



**HAL**  
open science

## Le commencement de la déflation. Perspectives 2013-2014

Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Xavier Timbeau. Le commencement de la déflation. Perspectives 2013-2014. Revue de l'OFCE, 2013/3 (129), pp.357, 2013, Analyse et prévisions. hal-03470593

**HAL Id: hal-03470593**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03470593>**

Submitted on 8 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 COMMENCEMENT DE LA DÉFLATION**

**PERSPECTIVES 2013-2014**

**avril 2013**



**sous la direction de Xavier Timbeau**

# PERSPECTIVES 2013-2014

**avril 2013**

**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, auxquels s'associent plusieurs *Research fellows* de renommée internationale (dont trois prix Nobel). « 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 préside l'OFCE depuis 2011, 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**

Philippe Weil

### **Direction**

Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Jacques Le Cacheux, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

### **Comité de rédaction**

Christophe Blot, Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Gérard Cornilleau, Éric Heyer, Éloi Laurent, Jacques Le Cacheux, Françoise Milewski, Lionel Nesta, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

### **Publication**

Philippe Weil (directeur de la publication), Gérard Cornilleau (rédacteur en chef), Laurence Duboys Fresney (secrétaire de rédaction), Najette Moumami (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 2013-2014

sous la direction de Xavier Timbeau

### PRÉVISIONS

<b>Le commencement de la déflation</b> . . . . .	11
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie mondiale</i> Département analyse et prévision	
<b>Zone euro : le calice de l'austérité jusqu'à la lie</b> . . . . .	59
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie européenne</i> Céline Antonin, Christophe Blot et Danielle Schweisguth	
<b>France : tenue de rigueur imposée</b> . . . . .	101
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie française</i> Département analyse et prévision, Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane	

### FICHE THÉMATIQUE ET FICHES PAYS

<b>Pétrole : <i>statu quo</i></b> . . . . .	173
Céline Antonin	
<b>États-Unis : sous le poids de l'ajustement budgétaire</b> . . . . .	181
Christine Riffart	
<b>Japon : <i>abnomics</i> ou le retour du <i>policy-mix</i> expansionniste</b> . . . . .	189
Bruno Ducoudré	
<b>Asie : la performance toujours au rendez-vous</b> . . . . .	197
Amel Falah	
<b>Amérique latine : la croissance en sous-régime</b> . . . . .	205
Christine Riffart	
<b>PECO : au ralenti</b> . . . . .	209
Marion Cochard	
<b>Royaume-Uni : l'austérité budgétaire sans fin</b> . . . . .	213
Catherine Mathieu	
<b>Allemagne : la croissance plie mais ne rompt pas</b> . . . . .	223
Sabine Le Bayon	
<b>Italie : crises économique et politique</b> . . . . .	231
Céline Antonin	
<b>Espagne : vers une décennie perdue ?</b> . . . . .	243
Danielle Schweisguth	

## ÉTUDES SPÉCIALES

<b>La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation . . . . .</b>	<b>253</b>
Département analyse et prévision	
<b>PIB, déficit, dette, chômage : où vont les économies à moyen terme ? . . . . .</b>	<b>299</b>
Département analyse et prévision	
<i>Index des tableaux, graphiques et encadrés . . . . .</i>	<i>333</i>
<i>Liste des abréviations de pays . . . . .</i>	<i>340</i>
<b>Débat sur les perspectives économiques . . . . .</b>	<b>343</b>

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

## Avertissement

Ce numéro spécial sur les prévisions est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment. Le premier article présente le scénario de prévision pour l'ensemble du monde et le deuxième pour la zone euro. Le troisième article détaille l'analyse conjoncturelle de la France. Des fiches pays et thématiques suivent ces deux articles, détaillant d'autres zones géographiques.

Une première étude spéciale traite de la déflation salariale et de son lien avec la compétitivité ; elle s'intitule « La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation ». La seconde intitulée « PIB, déficit, dette, chômage : où vont les économies à moyen terme ? » aborde les perspectives à moyen terme concernant le potentiel d'activité, les déficits et la dette publique.

Inserés dans cette prévision, 17 encadrés abordent des points spécifiques.

Enfin, le débat sur les perspectives économiques permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles d'Axelle Lacan et d'Edouard Tétreau.





## PRÉVISIONS

---

<b>Le commencement de la déflation . . . . .</b>	<b>11</b>
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie mondiale</i> Département analyse et prévision	
<b>Zone euro : le calice de l'austérité jusqu'à la lie . . . . .</b>	<b>59</b>
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie européenne</i> Céline Antonin, Christophe Blot et Danielle Schweisguth	
<b>France : tenue de rigueur imposée . . . . .</b>	<b>101</b>
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie française</i> Département analyse et prévision, Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane	

---



# LE COMMENCEMENT DE LA DÉFLATION

## PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision<sup>1</sup>,  
sous la direction de Xavier Timbeau

---

La Grande Récession se poursuit pour la cinquième année consécutive. De 2010 à 2013, les efforts budgétaires réalisés et annoncés par les pays développés ont été sans précédent, avec pour objectif une réduction rapide des déficits. Mais dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité. Trop longtemps ignoré, ce mécanisme a conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics furent toujours déçus.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera donc l'effort de consolidation budgétaire, malgré le haut niveau du chômage involontaire. Les multiplicateurs budgétaires restant élevés, les pays développés s'enfonceront dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

La poursuite de cette stratégie d'austérité budgétaire porte en elle le germe de la déflation salariale dans les pays les plus touchés. Les réformes structurelles imposées par la troïka consistant notamment à couper dans les rémunérations des fonctionnaires indiquent que cette déflation n'est pas subie, mais encouragée, avec pour objectif la restauration de la compétitivité des pays en crise.

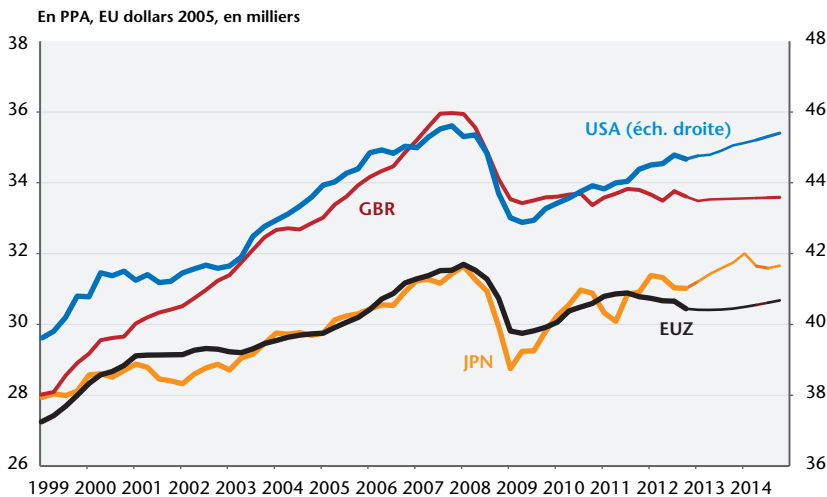
Mais, puisque la zone euro est un espace de change fixe, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Un nouveau levier sera activé par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

---

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2013. Il a été rédigé par Bruno Ducoudré, 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, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danièle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 8 avril 2013.

La crise économique et financière mondiale, amorcée à la fin de l'année 2008 entre maintenant dans sa cinquième année (graphique 1, tableau 1). Et 2012 aura été pour l'Union européenne une nouvelle année de récession. Les enchaînements économiques ont démenti la sortie de crise maintes fois annoncée. Nos prévisions pour les années 2013 et 2014 peuvent se résumer assez sinistrement : les pays développés vont rester englués dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

Graphique 1. PIB par tête dans les pays développés



De 2010 à 2013, les efforts budgétaires réalisés et annoncés ont été sans précédent pour les pays de la zone euro (-4,6 % du PIB), le Royaume-Uni (-7,4 %) ou les États-Unis (-4,7 %) (tableau 2). L'ajustement budgétaire reporté aux États-Unis, mais précipité par l'absence de consensus politique entre les démocrates et les républicains devrait s'accroître en 2013 et en 2014.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

	Taux de croissance annuels, en %			
	Poids <sup>1</sup> dans le total	2012	2013	2014
DEU	4,2	0,9	0,4	1,5
FRA	3,1	0,0	-0,2	0,6
ITA	2,6	-2,4	-1,5	0,3
ESP	2,0	-1,4	-1,2	0,6
NLD	1,0	-1,0	-0,7	0,7
BEL	0,6	-0,2	0,3	1,3
FIN	0,5	-0,2	-0,1	1,1
AUT	0,5	0,8	0,4	1,0
PRT	0,3	-3,2	-2,5	0,1
GRC	0,3	-6,3	-6,0	-2,0
IRL	0,3	0,9	0,1	0,7
EUZ	15,5	-0,5	-0,4	0,9
GBR	3,2	0,3	0,3	0,8
SWE	0,5	1,2	1,3	2,6
DNK	0,3	-0,5	0,7	1,5
Union européenne à 15	19,4	-0,4	-0,3	0,9
12 nouveaux pays membres	2,7	0,7	1,1	2,4
Union européenne à 27	22,0	-0,3	-0,2	1,0
CHE	0,5	1,0	1,2	1,7
NOR	0,4	3,3	2,5	2,8
Europe	22,9	-0,2	-0,1	1,1
USA	20,8	2,2	1,5	1,7
JPN	6,3	2,0	1,0	0,7
CAN	1,9	1,8	1,2	1,4
Pays industriels	53,5	1,1	0,7	1,3
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,5	2,2	3,3	4,0
RUS	3,3	3,4	3,2	3,8
Autres CEI <sup>3</sup>	1,3	2,7	3,4	4,6
CHN	11,5	7,8	8,2	8,0
Autres pays d'Asie	13,2	4,1	5,3	6,0
Amérique latine	8,7	2,9	3,0	3,6
Afrique subsaharienne	2,3	4,8	5,1	5,1
Moyen-Orient et Afrique du nord	4,8	5,2	3,2	3,5
Monde	100	2,8	2,8	3,2

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

2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2013.

Tableau 2. Impulsions budgétaires dans les pays développés

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)
DEU	1,4	-1,4	-1,0	0,1	0,0
AUT	0,7	-1,5	-0,3	-0,6	-0,3
BEL	-0,1	0,0	-1,5	-0,5	-1,0
ESP	-1,4	-1,5	-3,3	-2,0	-1,1
FIN	1,3	-0,9	0,0	-0,8	-0,7
FRA	-0,6	-1,9	-1,3	-1,8	-1,4
GRC	-7,6	-5,3	-4,8	-3,8	-2,0
IRL	-4,2	-1,5	-1,8	-1,9	-1,8
ITA	-0,6	-0,2	-3,0	-1,4	-0,7
NLD	-1,1	-0,4	-1,4	-1,7	-0,7
PRT	-0,3	-3,7	-3,0	-2,1	-1,9
EUZ 11*	-0,3	-1,3	-1,8	-1,1	-0,6
USA	-1,1	-1,1	-0,9	-1,6	-1,6
GBR	-2,2	-3,3	-0,9	-1,0	-1,1
JPN	0,5	0,2	0,6	1,9	-1,3

\*Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.  
Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévision avril 2013.

En 2014, l'austérité en zone euro s'atténuerait globalement, mais elle continuerait très fortement dans les pays encore en déficit excessif, qui sont également ceux dans lesquels les multiplicateurs sont les plus élevés.

Le Japon est une exception dans ce paysage. Frappé par une série de catastrophes naturelles et les conséquences de l'accident nucléaire de Fukushima, ce pays n'a pas (encore) conduit de politique restrictive. En 2014, un violent plan de redressement budgétaire tentera de contrôler les finances publiques.

Dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité (tableau 3). Cette idée, mise en avant par Marco Buti<sup>2</sup>, économiste en chef de la Commission européenne, sonne à la fois comme un aveu et comme un euphémisme. Un aveu parce que la prise de conscience de la valeur élevée des multiplicateurs budgétaires a été tardive et a été négligée trop long-

2. « With fiscal multipliers higher than in normal times, the consolidation efforts have been costly in terms of output and employment. » Marco Buti et Karl Pichelmann, ECFIN *Economic Brief Issue 19*, février 2013, *European prosperity reloaded: an optimistic glance at EMU@20*.

temps ; Olivier Blanchard et David Leigh<sup>3</sup> rappellent que cette omission s'est traduite par des erreurs systématiques de prévision, d'autant plus grandes que la situation des pays était dégradée et que les efforts de réduction des déficits ont été importants.

**Tableau 3. Pertes (-) ou gains (+) de production et variation du chômage**

En %

2008q1 / 2012q4	USA	JPN	GBR	DEU	FRA	ESP	ITA	EUZ (4)
<b>PIB</b>	+2,9	-2,6	-3,3	+1,4	-1,1	-6,5	-7,7	-2,6
<b>PIB/habitant</b>	-1,4	-2,0	-6,5	+1,5	-3,8	-7,6	-9,9	-4,0
<b>Chômage (en points)</b>	+2,8	+0,2	+2,4	-1,1	+3,1	+16,9	+4,8	+4,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Cette erreur a également conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics furent toujours déçus. L'impact plus fort que « prévu » des plans d'austérité sur l'activité implique en effet des pertes de recettes fiscales et une moindre réduction du déficit public. Or, en s'étant fixé des objectifs non structurels de déficits, les Etats ont intensifié l'effort budgétaire. Ainsi, l'erreur de prévision se décompose-t-elle à la fois en une erreur sur les multiplicateurs et en une erreur sur l'ampleur des plans d'austérité (OFCE, 2012 et encadré 1).

