la productivité croît au même rythme que les salaires réels.

Graphique 6. Évolution cumulée des CSU réels (déflatés par l'IPC) corrigés de la non salarisation depuis 2008



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

2. L'ajustement serait concentré essentiellement sur les populations les plus fragiles et passerait par l'ajustement du temps de travail

La crise a affecté de façon plus importante les populations les plus fragiles

Les données macroéconomiques analysées dans la première partie masquent pourtant de profondes inégalités au sein de la population. Le marché du travail reste segmenté selon certaines

caractéristiques individuelles comme le diplôme, le genre ou la catégorie d'âge. Or, depuis le déclenchement de la crise, toutes les populations ne sont pas affectées de façon homogène. Ainsi, les populations les plus fragiles ont comparativement le plus souffert alors que les salariés les mieux intégrés au marché de l'emploi (les *insiders*) ont plutôt bien résisté à la crise.

Il est possible d'observer que dans les pays au cœur de l'union, moins touchés par la crise, le taux d'emploi est resté mieux orienté pour les diplômés du supérieur que pour les non-diplômés ou les diplômés du secondaire (tableau 2). Ceci devrait contribuer spontanément à la hausse du salaire moyen du fait d'un effet de composition et masque de ce fait l'ampleur de la modération salariale dans les chiffres macroéconomiques. En revanche, dans les pays périphériques, ayant plus fortement subi les impacts de la crise, la dégradation du taux d'emploi est à peu près comparable pour tous les niveaux de qualification, même s'il existe une hiérarchisation dans l'intensité de cette dégradation en fonction du niveau de diplôme, sauf pour l'Italie et la Grèce.

Tableau 2. Taux d'emploi par niveau de diplôme

	Sans diplôme du secondaire		Diplôme du secondaire		Diplôme du supérieur	
	Taux d'emploi au T2 2014	Évolution depuis le T1 2008	Taux d'emploi au T2 2014	Évolution depuis le T1 2008	Taux d'emploi au T2 2014	Évolution depuis le T1 2008
Pays cœurs						
DEU	45,3	-0,5	77,8	4,6	87,6	2,1
FRA	41,4	-5,3	66,8	-2,2	81,7	0,8
BEL	35,6	-3,8	64,4	-4,2	81,9	-1,5
NDL	56,2	-5,6	76,5	-3,6	87,4	-0,3
Pays périphériques						
ESP	43,9	-12,9	56,1	-11,8	75,8	-6,6
ITA	41,7	-3,3	63,0	-4,9	75,0	-4,4
IRL	33,6	-14,6	62,3	-10,9	80,2	-5,4
GRC	38,5	-12,5	47,3	-13,0	68,0	-14,1
PRT	55,1	-10,6	66,6	1,4	79,8	-4,9

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Un constat similaire peut être établi en ce qui concerne le taux d'emploi par catégorie d'âge. La forte baisse du taux d'emploi pour les jeunes, générale – y compris en Allemagne, pays où le marché

de l'emploi est resté dynamique – et massive dans les pays périphériques, contraste avec la hausse du taux d'emploi des *seniors* (tableau 3).

Cette résistance de l'emploi des *seniors*, dans un contexte de dégradation générale du marché de l'emploi, s'expliquerait par les effets des réformes des systèmes de retraite introduites au cours des dernières années, et le coût élevé de licenciement des *seniors* pour l'entrepreneur. De ce fait, la hausse de leur taux d'emploi est non seulement visible dans les pays au cœur de la zone mais aussi dans certains pays périphériques comme en Italie. Or, parce que le salaire des *seniors* est en moyenne supérieur à celui des jeunes, l'évolution de la composition par âge de la population en emploi contribue à la hausse des salaires qui ressort des données macroéconomiques.

Tableau 3. Taux d'emploi par tranche d'âge

	15 à 24 ans		25 à 54 ans		55 à 64 ans	
	Taux d'emploi au T2 2014	Évolution depuis le T1 2008	Taux d'emploi au T2 2014	Évolution depuis le T1 2008	Taux d'emploi au T2 2014	Évolution depuis le T1 2008
Pays cœurs						
DEU	44,7	-2,5	83,4	3,3	65,2	12,8
FRA	28,6	-2,1	80,8	-1,9	47,1	9,5
BEL	22,1	-5,4	79,1	-1,5	43,7	9,1
NDL	60,6	-7,4	81,7	-4,6	60,5	8,8
Pays périphériques						
ESP	16,5	-20,1	67,5	-9,1	44	-1,2
ITA	15,7	-8,5	67,8	-5,4	45,8	12,7
IRL	27,2	-19,8	72,3	-6,1	52,6	-1,9
GRC	13,4	-9,3	62,4	-13,0	34,0	-8,8
PRT	21,2	-13,1	77,6	-4,0	47,8	-2,4

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

La prise en compte des effets de structure suggère une modération salariale plus importante

L'évaluation globale de ces effets de composition nécessite l'utilisation de données au niveau microéconomique. Selon une étude de la BCE (2012)⁷ portant sur la dynamique salariale au début

7. BCE, 2012, « Euro Area Labor Markets and the Crisis », *Occasional Papers Series*, n° 138, Octobre 2012.

de la crise, les effets de composition identifiés ci-dessus ont eu un effet positif sur l'évolution du salaire réel moyen malgré une baisse des salaires réels à caractéristiques données. Ceci est constaté simultanément dans des pays au cœur de la zone euro (Allemagne, France, Belgique) comme pour certains pays périphériques (Italie). Parmi les pays étudiés, seuls les salaires portugais conservaient leur tendance à la hausse, lorsque les caractéristiques de l'emploi étaient contrôlées. Mais ce dernier constat serait vraisemblablement modifié avec des données postérieures à 2010.

En Espagne, pays où la modération salariale a été particulièrement prononcée, les effets de composition auraient, selon une étude de la Banque d'Espagne⁸, contribué à la hausse des salaires réels dans le secteur privé à hauteur de 1,3 point par an au cours de la période 2008-2012. Cet effet reste cependant insuffisant pour empêcher la réduction des salaires réels observée depuis 2010.

En France, selon Verdugo (2013)⁹, les effets de composition expliqueraient la résistance du salaire moyen français au niveau macroéconomique. Selon les calculs de l'auteur, à composition constante, les salaires moyens auraient reculé de 0,8 point entre 2008 et 2011. Ce serait donc bien la modification des caractéristiques de la main-d'œuvre qui expliquerait la hausse des salaires réels sur la période (voir graphique 6). Cette vision est nuancée par Audenaert, Bardaji, Lardeux, Orand et Sicsic (2014)¹⁰ pour qui les salaires réels moyens purgés des effets de composition seraient restés orientés à la hausse entre 2009 et 2012 (+1,1 % en moyenne annuelle) mais moins vite qu'avant la crise (+2,4 % entre 2005-2008). Toutefois, l'effet de composition augmente sensiblement à partir de 2010.

Au-delà de l'évolution des salaires, l'ajustement passe essentiellement par la réduction de l'emploi et du temps de travail

La comparaison entre 2009 et 2012 des salaires annuels par décile sur l'ensemble de la population salariée et sur la population

8. Puente et Galan, 2014, « Un analisis de los efectos composición sobre la evolución de los salarios », *Boletín Económico*, Banco de España, février 2014.

9. Verdugo, 2013, « Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », *Bulletin de la Banque de France*, 192, 2^e trimestre 2013.

10. Audenaert, Bardaji, Lardeux, Orand et Sicsic, 2014, « Wage resilience in France since the Great Recession », *Document de Travail de l'Insee*, 2014/11, octobre 2014.

salariée à plein temps toute l'année, nous permet de savoir sur quelles tranches de revenu et sur quelle partie des salariés (ceux à plein temps ou ceux à temps partiel) l'ajustement a porté.

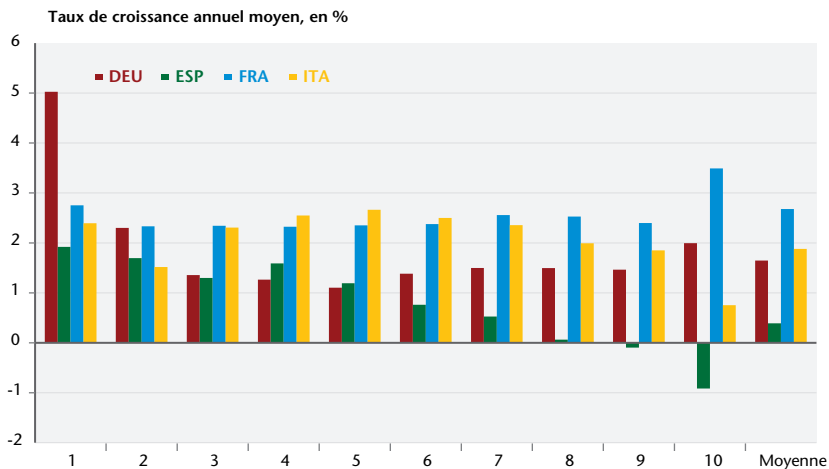
Ainsi, concernant les seuls salariés travaillant à plein temps toute l'année, on observe un dynamisme des revenus salariaux plus fort en France et en Italie qu'en Allemagne. En France, toutes les tranches de revenus salariaux connaissent une évolution proche, le dernier décile enregistrant la plus forte hausse. En Italie, ce sont surtout les salariés du deuxième décile et ceux des tranches supérieures qui ont connu les plus faibles hausses. En Allemagne, à l'exception des deux premières tranches de salaires et de la tranche de revenu la plus élevée, les autres catégories sont celles dont le salaire a le moins augmenté (graphique 7). Le faible dynamisme des bas salaires français semblerait en décalage par rapport aux effets attendus du SMIC sur le bas de la distribution.

À l'inverse, en Espagne, pour les salariés à temps plein ayant une activité tout au long de l'année, la dynamique des revenus salariaux a été d'autant plus faible que le niveau des salaires était élevé. Cela pourrait laisser suggérer que ce sont les rémunérations flexibles, type primes, qui auraient permis de réaliser l'ajustement du niveau des salaires. En revanche, le fort dynamisme des très bas salaires allemands pourrait être expliqué par une plus forte sensibilité des bas salaires à la réduction du chômage. En outre, l'évolution des revenus salariaux au travers des différents déciles serait plus homogène en France et en Italie, pays réputés pour le faible niveau de décentralisation des négociations salariales.

Si la croissance des revenus salariaux annuels du premier décile est supérieure dans les différents pays à celle du salaire moyen, le diagnostic change en analysant les évolutions de la distribution de l'ensemble des revenus salariaux, temps partiel compris (graphique 7 bis). Il en ressort une baisse des revenus salariaux en Espagne, France et Italie très marquée sur les premiers déciles de revenus (voir encadré 2 pour le cas espagnol). Ceux-ci auraient baissé pour les deux premiers déciles en France, pour les trois premiers en Italie et pour les quatre premiers en Espagne. D'une part, ceci pourrait s'expliquer par les ajustements subis par les bas salaires sur la durée du travail annuelle – soit à travers le développement du temps partiel ou de contrats temporaires de plus courte durée, qui peuvent augmenter les périodes de chômage. D'autre part, ceci peut provenir du ralentis-

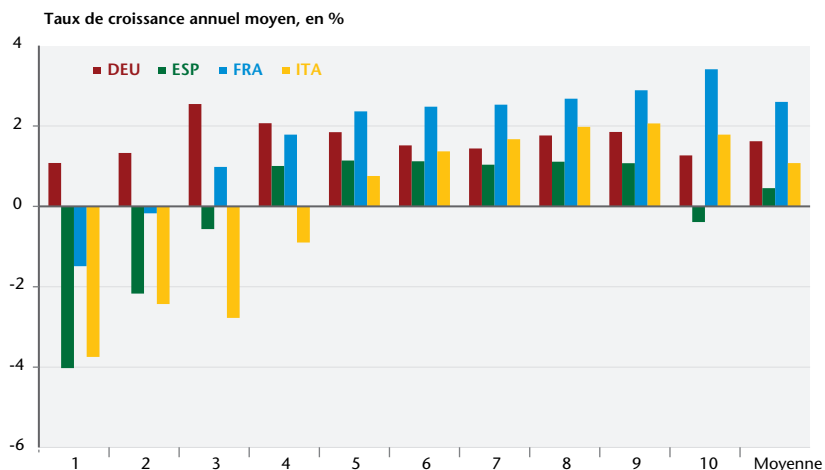
sement, voire de la baisse, des salaires lors des phases de transition entre deux postes, comme le suggère le cas espagnol (encadré 2). Ces deux types d'ajustement peuvent se cumuler, notamment si les transitions entre emplois sont multipliées par le raccourcissement des contrats temporaires, affectant fortement la rémunération moyenne des salariés des premiers déciles de la distribution.

Graphique 7. Évolution des revenus salariaux par décile pour les salariés à temps complet de 2009 à 2012



Sources : Eurostat EU-SILC, calculs OFCE.