### **Encadré 1. Le « coming-out » de la Commission européenne sur les multiplicateurs budgétaires**

Depuis le début de la crise, la Commission européenne a longtemps soutenu l'idée que les multiplicateurs budgétaires étaient faibles. Elle est revenue récemment sur sa position, s'alignant ainsi avec la position partagée par le FMI et l'OCDE quant à la valeur des multiplicateurs en 2012.

Ce revirement a été progressif. Ainsi dans ses prévisions du printemps 2012, la Commission évalue le multiplicateur pour la zone euro en fonction de la composition des impulsions budgétaires et selon différents scénarios. Dans le scénario central, le multiplicateur est estimé à 0,25 en 2012. Il s'élève à 0,5-0,6 dans le cas le plus défavorable (scénario « Zero Lower Bound »), c'est-à-dire le cas où la Banque centrale ne peut

3. Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, *IMF Working Papers* WP/13/1, 2013.



compenser la politique budgétaire restrictive par une baisse du taux d'intérêt.

La Commission a ensuite progressivement modifié son discours sur la taille des multiplicateurs mi-2012, en étudiant les cas où les multiplicateurs étaient plus élevés qu'en temps normal<sup>4</sup>. Puis, dans son exercice de prévision d'automne 2012, la Commission soutient l'idée que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en temps de crise<sup>5</sup>.

Ce revirement est aussi visible dans les révisions de prévisions de la Commission pour l'année 2012. Les révisions des prévisions de croissance  $g$  peuvent être décomposées en plusieurs termes :

Une révision de l'impulsion budgétaire  $IB$ , notée  $\Delta IB$  ;

Une révision du multiplicateur  $k$ , notée  $\Delta k$ ,  $k_0$  étant le multiplicateur initial et  $k_1$  le multiplicateur révisé ;

Une révision de la croissance spontanée dans les pays de la zone euro (hors effet de la politique budgétaire), des impulsions budgétaires hors de la zone euro...  $\Delta \epsilon$

$$\Delta g = \Delta \epsilon + \Delta (k \cdot IB) = \Delta \epsilon + \Delta k \cdot IB + k \cdot \Delta IB$$

Tous ces éléments (taille du multiplicateur, croissance spontanée, ...) ne sont pas connus, mais les impulsions budgétaires le sont. Compte-tenu de l'ampleur des politiques de rigueur menées en zone euro en 2012, on peut légitimement penser que ce sont principalement les révisions d'impulsion budgétaire et les révisions de taille du multiplicateur qui sont les sources principales de la révision des prévisions de croissance. On peut donc, en première approximation, faire l'hypothèse  $\Delta \epsilon = 0$ . En partant d'un multiplicateur égal à 0,55, soit l'évaluation haute du multiplicateur moyen pour la zone euro calculée par la Commission au printemps 2012, on peut alors calculer le multiplicateur implicite tel que la révision se partage entre révision du multiplicateur et révision de l'impulsion.

La décomposition des révisions de prévision, entre la prévision d'automne 2011 de la Commission et celle d'automne 2012 est compatible avec une révision à la hausse des multiplicateurs dans 12 pays de la

4. Voir notamment le Rapport sur les finances publiques en UEM de la Commission européenne. Il est écrit par exemple, à la page 115 : « In addition, there is a growing understanding that fiscal multipliers are non-linear and become larger in crisis periods because of the increase in aggregate uncertainty about aggregate demand and credit conditions, which therefore cannot be insured by any economic agent, of the presence of slack in the economy, of the larger share of consumers that are liquidity constrained, and of the more accommodative stance of monetary policy. Recent empirical works on US, Italy Germany and France confirm this finding. It is thus reasonable to assume that in the present juncture, with most of the developed economies undergoing consolidations, and in the presence of tensions in the financial markets and high uncertainty, the multipliers for composition-balanced permanent consolidations are higher than normal. »

5. Cf. European Economic Forecast, Autumn 2012, page 28 : « (...) there is evidence that in crisis periods fiscal multipliers can be higher than in normal economic conditions. »

zone euro (tableau 4). Cette hausse des multiplicateurs utilisés en prévision interviendrait plus particulièrement dans les pays où l'impulsion budgétaire négative est supérieure à 2 points de PIB en 2012 : Espagne, Italie, Grèce, Slovaquie, Chypre. Or l'impulsion budgétaire cumulée de ces cinq pays représente plus de 50 % de l'impulsion budgétaire totale en zone euro. En conséquence, le multiplicateur moyen pour la zone euro en 2012 a très vraisemblablement été revu à la hausse par la Commission européenne et serait proche de 1,2.

**Tableau 4. Décomposition des révisions de prévision de la Commission européenne et révision des multiplicateurs budgétaires**

	$\Delta(g)$	$=\Delta(k).IB_0$	$+\Delta(ib).k_0$	$+\Delta(e)$	$k_0$	$k_1$	$\Delta(k)$
BEL	-1,1	0,1	-1,2	0,0	0,6	0,7	0,2
DEU	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,6	0,1	-0,5
EST	-0,7	-0,4	-0,3	0,0	0,6	0,4	-0,2
IRL	-0,7	1,1	-1,8	0,0	0,6	-0,1	-0,6
GRC	-3,2	-4,0	0,8	0,0	0,6	1,7	1,1
ESP	-2,1	-1,2	-0,9	0,0	0,6	2,5	2,0
FRA	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,4
ITA	-2,4	-2,2	-0,2	0,0	0,6	1,7	1,1
CYP	-2,3	-2,1	-0,2	0,0	0,6	1,4	0,8
LUX	-0,6	-1,0	0,4	0,0	0,6	-1,5	-2,1
MLT	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,6	1,0	0,5
NLD	-0,8	-1,0	0,2	0,0	0,6	1,2	0,7
AUT	-0,1	-0,7	0,6	0,0	0,6	1,5	1,0
PRT	0,0	-1,4	1,4	0,0	0,6	1,0	0,5
SVN	-3,3	-1,8	-1,5	0,0	0,6	4,1	3,6
SVK	1,5	0,9	0,6	0,0	0,6	-0,1	-0,7
FIN	-1,3	-1,9	0,7	0,0	0,6	7,0	6,5
EUZ	-1,3	-0,9	-0,4	0,0	0,6	1,2	0,6

Note : L'impulsion budgétaire est définie comme l'opposé de la variation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles. Le multiplicateur pour la zone euro est égal à la moyenne des multiplicateurs des pays membres pondérée par la taille de l'impulsion budgétaire de chaque pays.

Sources : European Economic Forecast, automne 2011 & automne 2012, Commission européenne.

L'aveu pourrait laisser penser que l'erreur était inévitable et que la leçon en a été tirée. Il n'en est rien. Certes, de nombreuses voix se sont élevées depuis 2009<sup>6</sup> pour prévenir que les multiplicateurs pouvaient être plus élevés qu'en « temps normal », que la possibilité d'une consolidation expansive telle que décrite et documentée par Alberto Alesina était un leurre fondé sur une mauvaise interpré-

tation des données et que le risque de négliger l'impact de la consolidation sur l'activité était réel<sup>7</sup>.

### L'austérité a failli, poursuivons...

En octobre 2010 déjà, le FMI, sous l'impulsion d'Olivier Blanchard, décrivait les risques à poursuivre une consolidation trop brutale. Ainsi, au début de 2013, la prise de conscience générale semble céder à l'accumulation d'éléments empiriques trop évidents pour que la thèse opposée soit défendable. Mais le dommage a été fait.

La leçon n'en a pas été tirée non plus. Parce que pour Marco Buti, les multiplicateurs étaient<sup>8</sup> élevés. Il pointe ici une affirmation nouvelle : les multiplicateurs budgétaires seraient maintenant retombés. Nous serions revenus dans une situation de « temps normal ». L'argument est ici théorique et non empirique. Si en temps normal les agents économiques sont « ricardiens », au sens de Robert Barro<sup>9</sup>, lorsque le système financier ne fonctionne plus, les agents ne peuvent plus lisser leurs choix de consommation ou d'investissement et sont contraints par leur revenu à court terme. L'économie fonctionne alors dans un tout autre régime qu'en temps normal. Cet argument est sans doute à considérer, mais sa mise en avant à l'heure actuelle laisse songeur : puisque le système bancaire fonctionne à nouveau, grâce à l'intervention non conventionnelle des banques centrales, les agents économiques peuvent lisser leurs choix et les multiplicateurs budgétaires sont redescendus. La consolidation budgétaire peut continuer, cette fois-ci sans les inconvénients observés précédemment.

---

6. Depuis 2009, les voix sont suffisamment nombreuses pour considérer qu'un consensus était possible. La possibilité de multiplicateurs élevés a été évoquée bien avant 2009. Par exemple, l'analyse de la Grande Dépression par Romer et Romer conduit à ce type de résultats (Romer, C. D., & Romer, D. H. (2007). Do tax cuts starve the Beast? The effect of tax changes on government spending. *NBER working paper*, 13548, 1–62), mais même avant 2007, d'autres, parmi lesquels John M. Keynes en 1936, avaient déjà évoqué cette hypothèse.

7. Cette discussion a été abondamment traitée dans nos publications récentes (voir le post de Jérôme Creel « Répéter » qui renvoie à de nombreux liens pertinents ou le rapport iAGS).

8. « *Have been* », *op. cit.*

9. Barro, R. J. (1974). « Are government bonds net wealth? » *The Journal of Political Economy*, 82(6), 1095–1117.

## Encadré 2. Ce que cachent les chiffres de croissance pour 2014 : le grand écart entre la Commission européenne et l'OCDE

Les chiffres publiés par la Commission européenne (CE) dans son dernier rapport et par l'OCDE dans ses dernières perspectives sont en accord sur la prévision de croissance pour 2014 pour la France, l'Allemagne et la zone euro. Pour ces trois zones, l'écart de prévision entre la Commission et l'OCDE ne dépasse pas 0,1 point de PIB. Ainsi, la croissance du PIB serait de 1,2 % en France, 2 % en l'Allemagne et 1,4 % pour la zone euro selon la CE et de 1,3 % en France, 1,9 % en Allemagne et de 1,3 % dans la zone euro selon l'OCDE. Mais ces chiffres en apparence similaires masquent des analyses très différentes, particulièrement pour la France.

Dans le cas de l'Allemagne (tableau 5), les diagnostics des deux institutions sont proches : impulsion budgétaire légèrement positive, fermeture de l'*output gap*, et stabilisation ou légère baisse du chômage. Le seul point sur lequel on peut trouver un désaccord entre les deux instituts est sur le fait que la Commission européenne prévoit une fermeture plus rapide de l'*output gap* de l'Allemagne en 2014 que ce que prévoit l'OCDE alors même que, d'une part l'impulsion budgétaire estimée par la CE est plus faible que celle de l'OCDE et d'autre part que l'*output gap* en 2013 estimé par la CE est moins négatif que celui estimé par l'OCDE. On aurait donc pu s'attendre à avoir le résultat inverse : une fermeture plus rapide de l'*output gap* pour l'OCDE que pour la CE. Logiquement, les effets sur le solde public sont différents : hausse du déficit de 0,2 point de PIB selon l'OCDE et réduction de 0,2 point de PIB de celui-ci selon la CE.

Tableau 5. Prévisions pour l'Allemagne en 2014 selon la CE et l'OCDE

	CE	OCDE	Écart
Impulsion budgétaire (en pts de PIB pot.)	0,1	0,2	-0,1
PIB en volume (en %)	2,0	1,9	0,1
Variation <i>Output gap</i> (en % du PIB pot.)	0,6	0,3	0,3
Variation taux de chômage (en pts de pop. act.)	-0,1	0,0	-0,1
Variation solde public (en % du PIB)	0,2	-0,2	0,4
<i>Output gap</i> 2013 (en % du PIB pot.)	-1,0	-2,1	1,1

Sources : Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Pour la zone euro (tableau 6), le chiffre de croissance très proche pour 2014 masque des appréciations de politique budgétaire très différentes : la CE prévoit une impulsion budgétaire positive et l'OCDE une restriction budgétaire. Logiquement, la variation de l'*output gap* est forte pour la CE (+0,8) alors qu'elle est nulle pour l'OCDE. Avec une vitesse de fermeture aussi rapide de l'*output gap*, il est surprenant que le taux de

chômage ne baisse pas plus dans la prévision de la CE. Au regard de ces éléments, la différence entre les deux instituts porte principalement sur l'évaluation du taux de croissance potentiel de l'économie de la zone euro pour 2014 (0,6 % pour la CE et 1,3 % pour l'OCDE).