Graphique 7 bis. Évolution des revenus salariaux par décile pour tous les salariés confondus de 2009 à 2012

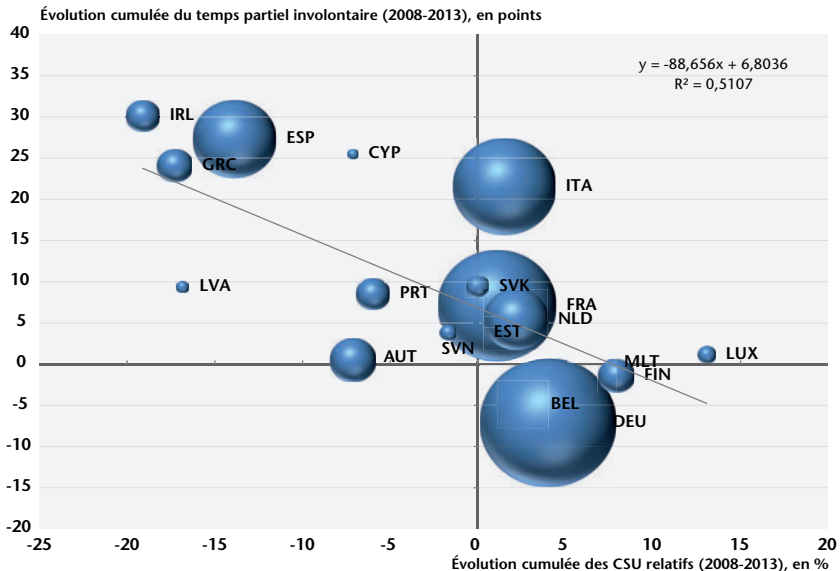


Sources : Eurostat EU-SILC, calculs OFCE.

Au regard de ces deux graphiques, il est vraisemblable que la durée du travail annuelle ait évolué de façon très différente tout comme le pouvoir de renégociation des salariés entre les transitions entre deux postes, selon le niveau de salaire et donc de qualification, avec une forte baisse pour les premiers déciles et une hausse pour les déciles les plus élevés. L'Allemagne semble encore faire figure d'exception dans ce schéma, où ce sont les classes moyennes basses (déciles allant de 3 à 5) qui semblent avoir le plus bénéficié de la dynamique salariale en raison d'un allongement potentiel de la durée du travail.

Cette modulation du temps de travail en défaveur des *outsiders* (c'est-à-dire ceux qui sont exclus du noyau dur des salariés à plein temps) se traduit non seulement par une diminution de la quantité de travail mais aussi par une baisse de la qualité des emplois disponibles. Par exemple, les pays ayant connu la plus forte baisse de leur CSU sont aussi ceux qui ont vu la part de l'emploi à temps partiel involontaire le plus augmenter (graphique 8).

Graphique 8. Évolution du taux de temps partiel involontaire et des CSU relatifs dans la zone euro



Note : La taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro.

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Encadré 2. Un focus sur les salaires espagnols à l'aide des données microéconomiques nationales

Les résultats de l'enquête annuelle sur la structure des salaires (*Encuesta de Estructura Salarial - EES*) donnés par l'Institut national de statistiques espagnol (INE) permettent d'affiner les résultats de l'enquête européenne EU-SILC sur les revenus et les conditions de vie. Certes, pour les salariés à temps plein, les hauts salaires subissent davantage l'effet de la crise, via la réduction des primes, que les salaires les plus bas, ceux-ci étant plus rigides. Mais, en tenant compte du temps partiel, le constat est inverse. Les salariés au bas salaires subissant le plus la baisse des heures travaillées, leur rémunération totale est particulièrement amputée (-10 % pour le décile inférieur entre 2008 et 2012, contre +6 % pour le quartile supérieur). La baisse des salaires concerne les services (notamment l'hôtellerie et l'administration publique) et est particulièrement prononcée chez les 20-24 ans (-15 % au total en 5 ans) et les 25-29 ans (-7 %). Une autre approche consiste à distinguer l'évolution des salaires des travailleurs présents deux années consécutives au même poste par rapport à celle des travailleurs nouvellement en poste (à la suite d'une période de chômage ou au moment d'intégrer le marché du travail pour les plus jeunes). C'est ce qu'ont fait plusieurs chercheurs espagnols¹¹ en exploitant l'enquête continue sur les conditions de travail (*Muestra Continua de Vidas Laborales - MCVL*) du ministère de l'Emploi et de la Sécurité sociale, sur laquelle se base aussi la dernière étude des perspectives de l'emploi de l'OCDE. Parmi les salariés en place deux ans de suite à temps plein, 40 % ont connu soit une baisse soit un gel de leur salaire nominal en 2012, et en 2013. Ceci a été favorisé par la moindre couverture des salariés par les conventions collectives, qui donne toute latitude aux employeurs pour geler les salaires, et s'écarter des clauses de maintien du pouvoir d'achat en vigueur en général (qui conservaient un intérêt jusqu'en 2012, avant le ralentissement de l'inflation). Les salariés les plus protégés des effets de la crise sont ceux qui ont conservé leur emploi dans des entreprises soumises à des accords négociés au sein des branches et non au sein des entreprises. Mais surtout, on assiste à une dualisation prononcée entre les salariés suivant la date d'embauche dans l'entreprise. Les salaires des nouveaux contrats ont baissé de 4 % à 8 % en moyenne entre 2008 et 2013 (13 à 17 % en termes réels), avec une chute de 12 à 15 % pour les jeunes de 16 à 29 ans. Ainsi, les salaires des nouveaux contrats, en proportion des contrats en cours depuis au moins deux ans, ont baissé de 10 points entre 2008 et 2013 chez les hommes (de 70 à 60 %) et de 15 points pour les seuls hommes de moins de 30 ans (de 80 à 65 %). La situation des femmes s'est moins dégradée, dans un contexte il est vrai où le niveau initial des salaires était bien moindre que celui des hommes.

11. Leurs analyses sont disponibles sur le blog de la Fedea (par exemple le *post* du 23/10/2013 « Mas sobre el ajuste de salarios », le *post* du 15/09/2014 « Fin del ajuste salarial ? » ou celui du 22/09/2014 « El derrumbe de los salarios iniciales »).

Dans un contexte de marché du travail dégradé, le phénomène de « file d'attente » pourrait être amplifié par les réformes structurelles

La plupart des réformes structurelles menées sur le marché du travail depuis le début de la crise au sein de la zone euro (voir encadré 3) visent à rendre les économies plus compétitives, notamment en favorisant la flexibilité du marché du travail. Si les politiques ayant pour objectif d'améliorer la fluidité du marché du travail en réduisant la protection institutionnelle accordée aux salariés en contrats durables (*insiders*) peuvent, en période de croissance et de tension sur l'appareil productif, faciliter l'accès à l'emploi durable des salariés en contrat précaire et des chômeurs (*outsiders*), les résultats de cette politique ne sont pas garantis en période de chômage élevé et de croissance atone. Elles pourraient même générer des résultats contre productifs. En effet, à la dualité institutionnelle liée à la protection juridique de l'emploi qui avantage les contrats permanents au détriment des contrats précaires s'ajoute la dualité relative au capital humain (qui favorise les qualifiés et les plus expérimentés¹²). Or, en temps de crise, la dualité par le capital humain peut être renforcée.

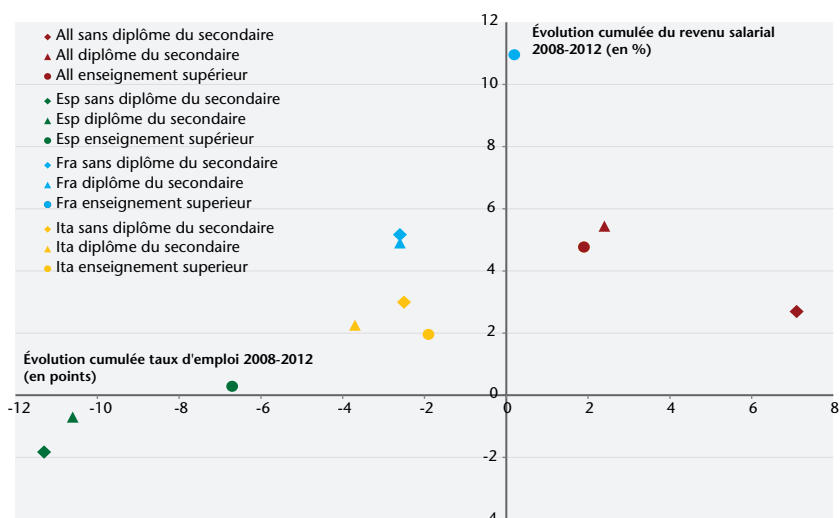
En effet, en période de chômage élevé, il pourrait exister un phénomène de « file d'attente¹³ » pour accéder à l'emploi, en particulier pour les contrats durables : à qualification égale c'est l'expérience qui fait la différence et à expérience égale, c'est la qualification qui fait la différence. Dans un contexte de marché du travail dégradé, en acceptant un déclassement faible, le plus qualifié au chômage retrouve un emploi, chassant celui qui aurait pu l'avoir en temps normal. Ceci pourrait expliquer alors que les qualifiés soient plutôt victimes de déqualification et de dégradation des conditions d'emploi ou de salaire et les non-qualifiés de chômage. Ainsi, faciliter les licenciements ou réduire la protection sociale affecte prioritairement les salariés qui ont les qualifications et l'expérience les moins élevées sans pour autant permettre aux populations fragiles d'accéder aux emplois durables. De ce fait, une hausse des inégalités salariales est à attendre, sans effet positif sur l'emploi, en lien avec la faiblesse de l'activité économique.

12. Les coûts d'ajustement sont ainsi plus élevés pour les entreprises s'agissant des qualifiés par rapport aux non-qualifiés, en raison des difficultés de recrutement en cas de reprise.

13. Cette « file d'attente » comporte en tête les plus diplômés et en queue les moins expérimentés et les moins qualifiés.

Depuis 2008, dans tous les grands pays de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne, les évolutions du taux d'emploi ont été plus favorables aux diplômés du supérieur qu'aux autres catégories de salariés (graphique 9). Les diplômés du supérieur sont la seule catégorie de salariés à avoir connu une hausse de leur taux d'emploi au cours de la crise. En revanche, il n'existe pas de lien évident entre variation du taux d'emploi et taux de croissance des salaires depuis 2008 si ce n'est pour la France et dans une moindre mesure pour l'Espagne. L'écart sur l'évolution des salaires est particulièrement visible en France où la rémunération des diplômés du supérieur a crû entre 2008 et 2012 deux fois plus rapidement que pour les autres catégories.

Graphique 9. Évolutions cumulées du taux d'emploi et du revenu salarial par niveau de diplôme dans les grands pays de la zone euro



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Pour l'Espagne et l'Italie, les écarts de croissance de la rémunération entre les diplômés du supérieur et les autres salariés sont relativement faibles. Si en Italie, il existe également de faibles différences sur les variations de taux d'emploi selon les catégories de diplôme, ce constat est différent en Espagne où les salariés les plus qualifiés ont été moins impactés par les pertes d'emploi que la moyenne des salariés. En Espagne, plutôt que d'avoir une forte disparité dans les variations de salaire selon les niveaux de

diplôme, la différence porte plutôt sur les évolutions des taux d'emploi, ce qui laisse supposer qu'un phénomène de déqualification se soit opéré sur le marché du travail espagnol, une partie des plus diplômés ayant pu accepter des emplois moins qualifiés qu'avant la crise, entraînant un phénomène de déclassement dans l'emploi, limitant la baisse du taux d'emploi des plus qualifiés, en contrepartie de baisse de rémunération.

À l'inverse, en Allemagne, où le chômage a baissé durant la crise, c'est pour les moins diplômés que le taux d'emploi a le plus augmenté, mais c'est dans cette catégorie que les hausses de rémunérations salariales ont été les plus faibles.

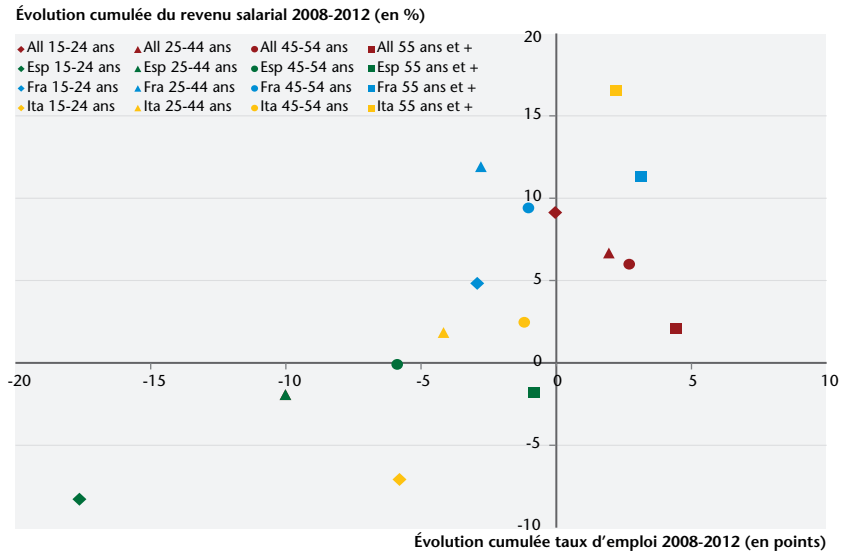
Dans un contexte de contraction générale de l'emploi, la hausse des taux d'emploi des *seniors* (55 ans et plus) induite par les réformes des retraites visant à allonger les durées de cotisation et/ou à reculer l'âge légal de départ en retraite pourrait avoir eu un effet de substitution sur les autres catégories, en particulier les plus jeunes. Dans les quatre grands pays de la zone euro, on peut observer une hiérarchisation de la variation des taux d'emploi par tranche d'âge, la plus favorable étant celle des 55 ans et plus et la moins favorable des 15-24 ans (graphique 10).