**Tableau 6. Prévisions pour la zone euro en 2014 selon la CE et l'OCDE**

	CE	OCDE	Écart
Impulsion budgétaire (en pts de PIB pot.)	0,3	-0,3	0,6
PIB en volume (en %)	1,4	1,3	0,1
Variation <i>Output gap</i> (en % du PIB pot.)	0,8	0,0	0,7
Variation taux de chômage (en pts de pop. act.)	-0,1	0,1	-0,2
Variation solde public (en % du PIB)	0,3	0,5	-0,3
<i>Output gap</i> 2013 (en % du PIB pot.)	-2,9	-4,9	2,0

Sources : Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Enfin, la prévision de croissance pour la France en 2014 (tableau 7) sous-tend des différences très marquées entre les deux instituts. La CE prévoit une impulsion budgétaire positive (0,3 point de PIB) en 2014 alors que l'OCDE table sur une impulsion fortement négative (-0,7). Pour l'OCDE, cette restriction budgétaire entraîne un creusement de l'*output gap* de 0,3 point de PIB en 2014. Cela laisse supposer un multiplicateur budgétaire élevé à court terme, supérieur à l'unité (2 selon nos calculs<sup>10</sup>). En effet, dans le compte de l'OCDE, la croissance spontanée de l'économie (c'est-à-dire hors impulsion budgétaire) pour 2014 est élevée (autour de 2,7 % selon nos calculs) au regard du taux de croissance potentiel (1,6 %) et du déficit d'activité affiché pour 2013 (*output gap* à -4,3 %). À l'inverse, pour la CE, malgré une impulsion budgétaire positive de 0,3 point de PIB et un *output gap* fortement creusé (-3,3 point de PIB en 2013), celui-ci ne se referme que de 0,2 point de PIB en 2014. Implicitement, le multiplicateur budgétaire à court terme pour la CE est très négatif<sup>11</sup> (-2). Enfin, malgré la légère fermeture de l'*output gap* prévue par la CE en 2014, le taux de chômage augmente de 0,3 point, comme ce que prévoit l'OCDE qui logiquement affiche une dégradation de l'*output gap*. Fatalement, le déficit public augmente selon la CE alors qu'il diminue selon l'OCDE. Le gouvernement français a annoncé caler ses prévisions sur celles de la Commission malgré cette cohérence assez discutable dans l'analyse de la Commission.

10. Si l'on suppose qu'il faut quatre ans pour refermer l'*output gap*, la croissance spontanée de l'économie pour 2014 serait de 2,7 % pour l'OCDE. Avec une impulsion budgétaire de -0,7 point de PIB, ramener le PIB de 2,7 % à 1,3 % suppose un multiplicateur budgétaire apparent, hors autres effets, à +2 en 2014.

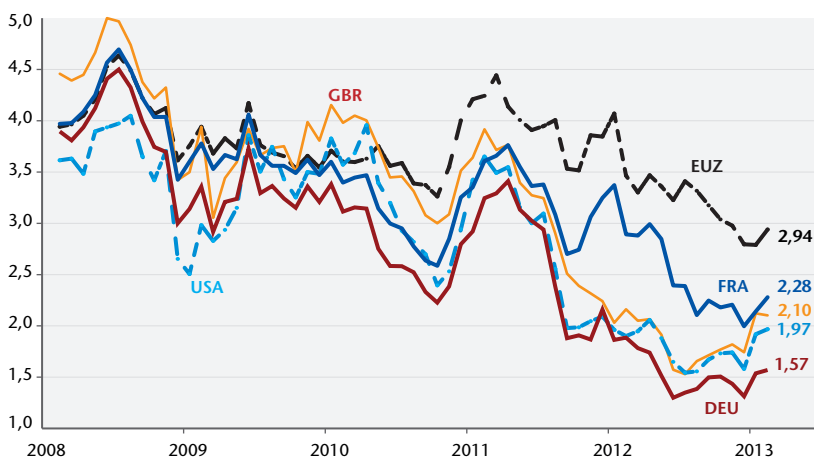
11. Si l'on suppose qu'il faut quatre ans pour refermer l'*output gap*, la croissance spontanée de l'économie pour 2014 serait de 1,8 % pour la CE. Avec une impulsion budgétaire de 0,3 point de PIB, ramener le PIB de 1,8 % à 1,2 % suppose un multiplicateur budgétaire à -2 en 2014.

**Tableau 7. Prévisions pour la zone euro en 2014 selon la CE et l'OCDE**

	CE	OCDE	Écart
Impulsion budgétaire (en pts de PIB pot.)	0,3	-0,7	1,1
PIB en volume (en %)	1,2	1,3	0,0
Variation <i>Output gap</i> (en % du PIB pot)	0,2	-0,3	0,5
Variation taux de chômage (en pts de pop act)	0,3	0,3	0,0
Variation solde public (en % du PIB)	-0,3	0,5	-0,8
<i>Output gap</i> 2013 (en % du PIB pot.)	-3,3	-4,3	1,0

Sources : Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Doutons cependant de cet optimisme pour différentes raisons. D'abord, tout indique que la panique qui a étreint le système financier n'est pas terminée. Qu'un seul indicateur suffise à s'en convaincre : les taux souverains à 10 ans de quelques grands pays développés sont négatifs en termes réels (graphique 2). Alors qu'on clame la nécessité de la réduction des déficits publics, des masses considérables d'épargne se réfugient sur ce qui est jugé comme le seul placement sûr de notre temps, plus sûr même qu'un compte bancaire.

**Graphique 2. Taux souverains dans les pays développés**


Note : La Grèce, l'Irlande et le Portugal se financent à 5 % depuis juin 2010, novembre 2010 et mars 2011.

Source : Datastream, banques centrales. Taux benchmark (10 ans) souverains. Le taux zone euro est la moyenne de chaque pays pondérée par la dette brute.

Ensuite, l'argument « un système financier qui fonctionne implique un régime ricardien » est une vision trop étroite du problème. Depuis longtemps, dans les modèles DSGE, une fraction d'agents est toujours « non ricardienne ». Exposés à un risque de chômage, une variabilité trop importante de leur revenu ou un actif insuffisant pour être utilisé comme collatéral, les agents n'ont pas accès au crédit et ne peuvent pas lisser leurs comportements. En « temps normal », la proportion de ces agents est trop faible pour compromettre l'intuition de Robert Barro. Le résultat est alors que les multiplicateurs budgétaires sont faibles à court terme et nuls à long terme<sup>12</sup>. Mais que dire lorsque le chômage a beaucoup augmenté<sup>13</sup> ou que de nombreuses entreprises ont un bilan dégradé (dans ce que l'on appelle maintenant une récession de bilan, en suivant Richard Koo<sup>14</sup>) ? En fait, la réponse vient des praticiens des DSGE eux-mêmes : faute d'une meilleure représentation théorique, ils ont augmenté la part des agents « non ricardiens » pour rendre compte de la réalité de 2009 à 2012, au point que les économies n'étaient plus du tout ricardiennes. Inverser le diagnostic en 2013 ou en 2014 reviendrait à faire preuve d'aveuglement ou d'amnésie.

Enfin, bien que cet argument soit lié aux deux précédents, la politique monétaire est contrainte par la limite « zéro » sur les taux nominaux. Pour reprendre la définition de Paul Krugman, si les agents économiques anticipent une déflation, le taux d'intérêt à court terme nécessaire (en suivant une règle à la *Taylor*) devrait être négatif, ce qui est inconcevable et conduit à une situation de trappe à liquidité<sup>15</sup> où la politique monétaire n'est plus efficace, voire devient restrictive, laissant comme unique marge de manœuvre la politique budgétaire.

---

12. Coenen, G., Christopher J. Erceg, Freedman, C., Furceri, D., Kumhof, M., Lalonde, R., Laxton, D., et al. (2012). « Effects of fiscal stimulus in structural models ». *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 22–68.

13. Certains analysent la situation actuelle comme une hausse brutale du chômage d'équilibre. La déformation sectorielle induite dans certains pays par des bulles, en particulier immobilières, pourrait justifier une légère hausse du chômage structurel mais n'épuise pas la hausse du chômage. Pour le point qui est fait sur les agents « non ricardiens », la distinction chômage d'équilibre est sans grande conséquence, le chômeur « d'équilibre » ou « involontaire » peine à accéder au crédit quoiqu'il en soit.

14. Koo, R., 2003, *Balance sheet recession: Japan's struggle with uncharted economics and its global implications*, John Wiley and Sons (Asia).

15. Voir nos précédentes prévisions depuis 2009 pour une discussion et une documentation de cette définition et des conséquences pour la politique monétaire.

Si donc l'aveu paraît tardif et sans grande conséquence sur le dogme pour sortir de la crise, il procède également par euphémisme. Car que sont ces coûts auxquels Marco Buti fait référence ? Le prix à payer pour une situation budgétaire inextricable ? Un mauvais moment à passer pour un futur assaini ? C'est bien en ne voulant pas se lancer dans l'analyse détaillée des risques à poursuivre cette stratégie économique, dont on a finalement reconnu qu'elle avait été mal calibrée, que l'on passe à côté de l'essentiel. En poursuivant un objectif à court terme de consolidation, alors que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, on maintient ou on renforce ces multiplicateurs. On prolonge ainsi la période de chômage et de sous-emploi des capacités. On empêche le désendettement privé, point de départ de la crise, et on induit la continuation de la crise.

L'effort budgétaire est donc décevant à court terme puisque la conséquence d'un multiplicateur élevé est que le déficit public se réduit moins qu'espéré, voire ne se réduit pas. La dette publique quant à elle augmente, l'effet du dénominateur l'emportant sur le ralentissement de la hausse du numérateur (voir le rapport iAGS pour une discussion et une formalisation simple). Les exemples sont nombreux, le plus récent en date étant la France, le plus spectaculaire l'Espagne. Mais la déception n'est pas qu'à court terme. La persistance d'une croissance nulle ou d'une récession modifie le potentiel futur : ce qui était analysé il y a quelques trimestres comme un déficit public conjoncturel est considéré aujourd'hui comme structurel. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail, les efforts de R&D moindres, le retard pris dans les infrastructures, voire, comme on l'observe maintenant dans les pays d'Europe du Sud, les coupes dans l'éducation, dans la lutte contre la pauvreté ou dans l'insertion des populations immigrées obscurcissent les perspectives de long terme.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera l'effort de consolidation budgétaire. Pour certains pays, ce sera la répétition et donc l'accumulation d'un effort sans précédent pendant cinq années de suite. L'Espagne s'engagerait ainsi dans un effort budgétaire cumulé de plus de 8 points de PIB ! Le chômage involontaire continuera à augmenter dans les pays développés, à quelques exceptions près, au-delà de la capacité des systèmes nationaux d'assurance chômage à remplacer les revenus salariaux



perdus, d'autant qu'ils sont sous la pression des coupes budgétaires. La déflation salariale pointe dans les pays les plus touchés. Mais, puisque la zone euro est un espace de change fixe, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Un nouveau levier sera activé par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

Il existe, face à cette mécanique, un argument particulièrement spécieux pour en justifier le déroulement : il n'y avait pas d'alternative ; l'histoire avait été écrite avant 2008 et les erreurs de politique économique commises avant la crise rendaient celle-ci inévitable ; surtout, tout autre choix, comme reporter la consolidation des finances publiques à une conjoncture où les multiplicateurs budgétaires sont plus bas, n'était tout simplement pas possible ; la pression des marchés, la nécessité de restaurer la crédibilité perdue avant 2008, obligeaient à une action prompte ; si cette action n'avait pas été menée telle qu'elle l'a été, alors, le pire se serait produit ; la disparition de l'euro et les défauts sur les dettes publiques ou privées auraient plongé la zone euro dans une dépression comparable, sinon pire, à celle des années 1930. Ainsi, l'effort considérable qui a été accompli a permis d'éviter un désastre et le résultat de cet effort est, somme toute, très encourageant.

Mais cet argument oublie les risques qui sont pris aujourd'hui. La déflation, la prolongation du chômage de masse, la désagrégation des Etats sociaux, le discrédit de leurs politiques, la diminution du consentement à l'impôt portent en eux des menaces sourdes dont nous ne faisons qu'entrevoir les conséquences. Et surtout, il écarte l'alternative qui aurait été pour la zone euro d'exercer sa souveraineté et d'afficher sa solidarité. Il repose sur l'idée que la discipline budgétaire des Etats doit se régler par l'accès au marché. Il occulte que la dette publique et la monnaie sont indissociables. Cette alternative existe ; elle passe par une mutualisation des dettes publiques en zone euro ; elle demande un saut vers un transfert de souveraineté ; elle demande de compléter le projet européen.

## **Retour sur l'année 2012**

Après la reprise de 2010, la croissance mondiale a confirmé en 2012 le retournement en baisse amorcé l'année précédente : 2,8 % après 3,6 % en 2011 (tableau 1). Le tassement touche principalement le monde émergent dont la croissance passe de 6 % à 4,8 % entre les deux années, le monde industriel se maintenant sur une croissance à peine supérieure à 1,0 % en 2011 et 2012. Derrière cette atonie des économies développées, le grand écart de la croissance s'agrandit entre d'un côté une Europe s'enfonçant davantage dans la récession (avec -0,3 % de croissance pour l'UE 27 et -0,5 % pour la zone euro en 2012), et d'un autre côté les États-Unis qui progressent sur un rythme de sortie de crise proche de 2 % depuis trois ans et le Japon qui, après un recul de 0,5 % en 2011, rebondit à 2 %.

### **La zone euro à nouveau en récession**

Depuis 2011, la croissance de la zone euro est déconnectée de celle du reste du monde. Pourtant, la reprise avait bel et bien été amorcée. Après la récession de 2008-2009 qui avait enregistré une baisse cumulée du PIB de 5,1 %, l'activité avait retrouvé le chemin de la croissance et effacé un peu plus des deux-tiers de la perte de production passée. Mais ce rebond a été de courte durée. Avec la mise en place des politiques d'austérité dès 2010 dans la plupart des pays de la zone euro, la croissance s'est affaiblie. Au quatrième trimestre 2011, la zone euro entrait en récession, pour y demeurer jusqu'à aujourd'hui avec un plongeon encore accentué au quatrième trimestre 2012 (-0,6 % par rapport au trimestre précédent). Au total, si l'Allemagne, l'Autriche et l'Irlande parviennent à progresser de 0,9 %, 0,8 % et 0,9 % respectivement en moyenne annuelle en 2012, les pays du sud de l'Europe font face à un débâcle sans précédent qui va au-delà de la seule crise économique. Avec une chute du PIB entre 6,3 % pour la Grèce et 1,4 % pour l'Espagne, une crise sociale s'engage, avec pour conséquence le risque d'une remise en question du projet européen. La France, elle, stagne. Ni croissance, ni vraiment récession mais comme partout, une montée du chômage qui s'accélère au cours du deuxième semestre 2012.