À cela s'ajoute le fait que l'on observe en France, en Italie et en Espagne, une relation positive entre la variation du taux d'emploi et celle du taux de croissance du revenu salarial par tête sur la période 2008-2012. Les ajustements sur le marché du travail se seraient opérés en priorité sur les plus jeunes, avec pour conséquence de réduire leur part dans l'emploi mais aussi de voir leur salaire relatif aux autres catégories d'actifs diminuer sous la pression de la hausse du chômage de leur catégorie. Dans ce schéma, l'Allemagne fait figure d'exception car la modération salariale a été plus forte chez les *seniors* que pour les autres catégories d'âge alors que la hiérarchisation de l'évolution du taux d'emploi est similaire à celle des autres grands pays de la zone euro.

Ainsi, dans un contexte de chômage de masse, l'existence d'une segmentation spontanée sur le marché de l'emploi et d'un phénomène de « file d'attente », comme le suggèrent les évolutions de l'emploi et des salaires par catégorie d'âge ou qualification peut limiter la réussite d'une stratégie de réformes structurelles et de dévaluation salariale. Si, comme on vient de le voir, cette stratégie

présente certaines failles au niveau microéconomique en ne réduisant pas la dualité du marché du travail dans un contexte de chômage élevé, elle en présente également au niveau macroéconomique.

Graphique 10. Variations cumulées du taux d'emploi du revenu salarial par catégorie d'âge dans les grands pays de la zone euro



Sources : Eurostat EU-SILC, calculs OFCE.

3. La concomitance des ajustements nationaux réduit l'efficacité de la dévaluation salariale tandis que les risques associés à cette stratégie se matérialisent

La dévaluation salariale devrait permettre d'améliorer la compétitivité-coût des pays en déficit et contribuer au rééquilibrage au sein de la zone euro. Or l'évolution de la compétitivité-coût dépend non seulement des ajustements propres mais aussi des évolutions observées dans les pays partenaires.

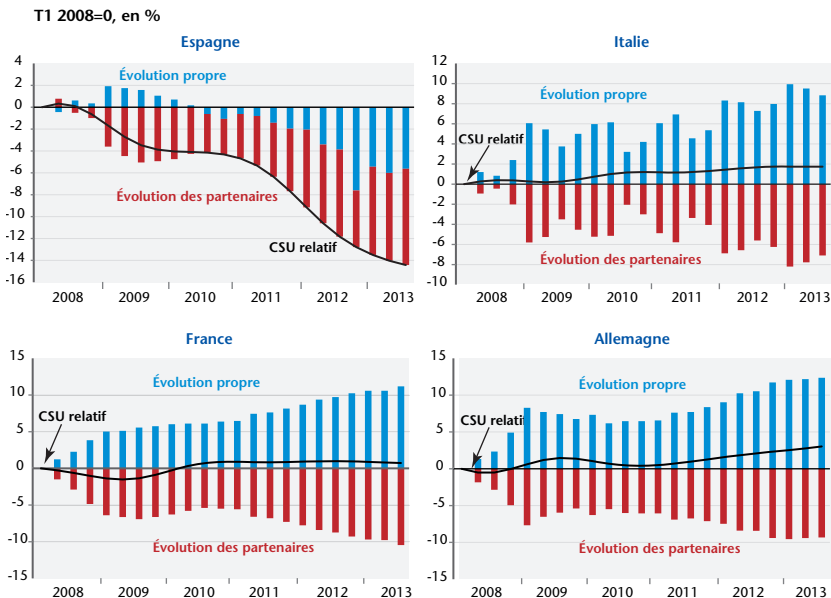
Parmi les grands pays, seule l'Espagne réalise des gains de compétitivité et l'accélération des salaires allemands pourrait faciliter les ajustements français et italiens

Depuis le début de l'année 2008, le coût salarial unitaire nominal relatif (graphique 11) de la France par rapport à ses parte-

naires commerciaux de la zone euro est resté quasiment stable (+0,7 %) alors que ses CSU nominaux ont crû de 11,2 %. La stabilisation du CSU relatif français s'explique essentiellement par les évolutions des CSU allemands. En 2008, les coûts salariaux allemands augmentent très fortement du fait de la chute de la productivité, améliorant ainsi la compétitivité-coût française. Depuis 2009, l'accélération des salaires nominaux allemands permet de maintenir *grosso modo* stable la compétitivité française. Une situation proche est observée en Italie, où le CSU relatif a augmenté légèrement depuis le premier trimestre 2008 (+1,7 %) malgré des CSU domestiques qui sont restés relativement dynamiques (+8,8 %) en raison de la faiblesse de la productivité.

En Allemagne, le CSU relatif augmente seulement depuis 2011, sous l'impulsion d'une légère accélération des salaires allemands au regard de la dynamique de productivité. Le CSU relatif de l'Allemagne a ainsi crû d'environ 3 % depuis le début de l'année 2008. Cela reste cependant à peine supérieur à la hausse des CSU relatifs affichés par la France ou l'Italie.

Graphique 11. Évolution cumulée des CSU relatifs à ceux de leurs partenaires de la zone euro depuis le 1^{er} trimestre 2008



Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs OFCE.

Au final, parmi les grands pays de la zone euro, seule l'Espagne, en raison de la très forte réduction de ses CSU au regard des autres pays, connaît une baisse de son coût salarial unitaire relatif depuis 2008, celui-ci représentant plus de 14 % sur la période 2009-2013. Ceci s'explique à la fois par les fortes baisses des coûts salariaux propres mais aussi par le maintien d'un certain dynamisme chez ses principaux partenaires.

Les exportations ont été peu sensibles aux évolutions de la compétitivité relative

Si la dévaluation salariale devait contribuer à améliorer l'activité, elle devrait le faire à travers le rebond des exportations. Or, la corrélation entre les exportations et les ajustements salariaux est nulle depuis 2008 (graphique 12a), comme l'ont déjà signalé Gaulier et Vicard (2012)¹⁴.

Cela pourrait provenir de l'absence de connexion entre le prix relatif à l'exportation et les CSU relatifs (graphique 13). Par exemple, en Grèce, les prix à l'exportation ont augmenté en dépit de la baisse de 20 % des CSU relatifs, les entrepreneurs préférant restaurer leur marge plutôt que gagner des parts de marché par une meilleure compétitivité-prix.

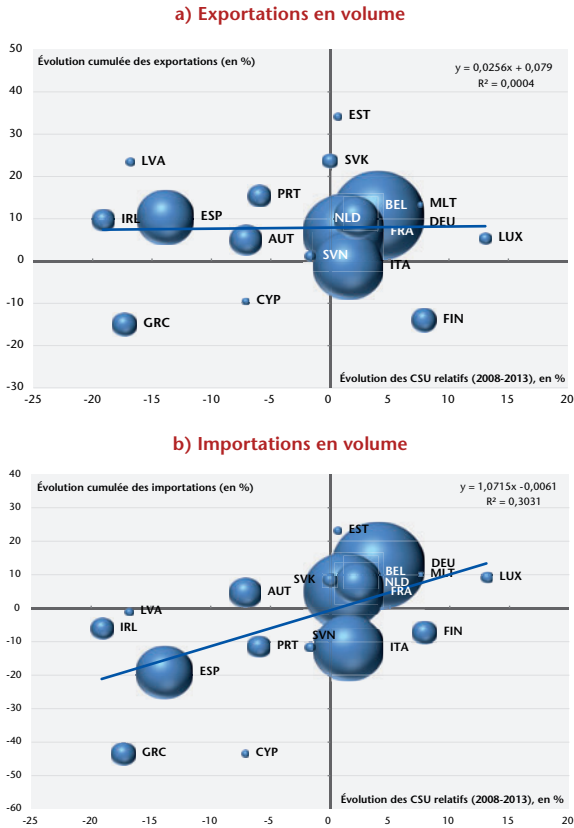
Cette rigidité des exportations face à l'évolution des coûts salariaux peut s'expliquer par le fait que la demande adressée de la plupart des pays de la zone euro a baissé en raison de politiques budgétaires restrictives simultanées (couplées avec la dévaluation interne au sein de l'Union monétaire). En raison du poids prépondérant du commerce intra-zone, les ajustements simultanés par la diminution des coûts salariaux a ainsi rendu impossible un redémarrage fort à court-moyen termes des exportations malgré les réductions de grande ampleur des CSU réels. Il est possible malgré tout que cette stratégie de dévaluation compétitive ait permis de faciliter les exportations hors zone euro, sur des territoires plus porteurs.

Il n'empêche que l'impact global des politiques mises en place depuis le début de la crise est négatif sur les exportations du fait du recul de la demande étrangère adressée aux différents États

14. Gaulier et Vicard, « Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande? », *Bulletin de la Banque de France*, 189, 3^e trimestre 2012.

membres. Le mode d'ajustement est passé avant tout par le recul de la demande intérieure et donc des importations plutôt que par le rebond des exportations : la compression salariale aurait permis un rééquilibrage par un impact engendré davantage sur la demande que sur l'offre (graphique 12b).

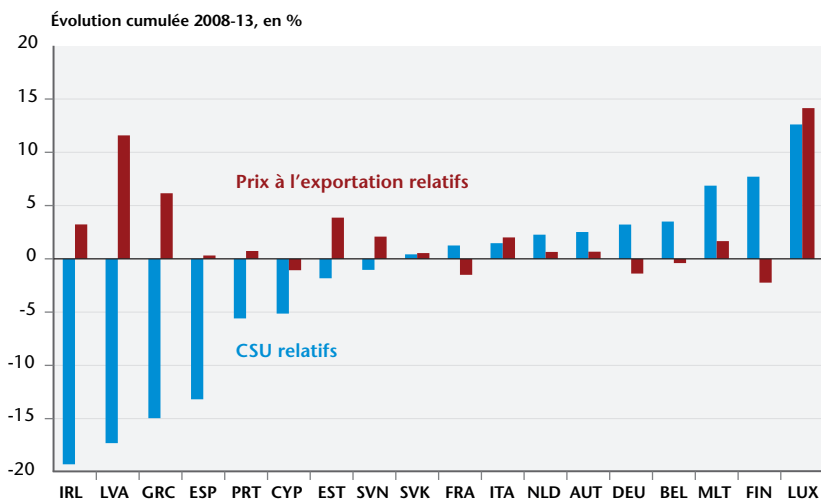
Graphique 12. Évolution des CSU relatifs et des exportations totales, des importations entre 2008 et 2013



Note : La taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro.
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Il n'empêche que l'impact global des politiques mises en place depuis le début de la crise est négatif sur les exportations du fait du recul de la demande étrangère adressée aux différents États membres. Le mode d'ajustement est passé avant tout par le recul de la demande intérieure et donc des importations plutôt que par le rebond des exportations : la compression salariale aurait permis un rééquilibrage par un impact engendré davantage sur la demande que sur l'offre.

Graphique 13. Évolution des CSU relatifs et des prix à l'exportation relatifs entre 2008 et 2013



Sources : Commission européenne, Eurostat, calculs OFCE.

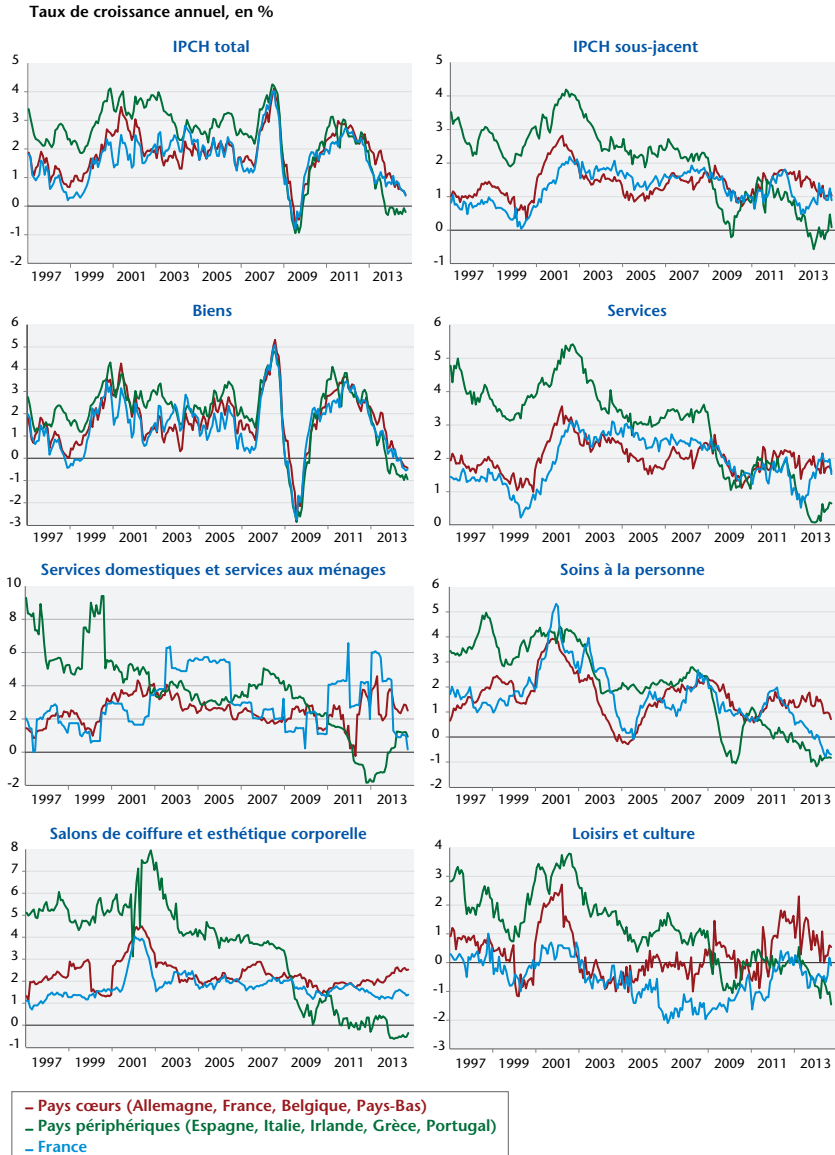
Les risques déflationnistes deviennent de plus en plus prégnants

En outre, la politique de dévaluation intérieure qui vise à améliorer les CSU en contraignant l'évolution des salaires, non seulement déprime l'activité en zone euro, mais accentue les risques déflationnistes. Or l'augmentation des taux réels peut affecter durablement la reprise de l'activité dans un contexte où les acteurs, privés comme publics, cherchent à réduire leur endettement.

En effet, depuis 2011, un différentiel d'inflation est apparu entre les pays au cœur de la zone et les pays périphériques (qui renverse le différentiel d'avant-crise) (graphique 14). Si l'inflation sur les biens s'explique en partie par les prix des importations et évolue de façon proche dans les différents pays car les prix sont fixés au niveau mondial, les évolutions dans les services sont plus en phase avec les dynamiques domestiques. Ainsi, le glissement annuel des prix dans les services présente des écarts très importants, que ce soit avant la crise, où les prix augmentaient plus fortement dans les pays périphériques, ou bien pendant l'après-crise, quand la situation s'est inversée. Ces évolutions sont particulièrement visibles à des niveaux fins de la nomenclature, où des écarts très significatifs apparaissent dans les services intensifs en main-d'œuvre faiblement

qualifiée comme les *soins à la personne*, les *services domestiques* ou les *salons de coiffure*.

Graphique 14. Évolution des indices de prix à la consommation selon les types de biens et services



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

À cet égard, l'inflation dans les services reste relativement stable et proche de 2 % dans les pays au cœur de la zone euro. Ceci peut permettre de nuancer le risque de déflation dans l'ensemble de la zone euro, notamment dans un contexte où le taux de change se déprécie, ce qui devrait augmenter la contribution de l'inflation importée. En revanche, l'inflation dans les services reste proche de 0 % dans les pays périphériques et poursuit sa baisse dans certains pays comme l'Italie. En France, si l'inflation dans les services résiste, cela peut s'expliquer en partie par la stabilisation des prix dans les communications, après la forte chute en 2013. En effet, dans les secteurs intensifs en main-d'œuvre peu qualifiée, l'inflation se situe dans une situation intermédiaire entre les pays au cœur de la zone et les pays périphériques.

4. Conclusion

Comme on l'a vu, la normalisation des balances courantes *via* une réduction des salaires dans les pays déficitaires avant-crise et les réformes engagées pour favoriser l'ajustement à la baisse des salaires n'apparaît pas être une stratégie pertinente dans une zone euro en crise. D'une part, cette réduction des CSU quasi-généralisée modifie peu *in fine* les CSU relatifs. Il y a donc peu de gains de parts de marché et, quand il y en a (cas de l'Espagne par exemple), la hausse induite des exportations ne suffit pas à compenser la faiblesse de la demande interne. L'atonie de la production industrielle dans de nombreux pays et la faible diminution du taux de chômage en attestent. D'autre part, les politiques visant à diminuer la protection des salariés risquent d'augmenter les inégalités en fragilisant les salariés les moins installés dans l'emploi, comme les jeunes et les moins diplômés. La segmentation du marché du travail entre *insiders* et *outsiders* ne diminuerait pas et accroîtrait les inégalités si les protections sociales sont réduites.

Dans un contexte où le besoin de désendettement, que ce soit des acteurs privés ou publics, pèse sur l'activité, la neutralisation des mécanismes déflationnistes est donc cruciale. Une coordination des politiques salariales au niveau européen semble essentielle. Si les pays affichant un excédent courant favorisent une augmentation des salaires plus forte que chez leurs partenaires affichant un déficit courant, les coûts relatifs pourraient converger, facilitant ainsi l'ajustement en cours. Cette stratégie peut passer notamment

par une coordination des politiques concernant le salaire minimum, mais aussi par la mise en place dans chaque pays d'une centralisation des négociations collectives et d'une extension obligatoire des conventions collectives à l'ensemble des salariés d'un secteur. Ceci permettrait de réduire les déséquilibres courants entre pays de la zone euro tout en évitant le risque de déflation dans les pays périphériques et en favorisant la demande intérieure dans les pays en surplus¹⁵.

Encadré 3. Politique de l'emploi en France, Italie, Espagne, Portugal, Irlande et Grèce

France

Les réformes structurelles sur le marché du travail en France depuis 2012 visent principalement (i) à réduire le coût du travail, (ii) à favoriser l'emploi de certaines catégories de salariés, notamment les jeunes les moins qualifiés et (iii) à créer une forme de flex-sécurité à la française en créant une plus grande flexibilité pour les entreprises tout en sécurisant les parcours professionnels.

i) Réduction du coût du travail

– À la fin de l'année 2012, dans le sillage du rapport Gallois sur la compétitivité de l'économie française, le gouvernement a mis en place le Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi. La principale mesure parmi les 35 mesures figurant dans le Rapport est le Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE) qui correspond à une baisse de 6 points de cotisations pour les salaires compris entre 1 et 2,5 SMIC pour un coût évalué en régime de croisière à 20 milliards d'euros ;

– Le CICE a été complété par le Pacte de Responsabilité et de Solidarité qui a été annoncé par le Président de la République le 14 janvier 2014 et dont les principales mesures, votées par le Parlement en juillet, rentreront en vigueur dès le 1^{er} janvier 2015. Le Pacte de Responsabilité comprend notamment un dispositif sur les bas salaires, « zéro charge » versée à l'URSSAF au niveau du Smic, et une baisse des cotisations sociales patronales, jusqu'à 3,5 SMIC représentant une baisse de coût du travail de 9 milliards d'euros en plus de celle liée au CICE. Au total, ce sont 29 milliards qui seront consacrés à la baisse du coût du travail. Dans le cadre du Pacte de Responsabilité s'ajoute un volet de baisse de la fiscalité sur les entreprises avec la suppression progressive de la C3S, de la suppression de la contribution exceptionnelle de l'IS pour les grandes entreprises à partir de 2016 et la baisse progressive du taux d'IS

15. Pour plus de détails, voir le chapitre 3 de IAGS (2014).

à partir de 2017 pour un coût global évalué à 11 milliards. Un dernier volet est consacré à la suppression de la première tranche de l'IRPP (3,3 milliards).

ii) Favoriser l'emploi des jeunes et des seniors

– Pour soutenir l'emploi des jeunes peu ou pas qualifiés, le gouvernement a anticipé (PLF 2015), 350 000 Contrats d'Accompagnement dans l'Emploi (CAE) en 2014 et 95 000 emplois d'avenir portant le nombre d'emplois d'avenir signés depuis la mise en œuvre du dispositif à 195 000 fin 2014. Le CAE est conclu pour une durée déterminée qui ne peut être inférieure à 6 mois et le contrat de travail est associé à l'attribution d'une aide à l'insertion professionnelle. Les emplois d'avenir ciblent principalement les jeunes sans emploi et sans diplôme ou peu diplômés (équivalent CAP-BEP) ou résidant dans une zone urbaine sensible ou une zone de revitalisation rurale. Ce sont des contrats de 12 à 36 mois assortis d'une formation et d'un accompagnement renforcé.

– Pour soutenir l'emploi des jeunes mais aussi des seniors, le gouvernement a mis en place les contrats de génération qui offrent une somme forfaitaire (4 000 euros) pour toute embauche d'un jeune en CDI et du recrutement ou du maintien dans l'emploi d'un senior.

iii) Accroître la flexibilité des entreprises tout en sécurisant les parcours professionnels

– L'Accord National Interprofessionnel (ANI) du 11 janvier 2013, traduit dans la loi de sécurisation de l'emploi du 14 juin, regroupe un ensemble de mesures :

- Les accords de maintien de l'emploi permettent aux entreprises de négocier des ajustements du temps de travail ou des salaires en contrepartie de la sauvegarde de l'emploi ;
- La loi permet aux entreprises de privilégier la voie de la négociation avec les partenaires sociaux en cas de licenciements collectifs ;
- Hausse de la fiscalité sur les CDD de courte durée ;
- Réforme de la formation professionnelle avec notamment la création au 1^{er} janvier 2015 du Compte Personnel de Formation (CPF) qui remplace le droit individuel à la formation (DIF) et qui sera ciblé sur les formations qualifiantes et transférable, ce qui devrait permettre d'améliorer l'accès à la formation des demandeurs d'emplois.

– La nouvelle convention d'assurance chômage issue de l'accord du 22 mars 2014 améliore la soutenabilité du système d'assurance chômage et renforce les incitations au retour à l'emploi, avec notamment les « droits rechargeables » et l'augmentation du différé d'indemnisation pour les salariés ayant reçu des indemnités extra-légales.

Italie

Les réformes du marché de l'emploi introduites en Italie depuis le déclenchement de la crise visent essentiellement: (i) à réduire le coût du travail et à décentraliser la négociation salariale ; (ii) à augmenter le taux d'emploi en particulier des jeunes et des *seniors* et à (iii) diminuer la protection de l'emploi des *insiders*, afin de faciliter l'embauche de catégories plus fragiles, tout en simplifiant les procédures judiciaires qui sont extrêmement longues et coûteuses¹⁶.

Réduction du coût du travail et décentralisation des négociations salariales :

- Modification des règles de négociation collective (2011). Désormais un accord local ou d'entreprise, accepté par un syndicat représentatif, peut déroger aux accords de branche et au droit du travail sur toute question liée à l'organisation du travail. Cette réforme a été couplée à une redéfinition des conditions pour juger de la représentativité d'un syndicat.

- Signature d'un pacte social en 2012 pour favoriser la signature d'accords liant les hausses de salaires à celle de la productivité. Le refus de signature de la plus grande centrale syndicale réduit la portée de ce pacte.

- Réduction du coin fiscal par la baisse de l'impôt sur le revenu des bas salaires et réduction des cotisations sociales payées par les employeurs, couplée d'un crédit d'impôt de 15 000 euros sur les nouvelles embauches qui augmentent le nombre de salariés en CDI (2013).

- Gel de salaires publics entre 2010 et 2013.

Mesures en vue d'augmenter le taux d'emploi, notamment de certaines catégories :

- Réforme de l'assurance chômage (2012) qui élimine le paiement des allocations en cas de refus d'une offre adéquate d'emploi ou de formation.

- La réforme de 2011 porte l'âge de départ à la retraite à 66 ans pour l'ensemble des fonctionnaires et les hommes travaillant dans le secteur privé. Pour les femmes travaillant dans le privé, convergence en 2018. Réduction de 50 % des cotisations salariales payées par l'entreprise sur les nouvelles embauches de *seniors* au chômage depuis plus de 1 an (2012).

- Pour favoriser l'emploi des jeunes : élimination des cotisations sociales sur l'embauche de jeunes en apprentissage (2011), crédit d'impôt sur l'embauche de jeunes diplômés (2012) et paiement d'un tiers du salaire pendant 18 mois des jeunes non-diplômés embauchés (2013).

16. Les procédures civiles durent en moyenne 1 185 jours selon la Banque mondiale (*Doing Business*).

Diminution de la protection de l'emploi, notamment des *insiders*, tout en simplifiant les procédures :

– Simplification du recours au temps partiel (2011), simplification des conditions de recours au contrat à durée déterminée tout en taxant les abus d'utilisation (2012).

– Clarification des règles du licenciement pour motif économique, des causes de licenciement valables, simplification des procédures judiciaires avec notamment une diminution des délais pour contester un licenciement et une diminution des pénalités (2012).

Si le marché du travail a été fortement réformé depuis le déclenchement de la crise, le dualisme persiste et a même pu être accentué par la simplification du droit des contrats à durée déterminée. De ce fait, le gouvernement Renzi annonce la poursuite de l'élan réformiste à travers son *Jobs act* qui cherche à réduire le nombre de contrats de travail atypiques, la simplification normative et la refonte du système de protection sociale.

Espagne

Approuvé le 10 février 2012 par le gouvernement Rajoy, le Décret-loi 3/2012 de *Mesures urgentes pour la réforme du marché du travail* qui vient compléter la réforme de 2010 (pleinement effective en janvier 2015) apparaît comme une réforme importante de flexibilisation du marché du travail espagnol, réputé comme rigide. L'objectif principal est d'augmenter la flexibilité interne et externe à l'entreprise pour une meilleure adaptation à son environnement. Ce faisant, la réforme vise à réduire les destructions d'emplois par un ajustement plus fort des salaires et favoriser les créations d'emplois stables. Les principales mesures portent sur :

La flexibilisation interne des conditions de travail

– Assouplissement des règles permettant une modification *substantielle* des conditions contractuelles (individuelles ou collectives) de travail, de façon unilatérale, avec possibilités de modifier le montant du salaire dans un cadre collectif ou individuel, permettre la mobilité fonctionnelle (autorisée après la reclassification du salarié dans un système de groupes professionnels plus souple que celui alors en vigueur) pendant une période limitée dans le temps et la mobilité géographique.

– Dans le cadre de ces modifications substantielles des conditions de travail (touchant aux salaires ou à la durée du travail), le préavis est réduit de 30 à 15 jours.

– En cas de désaccord de la part du salarié, celui-ci peut démissionner et percevoir une indemnité de 20 jours de salaire par année d'ancienneté, plafonnée à 9 mois de salaire.