Les politiques d'austérité ont été engagées alors que les économies n'avaient pas récupéré du traumatisme engendré par la

récession. En 2010, les systèmes productifs nationaux étaient loin d'avoir digéré les capacités de production excédentaires héritées de la récession et le chômage dans la zone euro se maintenait au-dessus de la côte d'alerte. L'écart de production négatif induit par la sous-utilisation des facteurs de production aurait permis de prolonger l'embryon de rebond enclenché au sortir de la récession. Mais les craquements de la zone euro, la débâcle grecque, la contamination de la défiance des marchés à l'Italie et à l'Espagne, ainsi que les injonctions de la Commission européenne ont alarmé les gouvernements et précipité le basculement généralisé des politiques économiques dans la rigueur, y compris en Allemagne en 2011.

La brutalité de cette stratégie a détruit les bases du fragile rebond qui pointait après le choc de 2008/09, et ramené la zone euro dans une nouvelle phase de récession, nourrie par des multiplicateurs élevés en bas de cycle. Le sacrifice consenti est d'autant plus cruel qu'il n'a pas produit les effets positifs escomptés qui auraient permis d'en justifier et d'en supporter l'exigence. Il a, au contraire, généré un effet pervers, celui de l'apparente nécessité d'une poursuite et même d'un renforcement, de la stratégie initiale.

La stratégie de réduction rapide des déficits budgétaires est fondée sur le présupposé selon lequel croissance et confiance des agents et des marchés financiers sont intimement liées. Pour espérer le retour de la croissance en zone euro, il serait alors impératif que les Etats, et en particulier ceux frappés d'une faible crédibilité, montrent leur volonté de réduire les déficits budgétaires.

On ne contestera pas que la confiance, et le niveau des primes de risque qu'elle sous-tend, dépendent de la crédibilité des stratégies de réduction de la dette à long terme, qui est en soi un objectif vertueux. Avec l'intention de convaincre les marchés de leur détermination à l'atteindre, les États membres ont mis en œuvre des plans d'assainissement, jugés par leurs concepteurs comme d'autant plus crédibles qu'ils auront été appuyés. Mais la confiance dépend aussi des perspectives de croissance à court terme, qui, depuis 2011, ont été mises à mal par l'austérité. La consolidation budgétaire s'est donc avérée contreproductive pour restaurer la confiance et réduire significativement les primes de risque. Les pays en difficulté de la zone euro sont alors entrés dans un cercle vicieux selon lequel le besoin de prouver sa crédibilité nécessite davantage d'austérité, ce qui réduit à nouveau la croissance et

hypothèque en retour la crédibilité de l'engagement de réduction de la dette publique.

La sanction a été immédiate, les politiques budgétaires se sont durcies et les primes de risque sont restées élevées. Les pays les plus exposés au diktat des marchés ont dès lors souffert d'un autre choc, celui de taux d'intérêt très élevés, tandis que les plus vertueux, l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas, ont bénéficié de taux d'intérêt à long terme n'ayant jamais été aussi bas.

Dès lors, la Grèce, le Portugal et l'Irlande ont fait appel à l'aide européenne pour couvrir leur besoin de financement. Pour l'Espagne et l'Italie, il aura probablement fallu attendre la signature du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) et la perspective d'un programme de rachat de titres de dette publique par la BCE (*Outright Monetary transactions* ou Opérations Monétaires sur Titres, OMT) pour modifier les anticipations des marchés sur le risque de défaut ou de sortie d'un pays de la zone euro et voir les primes de risque se détendre à partir de l'été 2012. Cette détente a même permis le retour du Portugal et de l'Irlande sur les marchés financiers à court terme.

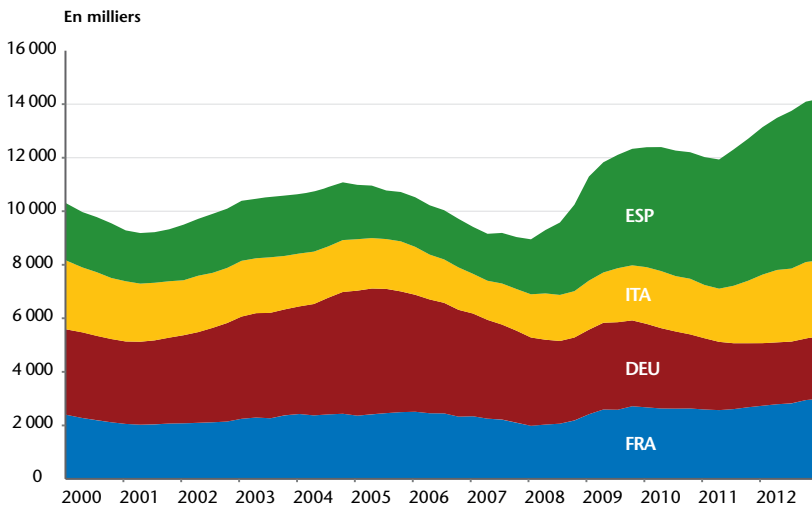
Au final, l'année 2012 est l'année où l'impulsion budgétaire aura été la plus lourde : 3,5 points de PIB au cours des trois dernières années dont presque 2 points en 2012. L'impact sur l'activité a été particulièrement récessif et si tous les pays n'ont pas été touchés avec la même violence, les pays qui ont connu la plus faible croissance en 2012 sont également ceux où la restriction budgétaire a été la plus forte.

Mais on sait aussi qu'en plus de s'imposer sa propre purge budgétaire, chaque pays boit la potion amère des pays voisins. Dès lors, la récession de 2012 en zone euro est directement le fruit de ces effets cumulés des politiques qui sont appliquées à l'intérieur de la zone. Au resserrement de la demande intérieure dans chaque pays, s'ajoute celui des partenaires voisins *via* le canal du commerce extérieur.

Partout les demandes intérieures fléchissent sous le poids de l'ajustement. À l'exception de quelques pays (Allemagne, France, ...), la consommation des ménages et l'investissement des entreprises reculent avec le repli des revenus. Les taux d'épargne ont chuté pour se retrouver à des niveaux bas et peuvent de moins

en moins jouer leur rôle d'amortisseur. Avec les moindres créations d'emplois, la hausse des taux de chômage s'est accélérée en fin d'année (sauf en Allemagne où le taux de chômage est resté stable car, comme en 2009, les entreprises ont davantage ajusté sur la durée du travail). La situation sociale est tendue. L'Espagne connaît 5 millions de chômeurs (soit 26 % de sa population active), dont 2 millions qui ne reçoivent plus aucune indemnisation (graphique 3). Cette situation de chômage élevé fait pression sur les salaires et entretient la baisse des revenus.

**Graphique 3. Nombre de chômeurs dans quelques pays de la zone euro**



Source : Eurostat.

Cette situation se double d'une autre caractéristique qui là encore contraint les agents privés sur leur capacité à engager des dépenses. Depuis la fin de l'année 2011, les banques ont durci leurs conditions de crédits proposés à leurs clients. Ont-elles besoins de renforcer leur solvabilité du fait de la détention de titres publics qui fragilisent leur actif ? Ou font-elles des restrictions sur l'offre de crédits du fait d'une population de plus en plus à risque ? En tout cas, la contrainte de liquidité se pose de plus en plus clairement en Espagne et en Italie où malgré la forte baisse des taux obligataires depuis le programme OMT de la BCE, les taux d'intérêt des crédits aux ménages n'ont que peu baissé quand ceux aux entreprises augmentaient.

Au quatrième trimestre 2012, la récession s'est durcie en zone euro avec l'arrêt du soutien du commerce extérieur à la croissance. Jusqu'au troisième trimestre, la contraction des demandes intérieures était au moins partiellement compensée par la bonne tenue du commerce extérieur. Les importations restaient stables en moyenne tandis que les exportations progressaient lentement sous l'effet encore favorable des exportations hors zone euro. Mais en fin d'année dernière, les exportations ont chuté en moyenne de 0,9 % sur un trimestre du fait de la contraction généralisée des demandes intérieures dans l'ensemble des pays de la zone mais surtout du recul des exportations à destination du reste du monde. Cette situation n'est pas nouvelle. Depuis le début 2011, le commerce intra zone se tarit et génère une récession importée d'autant plus forte que les pays sont ouverts et centrés sur leurs partenaires européens. C'est notamment le cas de l'Irlande et des Pays-Bas, et dans une moindre mesure de l'Allemagne et du Portugal.

### **Le Royaume-Uni s'enlise dans l'austérité**

Si l'économie britannique semble être épargnée par la récession, cela n'est qu'illusion. En 2012, la croissance a progressé de 0,3 %, après 1 % en 2011, mais au final, le Royaume-Uni aura connu surtout trois trimestres sur quatre de recul du PIB. A son arrivée au pouvoir, le gouvernement a fait de la réduction des déficits et de la dette publics sa priorité. Il avait annoncé que le ratio d'endettement baisserait dès 2015. Depuis, l'échéance a été repoussée à 2017 mais la cure d'austérité budgétaire n'a pas été remise en cause : 5 points d'efforts budgétaires cumulés ont été demandés sur la période 2010-2012, dont plus de 3 points en 2011. Malgré l'activisme de la Banque d'Angleterre pour contrebalancer ces effets négatifs et créer un environnement financier plus stimulant (en juillet dernier, un nouveau dispositif d'incitation au crédit a été mis en place), et des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas, les crédits au secteur privé n'ont pas repris. En plus des incertitudes liées à leur environnement, les ménages poursuivent leur désendettement et l'investissement logement continue de reculer. Seul élément positif, les entreprises ont moins ajusté l'emploi que ce que la baisse de production aurait laissé supposer. Cette bonne résistance de l'emploi a soutenu le revenu des ménages et évité un

repli de la consommation. En 2012, la seule demande intérieure aurait permis une progression du PIB de 1,5 % mais les mauvaises performances à l'exportation combinées à des importations en hausse ont nettement pesé sur la croissance en 2012.

### Les États-Unis rattrapés par l'ajustement budgétaire

Si la récession se poursuit en Europe, la croissance outre-Atlantique se maintient autour d'un rythme moyen annuel de 2 % depuis trois ans. La sortie de crise se confirme mais la croissance n'est cependant pas suffisamment forte pour effacer les déséquilibres. L'écart de production se maintient depuis 4 ans autour de 4 points selon l'OCDE et le taux de chômage reste élevé, et surtout l'insuffisance des créations d'emplois laisse s'installer le chômage de long terme. Fin 2012, 40 % des chômeurs étaient au chômage depuis plus de 27 semaines. Cependant l'année 2012 a été marquée par la reprise de l'activité sur le marché du logement. Les transactions dans l'ancien ont retrouvé le niveau qu'elles avaient à la fin des années 1990 et les prix sont repartis à la hausse. Jusqu'alors, l'effort de désendettement hypothécaire des ménages se faisait conjointement à la baisse des prix de l'immobilier. Résultat, la richesse immobilière nette de l'encours restant à payer restait stable. Avec la reprise des prix en 2012 (+7,3 % sur un an en fin d'année), la contrainte financière se détend pour la première fois et surtout l'effet richesse devient de moins en moins négatif. Mais la situation reste encore tendue pour un certain nombre de ménages. Fin 2012, 12,7 millions de ménages (soient 26,2 % des ménages endettés) sont détenteurs d'une dette supérieure, ou tout juste inférieure, à la valeur du bien immobilier hypothéqué (*negative* ou *near negative equity*) et le nombre de maisons encore sous le joug d'une procédure de saisie atteint 2,9 % du stock de logements. Mais si la contrainte financière des ménages se détend, les perspectives en termes de revenus restent fragiles. En 2012, les créations d'emplois se sont accélérées mais insuffisamment pour permettre de réduire significativement le taux de chômage, et surtout pour faire remonter le taux d'emploi (part de l'emploi dans la population en âge de travailler), mesure non biaisée par les mouvements de la population active. Après une chute de 4,5 points en 2008 et 2009, le taux d'emploi reste à son niveau plancher de 58,5 %. Mais le revenu des ménages a surtout bénéficié d'un ralentissement de l'inflation en 2012 pour

gagner en pouvoir d'achat. Au final, la consommation des ménages américains a ralenti à 1,9 % en 2012, ce qui est très faible pour cette économie conduite habituellement par les dépenses des ménages. Certes, l'ajustement budgétaire a pesé sur la croissance en 2012 mais nettement moins qu'en zone euro. Et surtout, l'impact du commerce extérieur a été nettement moins récessif du fait que les États-Unis restent relativement fermés et surtout que le commerce extérieur est moins orienté sur la zone euro.

### **La croissance des pays émergents touchée par la crise**

À la différence des années 2010 et 2011 où la croissance des pays émergents avait pleinement participé à la reprise de l'économie mondiale, la dynamique s'est nettement ralentie dans cette partie du monde en 2012. La croissance est passée globalement de 6 % à 4,8 % entre 2011 et 2012 et cet affaiblissement reste préoccupant pour un certain nombre de pays émergents, pourtant en situation de rattrapage économique.