– fin de l'autorisation administrative préalable en cas de réduction du temps de travail ou de suspension du contrat de travail et remplacement par une simple communication :

- Réaménagement possible du temps de travail à hauteur de 10 % de la durée annuelle du travail ;
- Possibilité d'effectuer des heures supplémentaires pour les contrats à temps partiel ;
- En l'absence d'accord entre la direction et les salariés au terme d'une période de consultation de 15 jours maximum, la décision de modification substantielle collective (individuelle) prendra effet au terme d'un délai de 7 jours (15 jours contre 30 jours initialement).

La remise en question des conventions collectives

– Fin de *l'ultra atividad* qui reconduisait automatiquement un accord arrivé à terme, et permettait des négociations qui n'en finissaient pas. Désormais, la prorogation de l'accord est limitée à un an. À défaut d'un nouvel accord, application de la convention collective de portée supérieure ou bien des accords nationaux ;

– Possibilité de déroger à la convention collective sectorielle ou d'entreprise en vigueur et d'élargir les points pouvant donner la priorité à la convention d'entreprise sur la convention collective sectorielle, autonome ou de portée inférieure. Élargissement des possibilités de dérogation aux conventions collectives sectorielles, autonomes ou de rang inférieur avec priorité donnée aux conventions d'entreprise.

Les ruptures de contrats

– Élargissement des motifs de licenciement économique (individuels ou collectifs) au cas de *diminution persistante des revenus de l'entreprise pendant trois trimestres consécutifs*.

– Autorisation de licenciement collectif au sein des administrations et entreprises publiques pour des motifs organisationnels, techniques ou de production.

– Pour les licenciements collectifs, simplification de la procédure avec la suppression de l'autorisation administrative préalable (ERE), et renvoi à l'autorité judiciaire le traitement des recours, par procédure d'urgence.

– En cas de licenciement économique justifié, pas de baisse de l'indemnisation chômage pour le chômeur (maintien de l'indemnisation de 20 j/année travaillée avec un maximum de 12 mois). Si le licenciement n'est pas justifié par des raisons économiques, techniques, d'organisation ou de production, réduction des indemnités en cas de non réintégration : l'indemnisation passe de 45 jours de salaire par année d'ancienneté dans la limite de 42 mensualités, à 33 jours de salaire dans la limite de 24 mensualités.

– Fin des salaires dus versés pour les licenciements individuels (sauf si réintégration du salarié).

– Facilitations des licenciements individuels pour causes objectives (défaut d'adaptation aux modifications techniques du poste de travail, absentéisme).

La création d'un nouveau contrat CDI

– fin des CDD enchaînés sur une durée égale ou supérieure à 12 mois ;
– nouveau contrat CDI à plein temps pour les firmes de moins de 50 salariés. Période d'essai étendue à 1 an. Avec des avantages fiscaux si embauche d'un jeune de moins de 30 ans (déduction fiscale de 3 000 euros pour une première embauche), ou un chômeur (déduction égale à 50 % du montant des prestations chômage restant dû, dans la limite de 12 mensualités). Aides pour embauches de jeunes (réduction de près de 3 600 euros des cotisations sociales) et de chômeurs de longue durée (au moins 12 mois) de plus de 45 ans au cours des 18 derniers mois, et de femmes dans des secteurs d'activité plutôt masculins.

La formation professionnelle

– Renforcement du droit à la formation (droit à 20h de formation par an pour les salariés ayant une ancienneté de plus d'1 an, avec possibilité de cumul du crédit sur une période de 3 ans).
– Extension du contrat de formation et d'apprentissage aux moins de 30 ans (contre 25 ans actuellement) tant que le taux de chômage est supérieur à 15 %.

Portugal

Des réformes tous azimuts pour flexibiliser l'emploi et les salaires jusqu'à mi-2014.

Réduction du coût du travail :

– gel du salaire minimum depuis 2011 ;
– baisse du coût des heures supplémentaires avec un supplément horaire limité à 50 % du coût normal, contre 100 % précédemment (2012) ;
– suppression de 4 jours fériés (2012).

Flexibilisation des horaires et baisse de la protection des salariés :

– réduction des indemnités de licenciement de 30 à 20 jours par année d'ancienneté pour tous les contrats à partir de novembre 2011 avec un maximum de 12 mois de salaire (la réduction reste de 30 jours pour les années travaillées avant novembre 2011), puis nouvelle baisse des indemnités en 2013 de 20 à 18 jours pour les trois premières années d'ancienneté puis à 12 jours pour les autres années des anciens contrats, 12 jours pour les nouveaux contrats ;
– procédure de licenciement individuel (notamment économique) facilitée (2009) ;
– possibilités accrues de flexibilisation du temps de travail (2009) et d'instauration de comptes épargne-temps (2012) pour adapter le

nombre d'heures travaillées en fonction de la production au cours de l'année.

Incitation des chômeurs à la recherche d'emploi :

- en 2012, réduction du taux de remplacement net et de la durée d'indemnisation chômage en contrepartie d'une ouverture des droits plus large (baisse de la période de cotisations nécessaire) ;
- un décret de juin 2010 stipule qu'un emploi est acceptable si le salaire est supérieur de 10 % à l'indemnité chômage la première année et égal à celle-ci après la première année.

Réformes du système de négociations collectives pour améliorer l'ajustement des salaires à la situation économique :

- en 2009, réduction de la période durant laquelle une convention collective arrivée à échéance continue de s'appliquer dans l'attente d'une nouvelle convention (plusieurs années précédemment, un peu plus de 12 mois dorénavant s'il y a une requête de la part de l'employeur ou des employés) ;
- suspension de l'extension quasi-automatique des conventions dans les secteurs concernés jusqu'alors (2011) ;
- redéfinition en 2012 des critères pour étendre des conventions collectives (nécessité d'un seuil de 50 % des salariés couverts, requête d'au moins un syndicat et une association d'employeur) ;
- mesures pour faciliter les conventions au niveau de l'entreprise (diminution de 500 à 150 salariés de la taille d'entreprise à partir de laquelle les conseils d'entreprises peuvent conclure des accords).

Réduction des dépenses publiques de personnel :

- coupes de 3,5 à 5 % des salaires supérieurs à 1 500 euros par mois (2011) ;
- gel des salaires des fonctionnaires et des employés des entreprises publiques (2010-2013) ;
- suppression de la prime des fonctionnaires en 2012 (réintroduite en 2013 après décision de la Cour Constitutionnelle).

Après la sortie du Portugal du programme d'aide en juin 2014, les mesures prises ont visé à limiter l'impact des mesures d'austérité précédentes, notamment pour les faibles salaires. Après accord des partenaires sociaux, le Conseil des ministres de septembre 2014 a décidé une augmentation du salaire minimum de 4 % (de 485 à 505 euros par mois sur 14 mois) au 1^{er} octobre 2014, avec en contrepartie une baisse du taux de CS pour les salariés rémunérés au SMIC de 0,75 point de pourcentage (à 23 %) pour ne pas peser sur l'embauche au SMIC.

Irlande

Malgré une réglementation du marché du travail et une fiscalité déjà très attractives pour les entrepreneurs, l'Irlande a poursuivi sur la voie des réformes pour favoriser les créations d'emploi et accroître la flexibi-

lité du marché du travail. Si une grande partie des mesures entre dans le cadre des politiques actives de l'emploi, d'autres mesures viennent s'ajouter.

Sur la protection de l'emploi :

– à compter du 1^{er} janvier 2012, le gouvernement a réduit de 60 à 15 % sa part dans le montant forfaitaire d'indemnisation en cas de licenciements collectifs.

Sur la fixation des salaires :

– dans le secteur public, baisse de 14 % des salaires entre 2009 et 2010 et révisions des conditions de travail avec l'*Accord Croke Park* de 2010 (sur 2010-2013) : système de retraites moins généreux pour les nouveaux entrants, hausse de la flexibilité, la mobilité et les redéploiements au sein des administrations publiques, hausse de la durée du travail dans certains secteurs.

2012 : réforme du système de conventions collectives sur les salaires avec élargissement des champs couverts, représentation des partenaires sociaux, ...).

2013 : dans le cadre l'*Haddington Road Agreement* (2013-2016), baisse temporaire des salaires supérieurs à 65 000 euros (de 5,5 % jusqu'à 80 000 euros, et jusqu'à 10 % pour ceux supérieurs à 185 000 euros). Hausse de la durée du travail et renforcement des mesures de flexibilisation.

Dans le secteur privé, baisse du salaire minimum de 1 euro (-12 %), à 7,65 euros / heure.

Sur la fiscalité, aides à l'embauche de chômeurs de longue durée :

2010 : réduction des cotisations sociales pendant un an en cas d'embauche d'un chômeur de plus de 6 mois. Allègement d'impôt pendant 2 ans en cas de création d'entreprises par un chômeur de longue durée. Création de CDD pour les chômeurs de longue durée sur des emplois destinés à la collectivité (31 000 participants en décembre 2013).

Sur les prestations chômage :

Baisses répétées des allocations chômage (4,1 % en 2009 et en 2010) et des autres prestations sociales, notamment pour les chômeurs de moins de 26 ans (2013) ;

2011 : pénalisation si pas de recherche active d'emploi ;

2011 : calcul des droits à paiement basé sur la semaine de 5 jours (et non plus 6) ;

2012 : réduction de 3 mois de la durée de couverture chômage (12 à 9 mois si plus de 260 jours de cotisations versées, et de 9 à 6 mois sinon). Calcul des indemnités sur la base des salaires antérieurement perçus. Baisse des allocations chômage pour les moins de 26 ans. Suspension ou réduction des prestations sous certaines conditions (refus d'accepter une offre d'emploi, de participer à un programme de politique active, ...) ;

2013 : incitations à embaucher des chômeurs de long terme : 7 500 euros si embauche d'un chômeur de plus de 12 mois et moins de 24 mois, et 10 000 euros, si plus de 24 mois. En avril 2014, 1 800 chômeurs avaient bénéficié de la mesure.

Grèce

Dans le cadre des « Mesures pour une réduction immédiate des dépenses publiques et la création d'un cadre favorable à l'investissement », du 6 mai 2010, et du Programme d'ajustement économique de 2011 mis en place avec le soutien de la troïka (FMI, UE et BCE), la Grèce s'est lancée dans un vaste programme de réformes, qui visent notamment à casser les conventions collectives issues du « pacte social » de 1990 et à réduire le coût du travail. Les principales mesures sont :

Sur la protection de l'emploi :

2010 : abaissement des seuils pour les licenciements collectifs et réduction des indemnités de licenciement. Abolition du principe de la « mise en œuvre de la disposition plus favorable », selon laquelle les termes des accords d'entreprises sont privilégiés s'ils sont plus favorables que les termes des accords sectoriels, qui, eux, sont applicables s'ils sont plus favorables que les conditions des accords nationaux. Réduction significative du délai de préavis pour résiliation de contrats de travail à durée indéterminée des employés de bureau (équivalent à une réduction de 50 % de leur indemnité de départ). Extension de la période probatoire à l'embauche de 2 mois à 1 an ;

2011 : extension de la réglementation visant le recours aux CDD ;

2012 : réduction de la durée du préavis de licenciement d'un CDI entre 1 ou deux mois selon l'ancienneté. Baisse des indemnités de licenciement. Suppression des régimes spéciaux (banques, secteur public..) sur les licenciements.

2013 : suppression de la réglementation sur les horaires d'ouverture des commerces.

Sur la fixation des salaires :

Dans la fonction publique

2009 : gel des salaires ;

2010 : baisse permanente des salaires et bonus des fonctionnaires et des contractuels. Baisse de 30 % des heures supplémentaires. Remplacement d'1 départ sur 5 dans la fonction publique (sauf pour la santé, l'éducation et la sécurité) ;

2011 : hausse de la durée du travail à 40 heures par semaine. Introduction d'une grille de salaires unique. Gel de la grille ;

2012 : réduction des salaires pour les régimes spéciaux. Suppression des primes de Noël, Pâques et d'été.

Dans le secteur privé

2010 : possibilité de conclure un accord d'entreprise qui prévaut sur les accords sectoriels. Gel du salaire minimum pour 3 ans (2010-2012) et introduction d'un nouveau salaire minimum pour les moins de 25 ans (70 % du salaire minimum national pour les 15-18 ans et 84 % pour ceux entre 18 et 25 ans). Suppression de la prime de 7,5 % sur les contrats à temps partiel. Baisse du coût des heures supplémentaires entre 5 et 10 % ;

2011 : priorité aux accords d'entreprises par rapport aux accords sectoriels ou catégoriels. Possibilité d'embaucher un jeune (18-25 ans) à un salaire inférieur (jusqu'à 20 %) au salaire fixé par la convention collective ;

2012 : la durée d'application d'une convention collective échue est réduite à 3 mois. Une convention collective ne peut excéder 3 ans. Suspension temporaire des clauses de revalorisations salariales automatiques dans les conventions collectives. Réduction temporaire (2012-2016) du salaire minimum de 22 %, et de 32 % pour les salariés de 18 à 25 ans.

Sur la réduction du cout du travail :

2012 : réduction des taux de cotisations sociales employeurs de 1,1 point.