Ainsi, même si elle apparaît encore comme la région du monde la plus dynamique, l'Asie a connu en 2012 sa plus faible croissance depuis la fin des années 1990. Certes ces mauvaises performances sont en grande partie imputables à la contraction de la demande étrangère qui lui adressée. De par l'ampleur de son intégration au commerce mondial, la région subit de plein fouet le ralentissement des grandes économies développées. Par ailleurs, la dégradation de la compétitivité-prix des produits régionaux liée à l'appréciation des taux de change effectif réel (notamment en Chine, à Singapour et en Corée du Sud) s'est traduite depuis 2012 par une lente érosion des parts de marché à l'exportation.

Mais d'autres facteurs pèsent sur les performances de la zone. En Chine par exemple, traditionnelle locomotive de la région, la croissance est passée de 9,3 % en 2011 à 7,8 % en 2012. Si les bénéfices de la réorientation du modèle de croissance sur le marché intérieur devraient se faire sentir dans un horizon de moyen terme, la hausse des coûts de production liée notamment à la progression des salaires se traduit par une perte de compétitivité sur les marchés étrangers. Combinée à l'appréciation du yuan face aux autres devises, le taux de change effectif réel a augmenté de près de 15 % entre 2010 et le début de l'année 2013. En 2010 et 2011, cette dégradation de la compétitivité des produits chinois a mis un frein



à la percée des parts de marché. De nouveaux gains ont été enregistrés en 2012, mais davantage probablement sur les pays voisins de l'Asie. Par ailleurs, fin 2011, les autorités avaient assoupli la politique monétaire et stimulé l'investissement public pour stopper le ralentissement en cours. Mais ce *policy mix* accommodant trouve ses limites dans la montée du risque de crédit des agents privés. Autre géant d'Asie, l'Inde subit le même choc de demande externe, auquel s'ajoute une politique d'austérité budgétaire visant à réduire un déficit budgétaire élevé. Autres difficultés rencontrées par les autorités, un déficit courant proche de 3,8 % du PIB en 2012 lié à un déficit commercial de 11 % du PIB et une crise de confiance des investisseurs étrangers qui pèsent fortement sur la valeur de la roupie. Dans cet environnement, les marges de manœuvres du gouvernement pour stimuler la croissance sont étroites.

Dans les autres grands pays d'Asie (Hong-Kong, Singapour, Taïwan et Corée du Sud), la croissance a connu là aussi, un coup d'arrêt en 2012. Le ralentissement de l'environnement international s'est répercuté sur les composantes de la demande intérieure et notamment l'investissement.

En Amérique latine, la croissance reste très faible (2,9 % en 2012, après 4,2 % en 2011), notamment dans les grands pays comme le Brésil et l'Argentine (0,9 % et 1,9 % en 2012). En plus du resserrement des débouchés externes, la décreue de la croissance mondiale a pesé sur la demande et le prix des matières premières : le prix des matières premières industrielles a baissé de plus de 15 % sur un an fin 2012. Or beaucoup de pays de la région sont dépendants des exportations de produits primaires. Enfin, à l'exception de celles du Brésil et de l'Argentine, la plupart des monnaies se sont appréciées par rapport au dollar américain en 2012, signifiant là aussi une perte de compétitivité sur les produits notamment manufacturés. Face à cet environnement international en berne, les dynamiques nationales ont repris une place prépondérante. Mais si les petits pays résistent plutôt bien du fait des politiques de régulation plutôt accommodantes, le Brésil et l'Argentine connaissent un retournement sensible de leur demande intérieure que les politiques économiques cherchent à éviter. Pourtant, au Brésil, malgré la faible croissance et des taux d'intérêt historiquement bas, l'inflation reste élevée. Mais comme en 2011, les autorités monétaires restent contraintes dans leur gestion par la réactivité du taux de

change à l'évolution des taux d'intérêt. Une hausse des taux d'intérêt pourrait provoquer une appréciation du taux de change dommageable pour la compétitivité des produits brésiliens.

Enfin, les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un net ralentissement en 2012 lié à leur intégration économique et financière à la zone euro mais également aux politiques d'ajustement budgétaire mises en place notamment dans les nouveaux pays membres. À cela, s'ajoute un vaste mouvement de désendettement des agents privés initié en 2008, après plusieurs années de forte expansion du crédit. La consolidation des bilans bancaires, rendue nécessaire dans le contexte de la crise de la zone euro pèse dès lors sur les dépenses des ménages et des entreprises, et *in fine* sur la croissance. La Hongrie, l'un des pays les plus ouverts de la zone euro souffre particulièrement de cette situation. Même la Pologne qui pourtant avait traversé la crise de 2008-2009 sans céder à la récession (seul un trimestre avait connu une baisse d'activité en 2008) voit sa croissance s'infléchir à 2 % en 2012, sous le poids de l'austérité budgétaire et du retournement des exportations qui pèsent sur la demande intérieure. Victime des mauvaises récoltes de céréales et de la stabilité des cours du pétrole dont une large partie de ses recettes d'exportations dépend, la Russie a bénéficié malgré tout d'une explosion du crédit à la consommation en 2012 pour amortir le ralentissement de sa croissance. Mais ces conditions favorables au soutien de la demande intérieure ont cessé en fin d'année. Pour endiguer la surchauffe inflationniste qui s'installe et contenir une inflation déjà supérieur à 7 % fin 2012, la Banque centrale a commencé à resserrer sa politique monétaire en octobre et les banques renforcent les règles prudentielles d'octroi de crédits.

Au final, le ralentissement enregistré dans l'ensemble des pays émergents, au-delà de l'impact du retournement du commerce mondial qui marque un coup d'arrêt à la reprise de 2010-2011, s'appuie au moins en partie sur l'épuisement des ressorts de la croissance domestique.

### **L'austérité qui n'en finit plus**

La zone euro a donc affiché, en 2012, un nouveau recul de son PIB réel, après une nouvelle entrée en récession au quatrième trimestre 2011, la deuxième en moins de trois ans. Les facteurs qui

avaient motivé l'espoir d'une sortie de crise, la ratification du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) au printemps 2012 ainsi que la mise en place par la Banque centrale européenne, (BCE) à l'été de la même année, du dispositif OMT n'ont pas eu pour l'instant d'effets visibles sur l'activité.

En gravant dans le marbre la nécessité d'assainir les finances publiques ainsi que les modalités pour y parvenir, le TSCG a pu rassurer les marchés et permettre une détente des primes de risque sur les taux publics pour les pays les plus en difficulté de la zone euro. Le dispositif OMT a eu le même effet grâce à la possibilité de rachat de titres publics apportée par la BCE, sous certaines conditions, et qui pourrait contribuer à l'élimination du risque souverain. Au final, même s'il serait hâtif d'affirmer que la crise de la zone euro est terminée – l'épisode chypriote l'a montré récemment, encadré 3 –, au moins la perspective de son éclatement n'est-elle plus une préoccupation immédiate.

### **Encadré 3. Chypre : Nouveau paradigme dans la résolution des crises bancaires en zone euro**

Si la crise bancaire que traverse Chypre suscite autant d'attention, c'est essentiellement pour deux raisons. D'abord parce que les tergiversations autour du plan d'aide ont conduit à une crise de confiance autour de la garantie des dépôts ; ensuite, parce que c'est la première fois que l'Union européenne laisse une banque faire faillite sans venir à son secours.

Rappelons brièvement les faits. Le 25 juin 2012, Chypre a demandé une aide financière à l'UE et au FMI, essentiellement destinée à renflouer ses deux principales banques (Laïki Bank et Bank of Cyprus), ayant subi des pertes évaluées à 4,5 milliards d'euros en raison de leur forte exposition à la Grèce. Ainsi, les banques chypriotes ont été touchées à la fois par la dépréciation des actifs grecs contenus dans leur bilan et par l'effacement partiel de la dette grecque (plan PSI de mars 2012) au moment du second plan d'aide. Chypre estimait avoir besoin de 17 milliards d'euros au total sur quatre ans pour soutenir son économie et ses banques, soit près d'un an de PIB de l'île (17,9 milliards d'euros en 2012). Mais ses bailleurs de fonds n'étaient pas prêts à lui accorder cette somme, car cela aurait rendu la dette du pays, qui atteignait déjà 71,1 % du PIB en 2011, insoutenable. Le FMI et la zone euro sont donc tombés d'accord sur un prêt plus faible d'un montant maximal de 10 milliards d'euros (9 milliards financés par la zone euro, 1 milliard par le FMI) pour recapitaliser les banques chypriotes et financer les besoins budgétaires de l'île pendant trois ans, Chypre étant sommée de trouver les 7

milliards d'euros restant *via* plusieurs réformes : des privatisations, une hausse de l'impôt sur les sociétés de 10 à 12,5 %, et une taxe exceptionnelle sur les dépôts bancaires.

Dans un premier temps, Nicosie a décidé d'instaurer une taxe exceptionnelle de 6,75 % sur les dépôts bancaires entre 20 000 et 100 000 euros et de 9,9 % au-delà de 100 000 euros, ainsi qu'une retenue à la source sur les intérêts de ces dépôts. Devant l'ampleur de la contestation et le refus du parlement chypriote de voter la loi prévoyant cette taxation des dépôts, le gouvernement a revu sa copie et la taxation des dépôts s'est commuée en faillite et restructuration bancaires. La solution retenue concerne les deux principales banques du pays, Laïki Bank et Bank of Cyprus. Laïki est liquidée et son bilan est scindé en deux : une « *good bank* » qui recevra au passif les dépôts sécurisés (inférieurs à 100 000 euros) et les prêts de la BCE à Laïki (9 milliards d'euros), mais récupérera également les actifs de Laïki. Cette « *good bank* » sera absorbée par Bank of Cyprus ; une « *bad bank* » destinée à accueillir les actions, obligations, dépôts non sécurisés (supérieurs à 100 000 euros), qui seront utilisés pour éponger les dettes de Laïki, selon l'ordre de priorité associé aux liquidations bancaires (les déposants étant remboursés en premier). Outre l'absorption de la « *good bank* » issue de Laïki, Bank of Cyprus gèlera ses dépôts non sécurisés, dont une partie sera convertie en actions pour participer à sa recapitalisation. Pour éviter une fuite des dépôts, des mesures provisoires de contrôle des capitaux ont été mises en place. A titre d'exemple, les retraits de plus de 300 euros par jour sont interdits, de même que l'échange de chèques contre des espèces. En outre, les paiements et virements à l'étranger sont plafonnés à 5 000 euros par mois et par personne, à l'exception des transactions commerciales (le feu vert de la Banque centrale chypriote étant requis), du paiement des salaires, des transferts aux étudiants à l'étranger.

Ce plan inaugure un changement de paradigme dans le mode de résolution des crises bancaires au sein de l'Union européenne. Au début de la crise de la zone euro, et dans le cas emblématique de l'Irlande, l'Union européenne considérait, en vertu du « *too big to fail* », qu'il fallait épargner les créanciers en cas de pertes et faire appel au contribuable européen. Mais dès 2012, avant la déclaration de Jeroen Dijsselbloem<sup>16</sup>, la doctrine européenne avait déjà commencé à s'infléchir. Ainsi, le 6 juin 2012, la Commission européenne a proposé une directive sur le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit, prévoyant de mettre à contribution les actionnaires et les créanciers obligataires<sup>17</sup>. Cela étant, les règles sur les créanciers ne devaient s'appli-

16. « Si une banque ne peut se recapitaliser elle-même, alors nous discuterons avec les actionnaires et les créanciers obligataires, nous leur demanderons de contribuer en recapitalisant la banque et, si nécessaire, nous le demanderons aux détenteurs de dépôts non garantis. ».

17. <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/breve/les-creanciers-des-banques-mis-contribution>

quer qu'à partir de 2018, après approbation du texte par le Conseil et le Parlement européen. Or, avec la crise chypriote, ce mode de résolution est en train d'être testé expérimentalement.

Si ce mode de résolution apparaît comme une avancée institutionnelle<sup>18</sup>, dans la mesure où les investisseurs sont mis devant leurs responsabilités et les citoyens n'ont plus à payer pour les errements des banques, néanmoins l'impact de cette purge chypriote sera très violent pour l'économie réelle. En effet, fortement dépendante de son secteur bancaire et financier, l'île sera vraisemblablement confrontée à une violente récession et devra réinventer un modèle de croissance dans les années à venir.

Mais les effets potentiellement favorables du regain de confiance sont étouffés par les politiques d'austérité qui, par le biais de multiplicateurs budgétaires élevés, dépriment l'activité. La concordance du retournement conjoncturel en baisse dans le courant de l'année 2011, après un rebond de courte durée depuis la mi-2009, et de la mise en place d'impulsions budgétaires négatives dès 2010 fonde la présomption d'un lien de cause à effet entre la politique économique mise en œuvre et les difficultés macroéconomiques de la zone euro.

En l'absence de remise en cause de cette stratégie, l'austérité se poursuivrait en 2013 et en 2014 en moyenne dans l'ensemble de la zone euro, quoique de façon un peu moins virulente qu'en 2012 (tableau 2). Seule l'Allemagne se distinguerait du reste des pays membres, avec une quasi-neutralité de sa politique budgétaire, qui tranche avec l'impulsion négative des deux années précédentes.

Tout en maintenant des impulsions budgétaires négatives, certains pays relâcheront leur effort de rigueur en 2013, mais pour des raisons différentes : La Belgique et l'Italie car leur déficit est revenu à un niveau proche de la cible des 3 % en 2012, le Portugal et l'Espagne car ils ont obtenu de la Commission européenne une révision de leurs objectifs de déficit, intenable du fait de la faiblesse de l'activité ou de la nécessité des recapitalisations bancaires (Espagne).

---

18. Henri Sterdyniak et Anne-Laure Delatte, « Chypre : un plan bien pensé, un pays ruiné... », *blog de l'OFCE*, mars 2013.

La France, les Pays-Bas, l'Irlande et la Grèce poursuivront leur effort d'austérité en 2013 avec une ampleur comparable à celle de 2012. Dans le cas des pays aidés, la Grèce et l'Irlande, les effets de l'ajustement budgétaire sur les déficits sont peu marqués à cause des pertes de recettes fiscales induites par la récession, ce qui pousse les gouvernements à maintenir leur effort sous peine d'une interruption de l'aide financière. Le gouvernement français a renoncé à l'objectif des 3 % en 2013 mais, sans accentuer la rigueur pour ne pas détériorer davantage l'activité, maintient l'impulsion négative à ce qui avait été programmé à l'automne 2012. Les Pays-Bas devraient atteindre le seuil des 3 % de déficit en 2014.

Enfin, la Finlande et l'Autriche, où les déficits étaient faibles, n'ont pas mis en place de véritable politique de rigueur budgétaire en 2012, mais devraient à leur tour basculer dans l'austérité.

Dans plusieurs pays, les mesures d'austérité changeront de nature à partir de 2013. Fondées jusqu'à présent sur la hausse des recettes, elles associeront davantage la baisse des dépenses publiques en France, en Italie, en Espagne, en Grèce et en Irlande. Or les estimations sont convergentes pour conclure que les multiplicateurs budgétaires associés aux baisses de dépenses sont plus forts que ceux associés à la hausse de la fiscalité<sup>19</sup>. On doit donc s'attendre à un maintien de la taille des multiplicateurs, voire à leur augmentation.

L'intention d'assainir les finances publiques se traduira donc une nouvelle fois dans les faits en 2013, mais les implications négatives de cette stratégie sur l'activité économique risquent fort de rendre caducs les engagements de beaucoup de pays. Les objectifs de déficit qui ne seront pas atteints en 2013 (tableau 8), devraient conduire une fois de plus les gouvernements des pays concernés à une renégociation avec les autorités européennes. En tablant sur une plus grande souplesse de la Commission, l'austérité pourrait être allégée en 2014 dans ces pays, notamment en Espagne et en Grèce. D'autre part, l'Autriche qui aura atteint la cible de 3 % en 2013 réduira de fait la restriction budgétaire.

---

19. Éric Heyer, Une récente revue de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !, novembre 2012, *blog de l'OFCE*, ainsi que M. Plane, « L'austérité peut-elle réussir en France ? », *Alternatives Économiques* Hors-série, 96 (L'état de l'économie 2013).

**Tableau 8. Comparaison entre les objectifs et la prévision de déficit des pays de la zone euro**

En points de PIB

	2013			2014		
	Engagement	Prévision OFCE	Écart	Engagement	Prévision OFCE	Écart
DEU	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,1
AUT	-2,1	-2,5	-0,4	-1,5	-1,8	-0,3
BEL	-2,2	-2,8	-0,7	-1,1	-1,9	-0,8
ESP	-4,5	-6,5	-2,0	-3,0	-5,8	-2,8
FIN	-0,5	-1,5	-1,0	-0,1	-0,9	-0,8
FRA	-3,0	-3,9	-0,9	-2,0	-3,0	-1,0
GRC	-5,4	-5,4	0,0	-4,5	-4,5	0,0
IRL	-7,5	-8,4	-0,9	-4,8	-6,6	-1,8
ITA	-1,8	-3,9	-2,1	-1,5	-3,4	-1,9
NLD	-3,0	-3,4	-0,4	—	-3,0	—
PRT	-5,5	-5,5	0,0	-4,0	-4,0	0,0

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision avril 2013.

Ainsi, l'année 2013 verrait le PIB de la zone euro baisser une nouvelle fois, -0,4 %, après -0,5 % en 2012. En 2014, la moindre pression budgétaire devrait ré-oxygéner les économies avec une croissance, modeste, de 0,9 %. Mais il va sans dire que si les cibles de déficit restaient inchangées en 2014, les impulsions budgétaires devraient être revues à la hausse et le retour à la croissance être différé.

Le gouvernement britannique est sur la même ligne que ceux des pays membres de la zone euro en faisant de la réduction des déficits et de la dette publique une priorité, en combinant restrictions budgétaires et activisme monétaire. Cette stratégie, qui n'est pas parvenue jusqu'ici à réamorcer la croissance, sera reconduite en 2013 et 2014, avec des impulsions de -1 point de PIB chacune des deux années accompagnées d'un maintien du taux de base à bas niveau (0,5 % depuis mars 2009), et d'une prorogation des mesures non conventionnelles de rachat d'obligations par la Banque centrale. Mais la croissance peinerait à redémarrer, -0,4 et 0,9 % en 2013 et en 2014 respectivement, car les ménages privilégieraient toujours le désendettement. Dans un environnement peu porteur, l'investissement quant à lui pâtirait de la faiblesse des débouchés, tant internes qu'externes.

Si la zone euro et le Royaume-Uni constitueront toujours un foyer de rigueur pour l'économie mondiale, les États-Unis vont basculer à leur tour dans la restriction budgétaire en 2013 et en 2014. L'énormité du déficit outre-Atlantique (10,2 % du PIB en 2011 et 8,7 % en 2012) n'a jusqu'à présent pas été une source d'inquiétude majeure. En 2012, l'impulsion n'a été que de -0,9 point de PIB. Les autorités vont mettre en place des politiques nettement plus restrictives en 2013 et en 2014. Des impulsions négatives de -1,6 point sur chacune des deux années sont attendues, davantage sous l'effet d'une crise politique ayant empêché la désactivation des dispositifs automatiques de coupure des dépenses en cas de dépassement du plafond de la dette – la fameuse « falaise budgétaire » – que d'une volonté explicite de gérer la diminution des déficits dans la durée. L'hypothèse faite ici est qu'un accord devrait être trouvé au Congrès qui associe un relèvement du plafond de la dette autorisée et des coupes dans les dépenses publiques dans le prochain budget. Il n'en reste pas moins que si le pire est évité, ces impulsions négatives vont porter un coup à la croissance, qui ralentirait de 2,2 % en 2012 à 1,5 et 1,7 % en 2013 et en 2014.

Au sein des pays développés, seul le Japon mènerait une politique budgétaire expansionniste en 2013, avec une impulsion positive de 1,9 point de PIB motivée par la volonté de retrouver le chemin de la croissance et de sortir rapidement de la déflation. La politique monétaire est également mobilisée par le biais d'un relèvement du plafond de rachats d'actifs de 2 points de PIB fin 2013, puis à nouveau de 2 points supplémentaires fin 2014, ainsi que d'une hausse de la cible d'inflation à 2 %. En revanche l'année prochaine, la fin du plan de relance et la hausse de 3 points de la TVA en avril 2014 généreront une impulsion négative de -1,3 point de PIB. La croissance accélérerait donc en 2013, pour atteindre 2,3 % en glissement annuel au quatrième trimestre ; mais compte tenu des effets d'acquis, le PIB n'augmenterait que de 1,0 % en moyenne annuelle, après 2 % en 2012. En l'absence de nouvelles mesures de soutien à l'activité, et compte tenu de la hausse de TVA, l'activité ralentirait sensiblement en 2014, le PIB japonais augmentant de 0,7 % en moyenne annuelle.



## L'austérité nourrit les multiplicateurs

Dans l'évaluation des effets récessifs des politiques d'austérité, une part incombe à l'ampleur de l'impulsion négative mise en place, une autre part à la taille des multiplicateurs qui dicte l'intensité avec laquelle la restriction se répercute sur l'activité globale. Un des acquis de la réflexion concernant les multiplicateurs est que ces derniers ne sont pas indépendants de la phase cyclique dans laquelle se trouve l'économie : en phase basse du cycle, c'est-à-dire quand la production effective est inférieure à la production potentielle, les multiplicateurs sont plus élevés qu'en haut de cycle<sup>20</sup>. Deux explications peuvent être invoquées pour expliquer ce résultat. Premièrement, la politique monétaire ne permet plus d'amortir un choc budgétaire récessif quand le taux d'intérêt directeur a atteint un niveau plancher. Ce qui est actuellement le cas dans la zone euro puisque le taux directeur est maintenu à 0,75 % depuis juillet 2012.

Deuxièmement, en période de chômage durablement élevé et de crise bancaire, la présomption est forte d'une plus grande dépendance de la consommation au revenu. Plusieurs catégories de ménages concourent à renforcer ce lien.

En premier lieu, les ménages frappés par le chômage de longue durée et dont l'épargne de précaution a pour cette raison été utilisée, subissent une contrainte de revenu, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent plus puiser dans leur bas de laine pour maintenir leurs dépenses face à la baisse de leurs ressources. Ensuite, la montée du risque de chômage incite les ménages en activité à se constituer une épargne de précaution en étant de fait plus vigilants sur leur consommation qui évolue dès lors moins rapidement que leur revenu. Enfin, dans un contexte de crise bancaire, les ménages qui disposeraient encore d'une capacité d'endettement pour consommer ne peuvent y prétendre face à la réticence des banques en matière de crédit. La quasi-neutralisation du taux d'épargne comme amortisseur des fluctuations du revenu conduit ainsi à amplifier l'effet restrictif des politiques de rigueur. Et c'est le cas dans la zone euro.

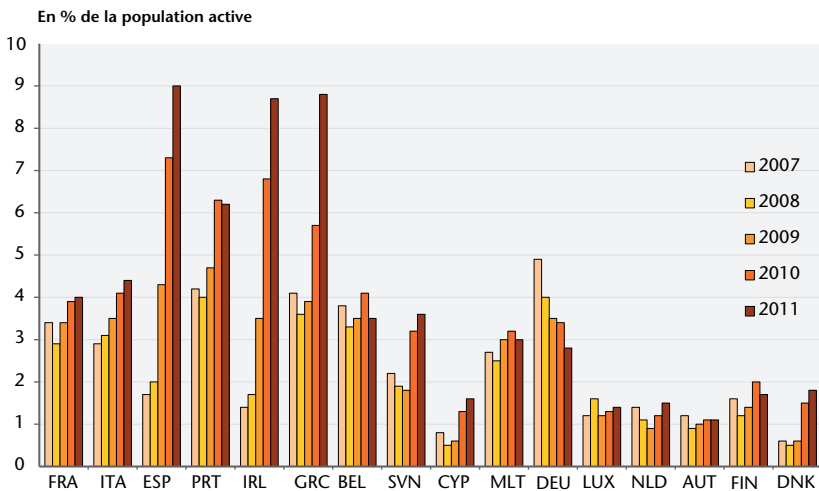
Après un répit entre le début de l'année 2010 et l'été 2012, le chômage est reparti à la hausse et atteint, en janvier 2013, un

---

20. Voir Éric Heyer, 2012, *op. cit.*

record historique à 11,9 % de la population active. Le point de départ de cette nouvelle poussée, héritée de la première vague de hausse du chômage lors de la récession de 2008/09, était déjà élevé, de sorte qu'à un nombre croissant de chômeurs de longue durée dont les possibilités de retour à l'emploi s'amenuisent, s'ajoutent de nouveaux flux d'entrées qui détériorent la situation de ménages jusque-là préservés (graphique 4). La situation devrait s'aggraver encore, puisque le chômage devrait attendre 12,5 % de la population active en 2013, et perdurer en 2014 dès lors que la reprise de la croissance dans la zone euro sera largement insuffisante pour enclencher un repli significatif. Dans ces conditions, il paraît difficile de tableur sur une diminution des multiplicateurs cette année et l'année prochaine. Le propre des politiques d'austérité étant de creuser l'écart de production et d'aggraver la situation des ménages, elles nourrissent par-là des effets multiplicateurs puissants qui amplifient leurs effets récessifs.

**Graphique 4. Chômage de longue durée dans les pays de la zone euro**



Source : Eurostat.

À l'échelon de la zone euro, les effets multiplicateurs sont aussi renforcés par l'ouverture des économies. Dans un espace économique où près de la moitié des échanges extérieurs est réalisée entre les Etats membres, l'absence de coordination des ajustements budgétaires amplifie le jeu destructeur des multiplicateurs. Tout comme des plans de relance simultanés sont plus efficaces pour contrecarrer

les inclinations dépressives d'économies ouvertes, les restrictions simultanées aggravent leur impact sur les économies. Car à l'effet restrictif national de l'ajustement s'ajoute l'effet de celui des partenaires qui passe par le canal du commerce extérieur. La restriction budgétaire d'un pays se transmet ainsi aux autres pays : le pays qui conduit une politique restrictive freine la croissance de sa demande intérieure et donc de ses importations, ce qui affecte la croissance des débouchés à l'exportation de ses partenaires. Le multiplicateur budgétaire agrégé de l'ensemble de la zone euro est ainsi beaucoup plus élevé que la simple moyenne des multiplicateurs nationaux du fait de la simultanéité des politiques d'ajustement.