Sur les prestations chômage :

2011 : à compter du 1^{er} Janvier 2013, le nombre de jours d'allocation chômage versées ne peut excéder 450 jours sur 4 ans (400 à compter du 1^{er} Janvier 2014). Réduction des prestations chômage versées aux environs de Pâques et de Noël

2012 : réduction de 22 % des allocations chômage de base

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 29 OCTOBRE 2014

Participants au débat :

Pierre Sicsic : *Directeur de la conjoncture et des prévisions
macroéconomiques à la Banque de France*

Philippe Waechter : *Directeur de la recherche économique
à Natixis Asset Management*

Éric Heyer, Xavier Ragot, Xavier Timbeau : *OFCE*

Europe et international

Xavier Ragot : Dans le cadre des prévisions de l'OFCE pour 2014 et 2015, dans un premier temps sur la zone euro et le reste du monde, nous vous proposons de donner votre appréciation sur le risque de déflation en zone euro, sur comment vous envisagez la situation des États-Unis et du Royaume-Uni et si vous prévoyez la sortie de crise au Japon. Pensez-vous que la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre vont remonter leurs taux ou seulement mettre un terme au *quantitative easing* ? Combien de temps va durer l'austérité dans les pays industrialisés et y a-t-il un risque pour les pays émergents ?

Pierre Sicsic : J'ajouterai deux sujets à cette liste. 1) Comment se fait-il que l'Italie ait de telles difficultés ? Il semble que le problème des banques en Italie soit plus grave que celui des banques en Espagne selon un récent document du FMI. 2) Pour la France, à part l'austérité budgétaire, comment se fait-il que l'*output gap* soit négatif depuis si longtemps sans rebondissement ? La contrainte de financement n'est pas pertinente.

Sur la question de la durée de l'austérité budgétaire dans les pays industrialisés, si on définit l'austérité budgétaire comme un taux de croissance en volume des dépenses publiques inférieur au taux de

croissance du PIB moyen de 2000 à 2008, elle va durer un long moment. Le risque de déflation est-il maximal ? Je ne crois pas car la prise de conscience du risque est très importante. Je ne vois pas pourquoi les États-Unis et le Royaume-Uni en seraient plus protégés. Sur le Japon, le point important est la rigidité nominale des salaires. Je propose un long débat sur le New Deal de Roosevelt qui comptait trois facteurs : la construction des barrages et la création des parcs nationaux, ensuite la dévaluation du dollar et enfin tout ce qui était lié au salaire minimum. Concernant la déflation, les deux derniers éléments ont beaucoup plus joué que le premier. Aux États-Unis les prix ont cessé de baisser après Roosevelt. Comme il y a toujours une rigidité nominale des salaires à la baisse plus forte en zone euro qu'au Japon, et sans doute plus forte qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, même si le risque de déflation est plus fort qu'il y a un an ou même deux, je ne pense pas qu'il y aura une déflation au sens de spirale vers le bas des prix et des salaires nominaux.

Philippe Waechter : Parmi toutes ces questions, je partage l'idée que la crise a des effets persistants sur les comportements. En macroéconomie il y a un côté mécanique, si les conditions s'améliorent, la situation s'améliore. Il y a aussi une dépendance aux comportements qui peuvent se modifier au fur et à mesure que la crise dure. Aujourd'hui les chefs d'entreprises observent la macroéconomie, s'en inquiètent, ce qui engendre un comportement attentiste très fort. Le choc persistant ne permet pas de revenir rapidement sur la trajectoire antérieure et c'est cela le plus ennuyeux.

Comme le dit Pierre Sicsic, l'Italie a un vrai problème, son niveau de PIB par tête est revenu à celui de 1998, ce qui est un vrai souci pour l'homogénéité de la dynamique européenne.

L'autre question importante est celle de la Chine, dans vos prévisions vous notez une croissance de 7,1 % en 2015. Ce qui est peut-être un peu fort. Pour moi la question est majeure car aujourd'hui la dynamique chinoise ne crée plus d'impulsion, ce qui est très important car cela fragilise la structure du commerce extérieur allemand. Si l'Allemagne perd l'impulsion en provenance de l'Asie et de la Chine en particulier, elle va être obligée de changer de comportement car sa demande privée a une contribution limitée à la croissance. De plus l'impact de la Chine sur les pays émergents est important, sur le prix des matières premières aussi. Auparavant, avant la crise et jusqu'en 2011, l'économie globale se calait sur la situation chinoise, aujourd'hui

avec une impulsion plus faible de la Chine, la situation change profondément. Les pays émergents doivent trouver des sources de croissance plus autonomes. Sur un autre plan, les pays industrialisés peuvent de nouveau prendre le leadership dans la dynamique de croissance.

Sur la déflation, il y aura sûrement un effet de dépréciation de l'euro, mais dans la dynamique des salaires nous ne sommes pas arrivés au bout de l'histoire. L'effet d'inflation réduite sur les salaires va persister au-delà de 2014.

En ce qui concerne le Royaume-Uni et les États-Unis, il n'y a pas de pression salariale forte, ni maintenant ni à venir ; l'inflation devrait être réduite encore durablement. Au Royaume-Uni le rapport sur l'inflation suggère un taux d'inflation au-dessous de la cible au cours des prochaines années.

La question du Japon est intéressante ; dans vos prévisions vous notez que le Japon va s'en sortir alors que je pense qu'il est au bord du gouffre. Le choc perçu au deuxième trimestre est monstrueux ; si on regarde la contribution de la demande interne à la croissance du PIB, on est presque à -4 %. Comment inverser la dynamique ? Si on fait le parallèle avec 1997, la récession avait alors été de cinq trimestres. La situation actuelle est beaucoup plus détériorée, on n'échappera pas à une telle situation de récession d'autant plus que la dynamique de l'exportation ne joue plus, les entreprises ont bien récupéré des marges mais le volume des exportations évolue peu. Pas non plus d'impulsion du côté des ménages, l'évolution du pouvoir d'achat est de -5,5 % en août sur un an. Sans impulsion interne ni impulsion externe, on ne voit pas très bien la sortie. D'autant que les réformes structurelles sont inexistantes.

Dernier point sur les politiques de taux. Les problématiques posées il y a 15 jours environ sur les marchés ont incité la Fed à repousser pour le moment la hausse des taux, on le voit sur les marchés futurs des *fed funds*. La Fed prévoit plutôt la remontée des taux dans la seconde partie de 2015. Elle n'est pas pressée ne souhaitant pas renouveler ce qui s'est passé en 2013 avec Bernanke lors de son intervention au Congrès. La probable normalisation, à venir, de la politique monétaire qu'il évoquait alors avait fait monter les taux hypothécaires et pénalisé rapidement le marché immobilier américain. Sans tension sur les salaires, ni sur l'inflation à 1,5 %, mieux vaut agir trop tard que trop tôt.

La situation du Royaume-Uni est amusante quand le Président de la Banque d'Angleterre déclare que les Anglais savent faire, qu'ils maîtrisent la gestion de la politique monétaire. La banque centrale avait indiqué, il y a un an, qu'elle remonterait ses taux d'intérêt conditionnellement à l'atteinte d'objectifs sur le chômage notamment. Il avait même été dit que la Banque d'Angleterre remonterait ses taux avant la fin de l'année 2014. Il n'en a rien été et les engagements pris sont défaits un à un.

En effet, avec des créations d'emplois précaires, une baisse de la productivité, un taux de salaire réel qui se replie depuis 2010, une dette des ménages qui représente 130 % du revenu disponible (dont 70 % à taux variable), il est difficile d'imaginer une remontée des taux, sauf à accepter un risque fort de repli de l'activité et un risque de récession nettement plus élevé. Sur l'immobilier, les prix commencent à fléchir, la situation s'améliore grâce à des mesures prudentielles sur les crédits. En outre, la situation anglaise est beaucoup plus inégalitaire géographiquement qu'elle peut l'être en France. Londres se développe très vite, ce n'est pas le cas de toutes les régions.

Xavier Timbeau : Je voudrais revenir sur la question de la déflation qui est centrale. Le scénario que l'on craint est celui d'un taux de chômage élevé dans beaucoup de pays développés où, comme au Royaume-Uni, une baisse des salaires réels a pour conséquence une baisse de la consommation des ménages, dans un contexte de restriction budgétaire et de baisse des prestations, en particulier celles qui sont contra-cycliques. L'effet direct est la baisse de la consommation des ménages, de la demande et aussi un effet nominal. Dans un premier temps les entreprises récupèrent des marges mais par la suite elles baissent leurs prix. Si on considère la mécanique européenne, la concurrence entre les pays accentue les effets nominaux qui entraînent la baisse du salaire minimum, ce qui s'est fait dans certains pays.

Pierre Sicsic : Les prix de valeur ajoutée ne baissent pas dans la zone euro.

Xavier Timbeau : Oui, mais lorsqu'on veut désindexer le salaire minimum, on ne regarde pas le prix de la valeur ajoutée mais le prix de consommation. On s'attaque à des rigidités nominales dans un contexte où les prix baissent. Ce qui justifie la baisse des prestations. Tout cela va dans le sens de la modération des coûts, qui se traduit initialement par la hausse des marges et une pression à la baisse des

prix de valeur ajoutée. Au total le ralentissement de l'inflation est engagé, c'est une constatation. En zone euro on a perdu en trois ans 0,3 % d'inflation par an, rythme lent mais significatif.

Pierre Sicsic : Le phénomène est quand même beaucoup brouillé par le taux de change, le prix des matières premières, si on vérifie, le creux de l'évolution du prix de valeur ajoutée est au plus bas au moment de la récession de 2008-2009. En cas de déflation, dans les années 1930 et au Japon, beaucoup d'acteurs étaient convaincus qu'il fallait que le niveau des prix baissent, non pas seulement l'inflation. Au Japon, dans les années 1990, les gens pensaient que le niveau des prix japonais était trop élevé relativement aux prix mondiaux et qu'il fallait le baisser. Nous ne sommes pas dans ce cas aujourd'hui. Evidemment si on arrivait à des salaires nominaux désindexés..., mais c'est un autre monde.

Philippe Waechter : Sur la question de la déflation, dans votre prévision, il y a un point que je souhaite souligner : les pays qui ont des dettes des ménages élevées sont souvent les pays qui présentent des risques baissiers sur l'évolution des prix, je pense à l'Espagne, au Portugal, aux Pays-Bas, à l'Irlande, qui ont des taux d'inflation très faibles.

La question est de ne pas basculer en déflation mais aussi de savoir comment on appréhende les changements de comportement liés à l'évolution des prix. Un post récent de Lars Svensson relatait que lorsqu'en Suède le consommateur faisait un crédit, il anticipait une inflation proche de la prévision de la Banque centrale suédoise, soit 2 %. Mais lorsque l'inflation est au-dessous de cette cible, à 0,5 % où même si l'évolution des prix est négative, son calcul n'est plus juste. Comme l'évolution de son salaire nominal est conditionnée en grande partie par l'évolution des prix (anticipés) il va devoir modifier ses propres choix au sein de son budget. En effet, le poids de sa dette va augmenter relativement aux autres composantes. L'impact sur la demande globale peut alors être important. Ce comportement devrait être pris en compte dans les prévisions.

Xavier Ragot : Une remarque sur inflation/désinflation, il existe deux sujets : les chocs d'inflation par anticipation des ménages négative et d'autre part la baisse des prix. Si on regarde le Portugal, les prix baissent mais les salaires nominaux ne baissent pas pour ceux qui sont en poste. Si les salaires baissent, c'est par l'intermédiaire des flux

entrants, c'est un sur-ajustement à la baisse par les nouvelles embauches. C'est la double peine pour les jeunes qui sont non seulement exclus du marché du travail mais sont embauchés à des salaires plus bas pour compenser les rigidités nominales des personnes en poste. Ce qui conduit à une augmentation des inégalités salariales. Il existe donc une dimension entre les ménages et une dimension intergénérationnelle dans les périodes de très faible inflation qui sont des coûts cachés de l'absence d'inflation. On espère donc que la Banque centrale va respecter son mandat et ramener l'inflation à 2 %.

Xavier Timbeau : La déflation au XXI^e siècle ne sera pas celle des années 1930, c'est certain. Cette erreur d'anticipation des ménages n'est pas un choc, c'est un processus, ce qui est un problème. Oui, les rigidités nominales existent bien mais la question est de savoir jusqu'à quand elles subsistent. Elles sont insoutenables, elles peuvent conduire les entreprises à la faillite et du coup s'ajoute un flux sortant, le salaire rigide disparaît. Si elles sont insoutenables de façon intergénérationnelle, dans ce cas il faut une baisse des salaires des fonctionnaires, ce qui s'est passé au Portugal, ou une baisse du SMIC, ce qui s'est produit en Grèce par exemple.

Pierre Sicsic : Le sujet est de savoir s'il faut que les salaires réels diminuent, c'est la question du partage de la valeur ajoutée, on admet que le salaire augmente moins vite que la productivité, et si oui comment le faire ? Si l'argument est de dire qu'il est plus aisé de le faire avec de l'inflation, je suis d'accord et c'est ce que je nomme une « dévaluation réussie ». Je pense que les salaires doivent augmenter moins vite que la productivité. Le processus est déjà commencé en Espagne et au Portugal, en Allemagne on voit que le pic du partage de la valeur ajoutée en faveur de la valeur ajoutée est passé, donc il n'est pas exclu qu'en Allemagne les salaires augmentent comme la productivité, puisque chez eux le partage de la valeur ajoutée est au niveau de celui qui précédait la Loi Hartz. Comment pouvons-nous en arriver là ? Le mieux serait peut-être d'y arriver avec un peu d'inflation.

Xavier Timbeau : Admettons qu'il faille ajuster les salaires réels : le processus dans lequel aujourd'hui on s'engage n'est-il pas de nature à sur-ajuster et se traduire par un processus de déflation, lent mais sûr, qui empêche et sur-ajuste l'ajustement et qui a pour conséquence de renchérir les dettes publiques et privées en maintenant un chômage élevé.