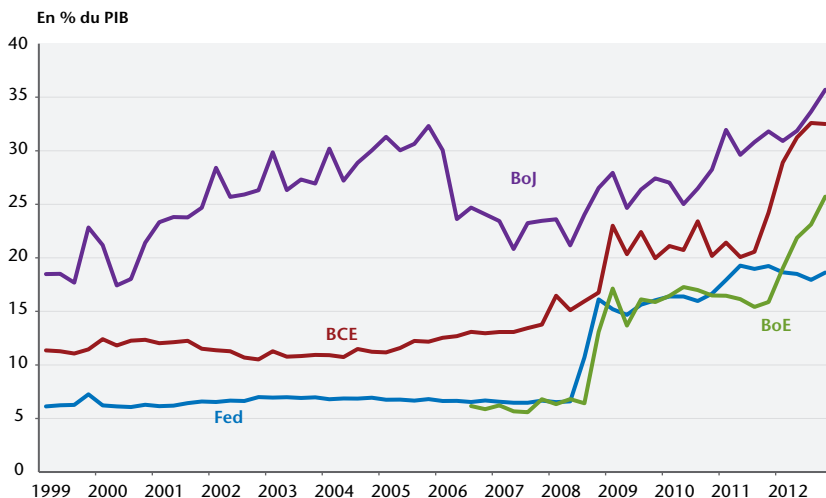
### **Politique monétaire : le tonneau des Danaïdes**

Si l'orientation des politiques budgétaires est franchement restrictive, les banques centrales tentent toujours de soutenir la croissance. Les taux directeurs se maintiennent à des niveaux historiquement bas si bien que les conditions monétaires sont très favorables. Les marges de manœuvre pour une baisse supplémentaire des taux sont donc réduites à néant ou presque. La BCE aurait encore la possibilité de réduire son taux d'un quart de point mais l'effet d'une telle décision serait négligeable, d'autant plus que les taux interbancaires à trois mois, qui reflètent les conditions de refinancement des banques au jour le jour, restent inférieurs au taux principal de refinancement. Depuis octobre 2012, l'Euribor à 3 mois fluctue autour de 0,2 % alors que le taux principal est fixé à 0,75 %.

Dans ces conditions l'impulsion que pourraient donner les banques centrales ne dépend que du prolongement des mesures exceptionnelles existantes. À cet égard, la Réserve fédérale et la Banque du Japon ont clairement annoncé leur intention de poursuivre leur politique très expansionniste. Aux Etats-Unis, le respect du mandat de la Réserve fédérale est réaffirmé puisque son président, Ben Bernanke, a déclaré que l'orientation de la politique monétaire resterait expansionniste tant que le taux de chômage ne sera pas redescendu sous le seuil de 6,5 %. Pour ce faire, la Réserve fédérale a annoncé la poursuite de sa politique d'achat de titres au rythme mensuel de 40 milliards de dollars par mois pour les obligations sécurisées émises par les agences gouvernementales et de 45 milliards de dollars pour les obligations émises par le Trésor. Cette décision fut prise à une très large majorité lors de la dernière

réunion du FOMC (Federal open market Committee) qui s'est tenue le 20 mars 2013. Seule Esther George, présidente de la Réserve fédérale de Kansas City, a émis une voix discordante, soulignant les risques inflationnistes de la poursuite de l'assouplissement quantitatif. Le bilan de la banque centrale gonflera donc au cours des prochains mois, poursuivant le mouvement observé en toute fin d'année 2012 (graphique 5). Les mesures annoncées par le nouveau gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), Haruhiko Kuruda, sont encore plus radicales puisqu'il souhaite doubler la base monétaire en deux ans par le biais d'achats d'obligations publiques. La base monétaire<sup>21</sup>, composante principale du bilan de la banque centrale, devrait alors atteindre 55 % du PIB contre près de 30 % aujourd'hui.

Graphique 5. Le bilan des banques centrales



Sources : Banques centrales nationales, Compte nationaux.

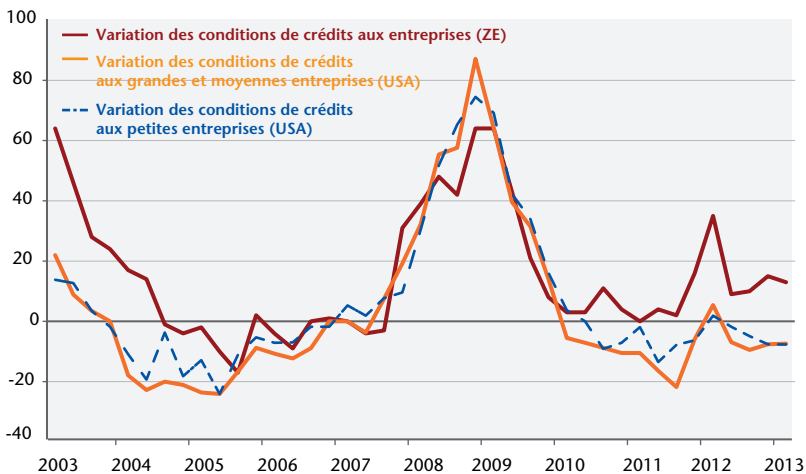
Comparativement, la situation devrait être stabilisée du côté des deux autres grandes banques centrales. Du côté de la Banque d'Angleterre (BoE), une nouvelle étape de l'assouplissement quantitatif a été franchie au cours de l'année 2012 puisque le programme d'achat de titres a été augmenté de 100 milliards de livres sterling en février et en juillet. Depuis, le Conseil de politique

21. La base monétaire correspond à la somme des billets en circulation et des réserves détenues par le système bancaire auprès de la banque centrale. Ces deux postes représentent plus de 80 % du bilan de la Banque du Japon. La taille du bilan en fin d'année 2012 était de 168 billions de yens et celle de la base monétaire de 138.

monétaire a opté pour le statu quo. Le bilan de la BoE a par conséquent grimpé de 10 points de PIB en 2012. La hausse pourrait se poursuivre car une nouvelle hausse du plafond ne peut être exclue. Lors de la dernière réunion, trois membres du Conseil de politique monétaire sur neuf étaient favorables à une augmentation de 25 milliards du plafond. Enfin, le bilan de la BCE a également fortement gonflé en 2012, principalement du fait des deux opérations de refinancement exceptionnel à 3 ans, par lesquelles la BCE avait octroyé un peu plus de 1 000 milliards d'euros aux banques de la zone euro. L'annonce du nouveau programme d'achat de titres publics (OMT) n'a pour l'instant pas été suivi d'effets puisqu'aucun nouveau pays n'a souhaité pour l'instant faire une demande d'aide auprès du MES.

Par conséquent, les conditions financières devraient rester plus favorables aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon que dans la zone euro, même si nous anticipons une baisse des primes de risque qui devrait permettre une légère convergence des taux d'intérêt à long terme. En effet, les achats de titres de la Réserve fédérale, de la Banque d'Angleterre et plus encore de la Banque du Japon devraient empêcher un scénario de hausse plus rapide des taux longs.

Graphique 6. Conditions de crédit



Note : L'enquête traduit un solde d'opinions entre les banques déclarant avoir durci les conditions de crédit et celles déclarant les avoir assouplies.

Sources : BCE (enquête BLS), Réserve fédérale.

Pourtant, malgré ces mesures de soutien à l'activité, la croissance peine à repartir, à la fois parce que les effets bénéfiques de la politique monétaire ne compensent pas l'impact restrictif des politiques budgétaires mais aussi parce que, dans la zone euro, les conditions de crédit se sont temporairement durcies au cours de l'année 2012 (graphique 6). De fait, la situation qui prévaut est toujours plutôt celle d'une trappe à liquidité traduisant une faiblesse de la demande aux États-Unis comme en zone euro. Dans cette dernière, les contraintes de crédit constituent un frein supplémentaire à la reprise de l'activité (zone euro).

## La déflation amorcée

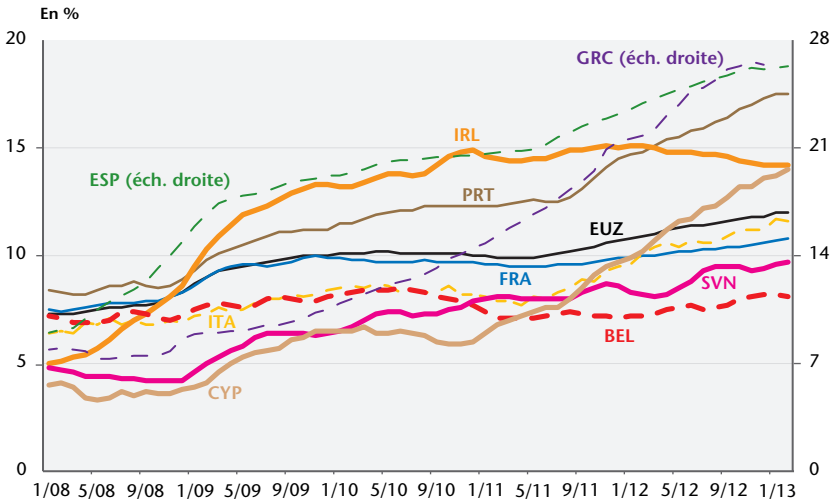
### L'austérité budgétaire pèse sur l'emploi et les salaires

Les politiques d'austérité budgétaire menées en zone euro à partir de l'année 2010, n'ont permis de réduire que très progressivement les déficits publics, les multiplicateurs budgétaires étant systématiquement sous-estimés. Cette réduction s'est donc faite au prix d'une nouvelle récession, le PIB ayant baissé continuellement entre le dernier trimestre 2011 et le dernier trimestre 2012, et d'une forte dégradation de la situation de l'emploi en 2012. Plus d'un million d'emplois ont été détruits, ce qui est la plus mauvaise performance depuis 2009 et porte à 4,7 millions le nombre total d'emplois détruits depuis le début de la crise à l'échelle de la zone euro. Parallèlement, la population active a continué de progresser de 900 000 personnes, de sorte que le nombre de demandeurs d'emploi a crû de près de deux millions en 2012. L'évolution de l'emploi est très différente selon les pays. L'économie espagnole a détruit 600 000 emplois tandis que l'allemande en a créé 330 000. La France et l'Italie ont aussi détruit des emplois, mais dans une proportion bien moindre (60 000 en France et 80 000 en Italie).

Après une pause en 2011, où l'emploi avait progressé au même rythme que la population active, le taux de chômage est reparti à la hausse en 2012 (graphique 7). Il atteint 11,8 % de la population active fin 2012, contre 10,6 % fin 2011. Là encore, les situations des pays en crise (Irlande, Portugal, Grèce et Espagne) sont particulières, avec des taux de chômage au-dessus de 15 %, et qui dépassent 25 % en Espagne et en Grèce. Il faut toutefois noter une

stabilisation du taux de chômage irlandais en 2012, mais celle-ci résulte essentiellement d'une baisse de la population active, en lien avec un mouvement d'émigration qui est apparu depuis 2010. Inversement, un petit groupe de pays autour de l'Allemagne (incluant les Pays-Bas, l'Autriche et le Luxembourg) conserve un taux de chômage inférieur à 6 %.

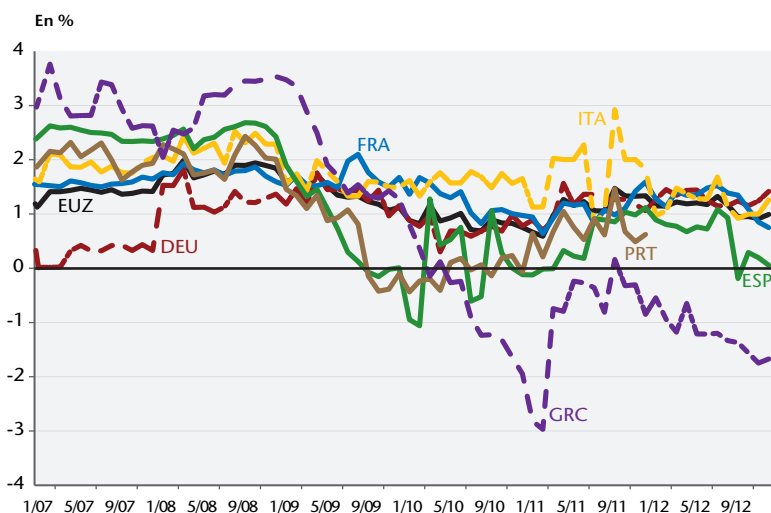
Graphique 7. Taux de chômage



Source : Eurostat.

Cette montée du chômage accroît le risque de déflation (encadré 4), d'autant plus que les taux d'inflation sous-jacente corrigés de l'évolution des taxes sont déjà faibles en zone euro (graphique 8). Dans ces conditions et en l'absence d'une remise en cause de la stratégie macroéconomique européenne, la zone euro pourrait voir se mettre en place les conditions propices à une déflation prolongée : au cours de l'année 2012, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a stagné, voire diminué, dans les pays de la zone euro. En Espagne, la baisse est enclenchée depuis le début de l'année 2010.

Graphique 8. Taux d'inflation sous-jacente corrigé de la variation des taxes



Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2013.