Pierre Sicsic : Je ne comprends pas bien ce qu'est la « déflation du XXI^e siècle ».

Xavier Timbeau : C'est des chocs permanents d'erreurs d'anticipation des prix par les ménages. Cela peut se traduire par une inflation à -1 ou -0,5, c'est une inflation instable, sans cible, avec des erreurs permanentes d'anticipation qui conduisent à une lente décrue de l'inflation, le tout brouillé par des phénomènes aléatoires.

Pierre Sicsic : De toute façon si on se trompe systématiquement sur l'anticipation de l'inflation, et si on continue à se tromper, elle va finir négative et cela c'est la déflation habituelle.

Autre question sur le partage de la valeur ajoutée, celle du taux d'intérêt réel, les taux d'intérêt réels sont-ils si bas que cela ? Tout dépend des anticipations d'inflation que l'on choisit.

Xavier Ragot : Sur ces sujets, la question préliminaire est : quelle est la cible ? Que pense-t-on des taux-cibles sur les salaires réels nécessaires pour re-stabiliser la zone euro et des dévaluations internes à cinq ou dix ans ? Et ensuite comment les atteint-on ? On sait que les prix et les salaires ont considérablement divergé dans la zone euro. Les salaires allemands ont baissé de 20 % par rapport aux salaires français et encore plus par rapport à d'autres pays depuis 1995. De ce fait, faut-il envisager un rattrapage de ce différentiel ? De combien les salaires allemands doivent-ils augmenter par rapport au reste de la zone euro et pour combien de temps ? Cette analyse des divergences nominales manque en France et en Europe, et est en cours d'élaboration à l'OFCE. La question de reconvergence par le haut de la zone euro est la question centrale.

Xavier Timbeau : Il y a une dévaluation de la valeur ajoutée en Espagne par exemple qui donne une indication.

Pierre Sicsic : La Banque de France a un avis sur l'ajustement souhaitable du compte courant français qui n'est pas dramatique mais qui est durablement négatif.

Philippe Waechter : Sur cette question je vois deux aspects à souligner sur la dynamique globale. Soit on fait l'hypothèse que la croissance globale va redémarrer et que la dynamique d'avant-crise va revenir. Si effectivement, la croissance du commerce mondial reprend et si on retrouve des dynamiques robustes un peu partout, alors il n'est

pas essentiel de faire immédiatement un ajustement des salaires réels. Ce scénario paraît excessif aujourd'hui.

En revanche, la question se pose nécessairement en cas de reprise beaucoup plus lente. Si l'économie globale ne reprend pas franchement, si le commerce mondial est peu dynamique, alors les questions posées sont d'un autre ordre. Une telle situation peut provenir d'une contribution beaucoup plus réduite qu'imaginée de la Chine à la croissance mondiale. Le commerce mondial serait pénalisé durablement. La conséquence serait alors la nécessité de trouver une plus grande autonomie de croissance.

On a tous envie de penser que le reste du monde ira mieux et que en dévaluant un peu l'euro, la situation s'améliorera et tout rentrera dans l'ordre progressivement. Si ce n'est pas le cas, il faut penser à un nouvel équilibre européen, d'une autre nature. Quelle dévaluation interne à la zone euro faut-il mettre en œuvre, quelle politique économique pour la zone euro. Le vrai défi aujourd'hui pour la zone euro est de créer sa propre croissance. Faut-il passer principalement par des changements institutionnels avec davantage de fédéralisme et une dynamique politique renforcée pour faire contrepoids à la BCE ou faut-il faire des réformes structurelles pour améliorer la compétitivité de chacun ? Le premier suppose un nécessaire transfert de souveraineté et la situation ne sera pas simple à gérer. À la seconde option s'oppose le fait que mettre en œuvre des réformes structurelles dans un monde sans croissance et avec un risque de déflation c'est prendre le risque de plonger en déflation car chacun voudra être plus compétitif que son voisin.

Cette interrogation sur les réformes structurelles n'est pas nouvelle mais elle n'avait pas été traitée. Elle apparaît dès 2004-2007, lorsque la croissance mondiale progresse à une allure folle et que la croissance de la zone euro est à 2 % et celle de la France difficilement à 2 %. Même quand la croissance mondiale est forte, la zone euro et la France peinent, convergeant difficilement vers leur taux de croissance moyen. La question du salaire réel n'est pas suffisante.

Xavier Ragot : Peut-on évoquer la robustesse du scénario sur le taux de change euro-dollar ? Si les perspectives sont différentes, autour de 1,30 par exemple, quel est le scénario pour la France et la zone euro ?

Xavier Timbeau : L'élasticité du PIB au taux de change euro/dollar qu'on retient est 0,6 pour la France. La baisse de l'euro dépend beaucoup de la politique monétaire américaine. C'est un élément important et en étant pessimiste, on peut dire qu'il peut enchaîner des réformes structurelles sur le marché du travail, un durcissement des politiques budgétaires pour arriver à contrôler la dette, mesures qui peuvent amplifier les conséquences. La politique de taux de change peut se faire en regardant l'inflation, mais ce n'est pas une politique de lutte contre l'inflation.

Pierre Sicsic : Je crois que si, l'inflation est l'objectif final et si l'inflation ne remonte pas, il y a un problème, même sans aller vers des épisodes de déflation.

Éric Heyer : Quelle est votre prévision sur le taux de change euro-dollar ?

Philippe Waechter : à 1,20. Les écarts de taux baisseraient depuis 2014 et depuis quinze jours il est remonté de manière violente. Le taux de change a cessé de se déprécier.

La France

Xavier Ragot : Passons maintenant à la France, le cœur de notre sujet.

Philippe Waechter : Mon interrogation sur la France ne concerne pas les mécanismes déjà évoqués. J'insisterai sur le niveau de déprime extrêmement fort. La comparaison est intéressante entre les premiers chocs pétroliers, où la reprise a été rapide, l'économie a spontanément redémarré, l'assiette fiscale avait augmenté et les problèmes budgétaires avaient disparu. Aujourd'hui le PIB par tête n'a pas retrouvé son niveau de 2007. Après 2007 et 2009, on a eu les plans de relance aux États-Unis et en France. Aujourd'hui quels seraient les facteurs d'une reprise de l'économie française ? La persistance de l'atonie est inquiétante comme en Italie d'ailleurs. Dans notre prévision, notre taux de croissance est un peu moins élevé que le vôtre à cause de cet aspect d'incertitude sur le rebond. Avec un consommateur qui n'a aucune raison de vouloir dépenser et un investissement qui continue de se contracter, on ne voit pas d'où viendra la dynamique de croissance.

Pierre Sicsic : Pourquoi ne prévoyez-vous pas 2016 ? Avec le CICE et les différents pactes, comment se fait-il que l'investissement ne

reparte pas ? Dans votre prévision, on remarque l'effort réalisé pour faire passer la croissance au-dessus de 1, en favorisant les imports. Je ne crois pas un compte qui donne 1,2 d'import et seulement 1,1 de PIB. Vous avez sous-estimé l'investissement.

Éric Heyer : Notre investissement productif progresse, faiblement certes mais progresse. C'est l'investissement total qui diminue sous l'effet de l'effondrement de l'investissement logement.

Pierre Sicsic : Pourquoi ne prévoyez-vous pas 2016 ? Avec le CICE et les différents pactes, comment se fait-il que l'investissement ne reparte pas ? Dans votre prévision, on remarque l'effort réalisé pour faire passer la croissance au-dessus de 1, en favorisant les imports. Je ne crois pas un compte qui donne 1,2 d'import et seulement 1,1 de PIB. Vous avez sous-estimé l'investissement.

Philippe Waechter : L'investissement est la seule variable qui peut accélérer brutalement, comme en 2006 et 2010. Il aurait été intéressant d'avoir la prévision pour 2016.

Éric Heyer : Nous ne considérons pas que l'économie française soit dans un cycle de reprise. Pour nous, 1 point de croissance est encore au-dessous du potentiel et l'*output gap* continue de se creuser. La faible croissance de l'investissement productif traduit bien l'idée que les entreprises sont encore en sous-utilisation de leurs capacités de production et que nous ne sommes pas en sortie de crise. Pour qu'il y ait reprise du taux d'investissement, il faut bien que la croissance dépasse son potentiel (au moins 1,4).

Pierre Sicsic : Il faut trouver les freins. Les effets du pétrole sont favorables, la compétitivité-prix est favorable aussi, les conditions de crédit sont aussi favorables, quant aux conditions budgétaires... les 50 milliards d'économies annoncés sont évalués par rapport à une dépense en volume tendancielle élevée.

Éric Heyer : Les tableaux 1 et 2 de la synthèse sur l'économie française indiquent parfaitement tous les freins empêchant la reprise en France. Sur les milliards d'économies, nous expliquons en détail comment on passe de 21 milliards d'économies en 2015 à 5 milliards selon le mode de calcul (graphique 33 de la partie France).

Xavier Timbeau : Le frein principal reste la politique budgétaire. Ce choix de stimuler par les baisses de dépenses et les hausses de

prélèvements est assez lourd. Cela explique le peu d'investissement en France.

Pierre Sicsic : Où sont les blocages ? Vous dites la baisse de la demande publique et la hausse des prélèvements sur les ménages, mais il doit bien y en avoir d'autres.

Xavier Timbeau : On pourrait envisager une baisse du salaire réel brutale, ainsi on va rétablir les marges des entreprises qui pourront alors investir, comme on le dit dans notre modèle, mais il se trouve que dans notre modèle les salaires réels améliorent les marges des entreprises ; cette baisse améliorerait aussi la compétitivité, ferait gagner des parts de marché, mais elle ferait baisser la consommation. À court terme les effets sur l'entreprise ne seraient pas très différents de ceux du CICE.

Pierre Sicsic : Dans votre prévision je ne vois pas l'impact du CICE sur le taux de marge puis sur l'investissement.

Éric Heyer : C'est ce qu'on voit pour le CICE : il va en partie dans les salaires, en partie dans l'emploi et en partie dans le taux de marge mais pas dans l'investissement.

Xavier Timbeau : Un des objectifs du CICE était de ralentir l'hémorragie des taux de marge. Mais pendant ce temps l'Espagne fait de la baisse des coûts salariaux et des prix de VA qui ne croissent pas vite.

Philippe Waechter : Tout cela explique la panne de l'investissement, quel intérêt à investir et pour faire quoi ? On peut se dire : « si je suis le seul à investir et que rien ne redémarre, j'en suis pour ma poche ! ». Même avec des conditions financières telles que le CICE en procure, il n'y a pas d'incitation à investir. Aucun chef d'entreprise n'a une projection à cinq ans. Comment modifier ce comportement ? C'est la grande question dans tous les pays de la zone euro, seule une politique coopérative entre États membres pourrait améliorer la situation.

Xavier Ragot : Et surtout la grande question est celle de l'ajustement interne de la zone euro.

INDEX DES TABLEAUX, GRAPHIQUES ET ENCADRÉS

Tableaux	307
Graphiques	309
Encadrés	313
Liste des abréviations de pays	314

Le piège de la déflation

Perspectives de croissance mondiale 11

Impact des impulsions budgétaires 30

Taux bancaires réels sur les nouveaux crédits aux ménages et aux SNF, 2011-2015 37

Impact sur le PIB de la hausse des taux d'intérêt réels, 2011-2015. 37

Évolution des prêts non performants entre 2008-2013,dans quelques pays de la zone euro 47

Revenus médians et moyens des ménages américains selon le niveau de richesse 59

Évolution par la Commission européenne de la situation économique . 73

Tax gaps 74

Décomposition du *Tax Gap* 75

Zone euro : résumé des prévisions 79

Allemagne : résumé des prévisions 80

France : résumé des prévisions 81

Italie : résumé des prévisions 82

Espagne : résumé des prévisions 83

Royaume-Uni : résumé des prévisions 84

États-Unis : résumé des prévisions 85

Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB 86

Amérique latine : résumé des prévisions 86

Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières 87

Royaume-Uni : résumé des prévisions 95

France : croissance hors taxes

Les freins à la croissance en France de 2010 à 2013 112

Les freins à la croissance en France (2013-2015) 122

Résumé de la prévision pour 2014 et 2015 123

Résultats d'estimation 124

Révision des comptes nationaux 128

La politique budgétaire en 2014 et en 2015 130

Principaux agrégats de finances publiques 132

Impact sur l'économie française d'une hausse de 8 milliards d'euros de la TVA 133

Emploi et chômage 135

Les déterminants des variations du taux d'épargne en France 146

Croissance du revenu réel des ménages 147

Facteurs contribuant à la révision du déficit public en 2014 et 2015 ..	150
Objectifs budgétaires	152
Répartition des économies prévues sur la dépense publique	156
Mesures ayant un effet sur le déficit public structurel en 2014 et 2015	160
Résumé des prévisions pour l'économie française	164
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés ..	165
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire	166
Emploi et productivité par tête	166
Éléments du compte des ménages	167
Commerce extérieur et parts de marché	168
Taux d'intérêt et taux de change	168

Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ?

Encours de crédits et de dépôts transfrontaliers (entre IFM)	176
Encours de crédits et de dépôts transfrontaliers (des IFM vers les non IFM)	177
Déterminants des taux d'intérêts bancaires avant et depuis la crise ..	184
Déterminants des taux d'intérêts bancaires avant et depuis la crise ..	185
L'Europe bancaire	201
Expositions extérieures des 30 premières banques européennes	203
Poids des engagements des gouvernements en faveur des banques en pourcentage du PIB européen	205

Baisse de l'euro et désinflation compétitive quel pays en profitera le plus ?

Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les exportations	228
Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les importations	229
Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les prix d'exportations	230
Les résultats des modèles à corrections d'erreurs pour les prix d'importations	231
Effet à long terme d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal	240
Décomposition pour la zone euro d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal	240
Impact sur l'économie française d'une dépréciation du taux de change de l'euro de 10 % contre toutes les monnaies	242

Impact sur l'économie française d'une amélioration de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport au reste du monde .	243
Impact sur l'économie française d'une amélioration de 10 % de la compétitivité-prix de la France par rapport aux pays de la zone euro .	243
Une revue de la littérature des élasticités-prix de long terme du commerce extérieur pour la France	248

La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant

Évolution des rémunérations nominales par salarié	261
Taux d'emploi par niveau de diplôme	265
Taux d'emploi par tranche d'âge	266

INDEX DES GRAPHIQUES

Le piège de la déflation

PIB par tête	13
Durées moyenne et médiane du chômage aux États-Unis	19
Salaires hebdomadaires réels moyen et médian aux États-Unis	20
Richesse nette des ménages américains	21
PIB par tête à l'intérieur de la zone euro	32
Taux des obligations d'État à 10 ans	34
Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux ménages et aux SNF en zone euro-11	35
Inflation sous-jacente	36
Taux de change de l'euro	38
Taux implicite (<i>shadow rate</i>) de politique monétaire	39
Taux de change effectifs réels	41
Taux de change effectifs réels des grands pays de la zone euro	42
Parts de marché à l'exportation des grands pays européens	43
Parts de marché à l'exportation des États-Unis et du Japon	43
Flux de financement au passif des SNF de la zone euro	51
Flux de crédits au passif des SNF des pays de la zone euro	51
Enquête sur les conditions de crédit aux SNF de la zone euro	52
Dettes des SNF	53
Dettes des SNF de la zone euro	54
Levier des SNF	55
Endettement des ménages	56

Endettement des ménages de la zone euro	57
Taux d'investissement productif aux États-Unis et dans la zone euro	60
Comparaison du PIB	62
Comparaison de la consommation des ménages	62
Comparaison de la formation brute de capital fixe	63
Comparaison des exportations	63
Taux d'inflation dans la zone euro	66
Taux de chômage en zone euro	67
Écart du taux de chômage au taux de chômage structurel et évolution des coûts salariaux relatifs	68
Royaume-Uni : Évolution de la valeur ajoutée par secteur	90

France : croissance hors taxes

Évolution du PIB par tête au cours des six années suivant le pic d'activité d'avant-crise	98
Différentes hypothèses d'évolution du PIB potentiel français	102
Écart de production en France	104
Pourcentage d'entreprises ne pouvant produire davantage en raison de...	106
Marges de capacité de production...	107
Cycle de productivité dans les secteurs marchands	108
Inflation et salaires en France	109
Évolutions comparées du PIB de la France et de ses principaux partenaires	110
Flux de nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises	113
Taux d'intérêt réels aux ménages et aux entreprises	114
Taux de prélèvements obligatoires en France	115
Contributions à l'évolution du PIB	116
Balance commerciale de la France	118
Balance commerciale trimestrielle en valeur, glissement annuel et contributions au glissement annuel	118
Évolution des coûts salariaux unitaires de la France et des principaux pays de la zone euro	119
Indicateurs de confiance dans...	120
Indice de production industrielle et consommation des ménages en biens	120
L'investissement en logements des ménages	124
Nombre de logements autorisés à la construction par année	125
Multiplicateurs selon l'instrument et la phase conjoncturelle	132
Évolutions sectorielles de l'emploi après réaffectation de l'intérim	133
Cycle de productivité par tête dans les secteurs marchands	134
Effet des politiques d'emploi sur le taux de chômage	136

Entrées totales en apprentissage au cours de l'année	137
Entrées en apprentissage par secteur	138
Entrées en apprentissage selon le niveau de diplôme préparé	139
Entrées en apprentissage selon l'âge	139
Effet déclaré du CICE sur l'emploi selon le secteur d'activité et croissance de l'emploi sectoriel au 1 ^{er} semestre 2014	143
Taux de marge et taux d'investissement des entreprises non-financières	144
Croissance du revenu disponible réel et de la consommation des ménages	145
Effet de la dépréciation de l'euro sur l'inflation	148
Ajustements budgétaires structurels selon les critères retenus pour 2014 et 2015	153
Montant des économies selon la méthode de calcul	154
Évolution des taux de PO ménages et entreprises	162
Le pouvoir d'achat par ménage	163

Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ?

Écart entre taux Euribor et taux Eurepo	174
Soldes TARGET	175
Conditions d'offre de crédit aux SNF	178
Conditions d'offre de crédit aux ménages (crédits immobiliers)	178
Taux d'intérêt pratiqués sur les nouveaux crédits aux SNF (durée de 1 à 5 ans)	179
Dispersion des taux d'intérêt bancaires sur les crédits	180
Dispersion des taux d'intérêt bancaires sur les dépôts	180
Taux implicite (shadow rate) de politique monétaire	189
Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale	190
Composition de l'actif du bilan de la Banque d'Angleterre	190
Composition de l'actif du bilan de la BCE	192

Baisse de l'euro et désinflation compétitive quel pays en profitera le plus ?

Taux de change de l'euro par rapport...	222
Taux de change effectif de l'euro	223
Élasticité-prix des exportations pour la France : une revue de la littérature	232
Élasticité-prix des exportations pour l'Allemagne : une revue de la littérature	234

Élasticité-prix des exportations pour l'Italie : une revue de la littérature	234
Élasticité-prix des exportations pour l'Espagne : une revue de la littérature	235
Élasticité-prix des exportations pour le Royaume-Uni : une revue de la littérature	236
Élasticité-prix des exportations pour les États-Unis : une revue de la littérature	236
Élasticité-prix des prix d'exportations : une revue de la littérature	237
Impact d'une dépréciation de 10 % du taux de change effectif nominal	239

La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant

Balances courantes dans la zone euro	256
Variation du taux de chômage par rapport au premier trimestre 2008	260
Évolution du taux de chômage et des salaires nominaux par salarié	260
Évolution des rémunérations nominales par salarié dans l'ensemble de l'économie	261
Évolution des CSU dans les pays cœurs et périphériques de la zone euro	263
Évolution cumulée des CSU réels (déflatés par l'IPC) corrigés de la non salarisation depuis 2008	264
Évolution des revenus salariaux par décile pour les salariés à temps complet de 2009 à 2012	269
Évolution des revenus salariaux par décile pour tous les salariés confondus de 2009 à 2012	269
Évolution du taux de temps partiel involontaire et des CSU relatifs dans la zone euro	270
Évolutions cumulées du taux d'emploi et du revenu salarial par niveau de diplôme dans les grands pays de la zone euro	273
Variations cumulées du taux d'emploi du revenu salarial par catégorie d'âge dans les grands pays de la zone euro	274
Évolution cumulée des CSU relatifs à ceux de leurs partenaires de la zone euro depuis le 1 ^{er} trimestre 2008	276
Évolution des CSU relatifs et des exportations totales, des importations entre 2008 et 2013	278
Évolution des CSU relatifs et des prix à l'exportation relatifs entre 2008 et 2013	279
Évolution des indices de prix à la consommation selon les types de biens et services	280

INDEX DES ENCADRÉS

Le piège de la déflation

Ce que disent les données agrégées et ce que montrent les enquêtes :

le cas des États-Unis	57
La situation de la zone euro rappelle-t-elle celle du Japon au cours des années 1990 ?	61
La déflation par la dette	70
Calcul du tax gap et extensions	72

France : croissance hors taxes

Le logement s'écroule	123
Quel point de départ pour la prévision ?	127
L'apprentissage : quelle crise ?	136
Le partage des prélèvements obligatoires entre entreprises et ménages depuis 2001	161
L'impact de l'austérité fiscale sur le pouvoir d'achat : 930 euros par ménage en moyenne en trois ans	162

Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ?

Fragmentation de la transmission de la politique monétaire	182
Comparaison des mesures de politique monétaire de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale	189
Les récentes annonces de la BCE et ce que l'on peut en attendre	195
Les stress tests en question	208
Lien entre instabilité et performances économiques	214

La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant

Les différents éléments derrière l'accélération des salaires allemands	262
Un focus sur les salaires espagnols à l'aide des données microéconomiques nationales	271
Politique de l'emploi en France, Italie, Espagne, Portugal, Irlande et Grèce.	282

AFG	Afghanistan	COM	Comores
AGO	Angola	CPV	Cap-Vert
ALB	Albanie	CRI	Costa Rica
AND	Andorre	CUB	Cuba
ARE	Émirats arabes unis	CYP	Chypre
ARG	Argentine	CZE	République tchèque
ARM	Arménie	DEU	Allemagne
ATG	Antigua-et-Barbuda	DJI	Djibouti
AUS	Australie	DNK	Danemark
AUT	Autriche	DO	DMA Dominique
AZE	Azerbaïdjan	DOM	République dominicaine
BDI	Burundi	DZA	Algérie
BEL	Belgique	ECU	Équateur
BEN	Bénin	EGY	Égypte
BFA	Burkina Faso	ERI	Érythrée
BGD	Bangladesh	ESP	Espagne
BGR	Bulgarie	EST	Estonie
BHR	Bahreïn	ETH	Éthiopie
BHS	Bahamas	EUZ	Zone euro
BIH	Bosnie-Herzégovine	FIN	Finlande
BLR	Biélorussie	FJI	Fidji
BLZ	Belize	FRA	France
BOL	Bolivie	FSM	Micronésie
BRA	Brésil	FYR	Macédoine
BRB	Barbade	GAB	Gabon
BRN	Brunei	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BTN	Bhoutan	GEO	Géorgie
BWA	Botswana	GHA	Ghana
CAF	République centrafricaine	GIN	Guinée
CAN	Canada	GMB	Gambie
CHE	Suisse	GNB	Guinée-Bissau
CHL	Chili	GNQ	Guinée équatoriale
CHN	Chine	GRC	Grèce
CIV	Côte d'Ivoire	GRD	Grenade
CMR	Cameroun	GTM	Guatemala
COD	République démocratique du Congo	GUY	Guyana
COG	République du Congo	HND	Honduras
COL	Colombie	HRV	Croatie

HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palao
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan
MEX	Mexique	SEN	Sénégal
MHL	Marshall	SGP	Singapour
MLI	Mali	SLB	Salomon

SLE	Sierra Leone	VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
SLV	Salvador	VEN	Venezuela
SMR	Saint-Marin	VNM	Viêt Nam
SOM	Somalie	VUT	Vanuatu
STP	Sao Tomé-et-Principe	WSM	Samoa
SUR	Suriname	YEM	Yémen
SVK	Slovaquie	ZAF	Afrique du Sud
SVN	Slovénie	ZMB	Zambie
SWE	Suède	ZWE	Zimbabwe
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taiïwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		
UZB	Ouzbékistan		
VAT	Vatican		

LE PIÈGE DE LA DÉFLATION

PERSPECTIVES 2014-2015

sous la direction de Xavier Timbeau

La reprise en zone euro ne se produit pas. La croissance mondiale reste également à la peine, sous le coup de la faiblesse de la zone euro et en l'absence de moteur vigoureux. L'année 2015 serait marquée par une légère accélération, mais là encore à un rythme de croissance trop faible dans la plupart des pays de la zone euro pour induire une baisse significative du chômage.

Pourtant, à la suite des interventions de la Banque centrale, de la mise en place d'un mécanisme européen de résolution des crises bancaires, de la modération dans la consolidation budgétaire ou même de la baisse de l'euro par rapport au dollar intervenue au cours de l'année 2014, une sortie de crise des dettes souveraines en zone euro était espérée. La dynamique de l'impact des plans de consolidation budgétaire peut expliquer en partie que ceux-ci jouent encore négativement. Mais le rôle joué par les taux d'intérêts réels anticipés par les agents privés (entreprises et ménages) indique que la dynamique de déflation est centrale. La résolution de la crise des dettes souveraines n'a pas produit la baisse attendue des taux pratiqués aux agents privés. Le ralentissement de l'inflation a conduit à une hausse des taux réels (en Espagne et en Italie principalement). Un passage, même temporaire, par la déflation accentuera le poids de la dette publique et appellera de nouvelles consolidations budgétaires. Un « désancrage » des anticipations refermerait sûrement le piège de la déflation.

Les ajustements en cours sur les salaires et coûts unitaires sont un facteur supplémentaire contribuant à cette spirale déflationniste. Les pays en crise cherchent dans la compétitivité un substitut à une demande intérieure atone. Mais les gains des uns réduisent ceux attendus par les autres et maintiennent la pression à la baisse sur les salaires nominaux ou obligent aux dévaluations fiscales.

L'ajustement interne de la zone euro passera par les coûts relatifs, mais la sortie de crise suppose une politique monétaire vigoureuse, une fragmentation réduite du financement de la zone euro mais aussi un stimulus de la demande que la baisse de l'euro ne suffira pas à produire.

Les perspectives économiques ont été réalisées sous la direction de Xavier Timbeau avec les contributions de Céline Antonin, Christophe Blot, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane et Christine Riffart. Pierre Sicsic et Philippe Waechter ont participé au débat sur les prévisions inclus dans ce numéro.

24 € ISBN 978-2-312-02188-1

REVUE DE L'OFCE 136 (2014)

www.ofce.sciences-po.fr

ofce



SciencesPo.