#### Encadré 4. Les anticipations d'inflation et de déflation en zone euro

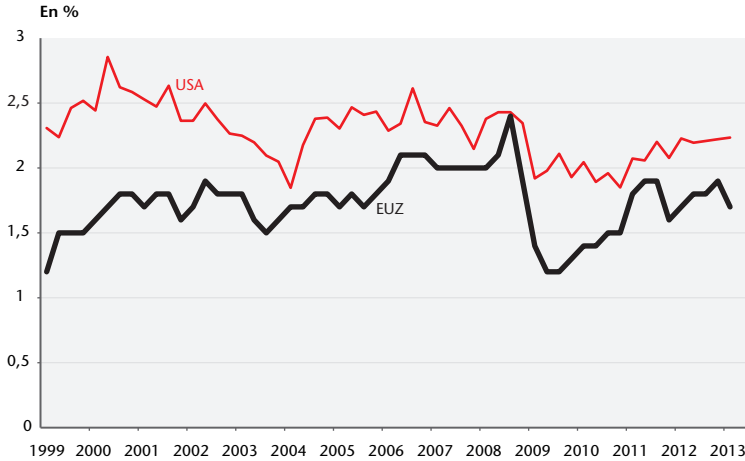
La déflation est un processus complexe qui ne se réduit pas à une réduction du niveau de l'indice des prix à la consommation. Celle-ci doit s'inscrire dans la durée, nourrir des anticipations de déflation et alimenter un processus de déflation par la dette<sup>22</sup>. Dès lors que les anticipations des agents ont perdu leur ancrage sur la cible de politique monétaire et deviennent négatives, le taux d'intérêt réel augmente et la banque centrale n'a plus les moyens, *via* le pilotage des taux d'intérêt de court terme, d'agir sur la demande et les prix. C'est pourquoi les banques centrales scrutent attentivement les indicateurs d'anticipation d'inflation. Elles réalisent à cette fin des enquêtes auprès d'un échantillon de prévisionnistes sur les anticipations de croissance, de chômage et d'inflation. Il ressort que les anticipations d'inflation sont, au premier trimestre 2013, plus élevées aux États-Unis que dans la zone euro (graphique 9) : 2,2 % contre 1,7 %. Ces anticipations sont remontées depuis le creux observé en début d'année 2009 – en particulier dans la zone euro – lorsque la chute du prix du pétrole avait provoqué une réduction temporaire des prix. Il reste que dans la zone euro, les antici-

22. Une description des différents canaux par lesquels une déflation par la dette peut s'enclencher et s'autoalimenter est effectuée par Von Peter (2005), « Debt-deflation : concepts and a stylized model », *BIS Working Paper*, 176.



pations sont, depuis le début de la crise, systématiquement inférieures à la cible suivie par la BCE. Aux Etats-Unis, les anticipations sont cependant supérieures à l'objectif de long terme récemment fixé à 2 % par la Réserve fédérale<sup>23</sup>.

**Graphique 9. Anticipations d'inflation**

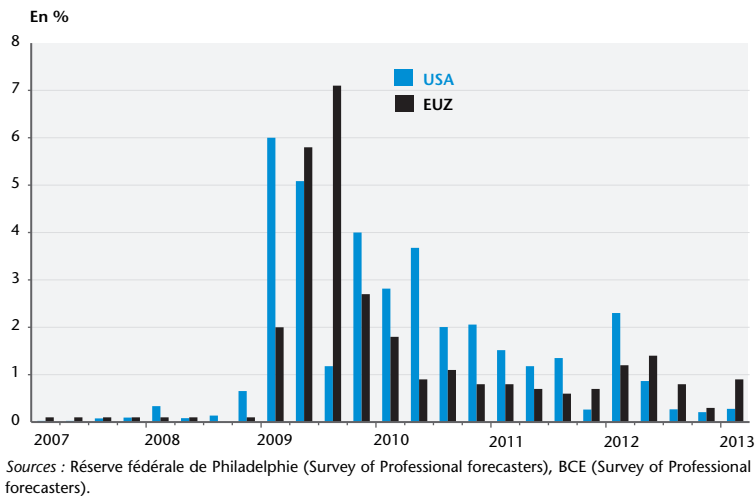


Sources : Réserve fédérale de Philadelphie (Survey of Professional forecasters), BCE (Survey of Professional forecasters).

Néanmoins, plus que l'évolution moyenne anticipée par les agents, il est également nécessaire de suivre l'évolution de la probabilité de déflation. Les enquêtes demandent en effet aux prévisionnistes d'associer une probabilité aux différents scénarios d'évolution des prix. Globalement, le scénario déflationniste est faiblement envisagé dans la zone euro comme aux États-Unis (graphique 10). Le pic a été atteint au cours de l'année 2009 aux États-Unis et dans la zone euro. Au troisième trimestre 2009, la probabilité d'une baisse des prix a dépassé 7 % dans la zone euro. Depuis, ce risque a été significativement révisé à la baisse. Mais, bien que plus faibles, les anticipations de déflation n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise qui était nul ou proche de zéro. En moyenne, depuis le premier trimestre 2012, le scénario déflationniste est anticipé avec une probabilité de 0,9 % dans la zone euro et de 0,8 % aux Etats-Unis. Surtout, l'évolution de ces anticipations n'est pas liée, comme ce fut le cas en 2009, à une forte baisse de prix du pétrole de telle sorte que le risque perçu aujourd'hui est bien un risque de déflation alors qu'en 2009 il traduisait essentiellement l'impact du prix du pétrole sur la dynamique des prix.

23. Voir <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>.

Graphique 10. Anticipations de déflation – probabilités

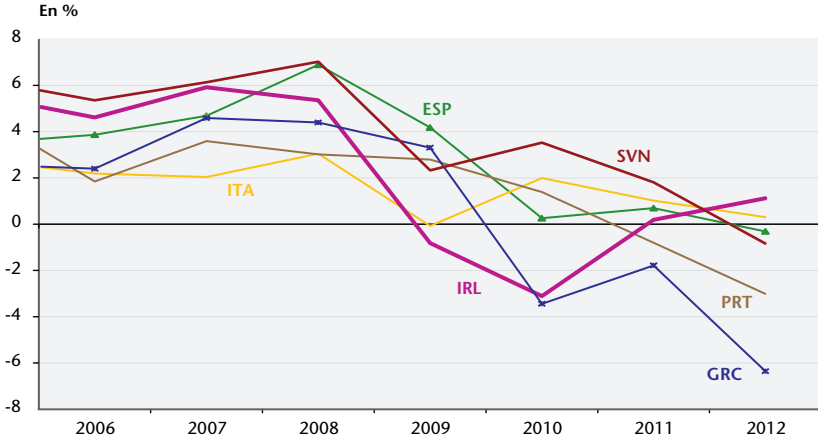


Cette dynamique s'explique en premier lieu par celle des salaires. Entre 2000 et 2008, pour la majorité des pays de la zone euro le taux de croissance annuelle des salaires par tête se situait dans une fourchette comprise entre 2 % et 8 %. Cette fourchette s'est progressivement déplacée avec la crise, pour se situer entre 0 et 4 % en 2012. Plusieurs pays (Espagne, Portugal, Grèce, Slovaquie) connaissent même une baisse du salaire par tête en 2012 (graphique 11). En rythme annuel, le coût salarial horaire du travail, pour l'ensemble de l'économie, a baissé de 7,4 % en termes réels en Espagne au quatrième trimestre 2012. En Grèce, la chute était supérieure à 12,2 % au troisième trimestre 2012 et le salaire par tête a retrouvé son niveau de 2006. Ces baisses sont caractéristiques d'une situation de déflation salariale qui se met en place progressivement en zone euro.

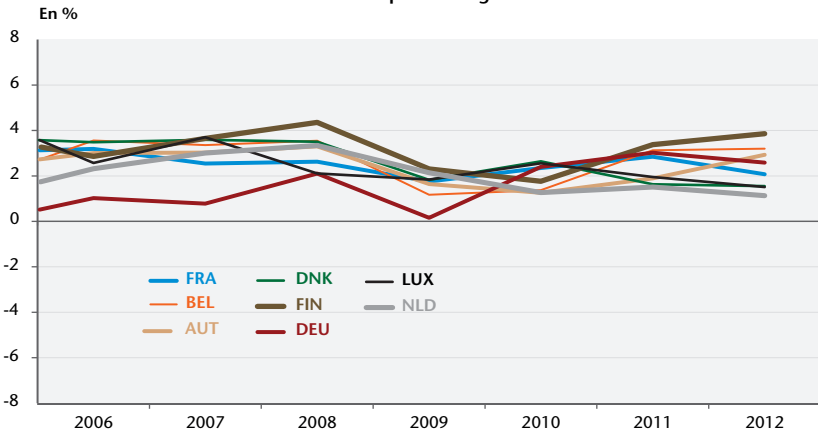
Or tant qu'une situation de chômage de masse prévaudra dans la zone euro, la pression sur les salaires sera à la baisse. Et la déflation sera accentuée par le développement de la pauvreté lié au fait qu'une part croissante des chômeurs arrive en fin de droits et qu'ils basculent vers les minima sociaux. Déjà en 2011 la part des chômeurs de longue durée (supérieure à 1 an) dépassait 8 % de la population active en Espagne, en Irlande et en Grèce, et 6 % au Portugal (graphique 4). Elle atteignait près de 4 % en France, en

Graphique 11. Évolution des salaires par tête

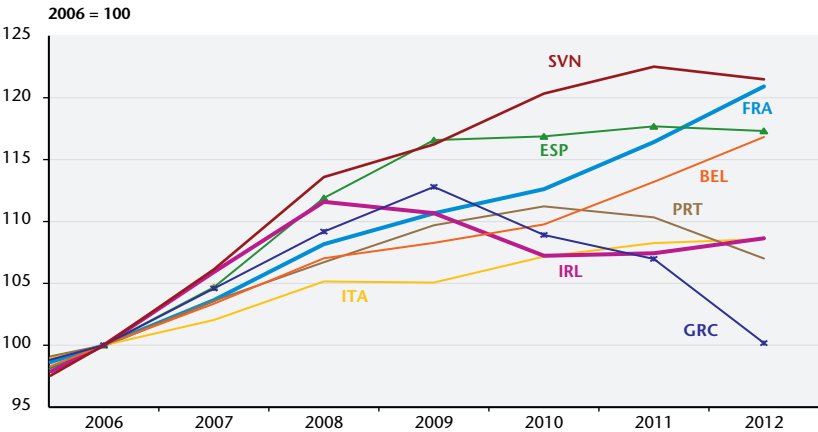
11 a. En pourcentage



11 b. En pourcentage



11c. En indice



Source : Perspectives économiques de l'OCDE.

Italie, en Slovénie et à Chypre. Compte-tenu de la forte dégradation de l'emploi en 2012, et des faibles perspectives pour 2013-2014, cet indicateur poursuit sa dégradation.

Cette hausse attendue de la pauvreté pèsera sur les revenus des ménages, la consommation, l'activité et la création d'emplois en zone euro. Elle sera propice à l'installation d'une situation dans laquelle le chômage restera durablement élevé et pèsera sur les salaires, nourrissant ainsi la déflation salariale. Si ce schéma de déflation n'est à l'œuvre que dans quelques pays, il pourrait néanmoins s'étendre partout où le chômage se développe, ce qui sera le cas en France, en Italie et dans la zone euro dans son ensemble en 2013-2014 (tableau 9). En Espagne et en Italie, le chômage baisserait néanmoins à partir du début de l'année 2014 mais de façon très lente.

**Tableau 9. Taux de chômage des pays de la zone euro**

En %	2012	2013	2014
EUZ	11,4	12,2	12,4
DEU	5,5	5,7	5,7
FRA	10,3	11,0	11,7
ITA	10,6	11,9	12,1
ESP	25,1	26,5	26,4
NLD	5,3	6,1	6,5

Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE avril 2013.

D'autant plus que ces baisses de salaires ne sont pas un dommage collatéral de la crise. Les États en crise poussent à la mise en place de la déflation salariale. Les politiques d'austérité y ont largement contribué par un ensemble de mesures visant à baisser les salaires dans la fonction publique (tableau 10). Ainsi, en Italie les traitements des fonctionnaires ont été gelés jusqu'en 2013. En Espagne, ils ont été diminués de 5 % en 2010, puis gelés en 2011 et 2012. En Irlande les salaires dans la fonction publique ont été amputés de 5 % pour les bas salaires et de 15 % pour les hauts salaires en 2010 ; en Grèce, les primes et les salaires ont été diminués à plusieurs reprises.

La stratégie mise en œuvre par les gouvernements des pays en crise, sous la pression de la troïka, consiste donc à accélérer la défla-

tion salariale pour gagner en compétitivité sur leurs partenaires commerciaux. Cependant, si cette stratégie non-coopérative peut s'avérer payante à court terme, elle fait courir le risque d'une extension de la déflation à l'ensemble de la zone euro, avec toutes ses conséquences néfastes en termes de chômage durablement élevé et d'instabilité sociale.

**Tableau 10. Mesures de baisse des salaires et traitements**

Pays	Date	Mesures
ITA	2011-2013	Gel du traitement des fonctionnaires
ESP	2010	Baisse de 5% du traitement des fonctionnaires
	2011-2012	Gel du traitement des fonctionnaires
	2011	Gel du salaire minimum
	2012	Suppression de la prime de Noël des fonctionnaires
IRL	2010	Baisse des salaires dans la fonction publique de 5 % pour le bas de l'échelle, de 15 % pour le haut de l'échelle
GRC	Janvier 2010	Réduction et suppression du 13 <sup>e</sup> et 14 <sup>e</sup> mois de salaire et des primes/allocations
	Février 2010	Réduction des primes et gel des plus hauts salaires
	2010	Gel des salaires étendu aux fonctionnaires gagnant plus de 2 000 euros/mois
	Mars 2010	Nouvelles coupes salariales : baisse de 10% du salaire
	Février 2012	Réduction des salaires dans les régimes spéciaux de 12 % en moyenne
	Février 2012	Baisse de 22 % du salaire minimum à 586 euros bruts sur 14 mois contre 680 avant
PRT	2013	Coupes dans les salaires des régimes spéciaux jusqu'à 35 %
	2012	Suppression des 13 <sup>e</sup> et 14 <sup>e</sup> mois des fonctionnaires et retraités dont les revenus sont supérieurs à 1 100 euros par mois
CYP	2013-2016	Suspension de l'indexation des traitements des fonctionnaires
	2014	Baisse de 3 % des rémunérations dans le secteur public
SVN	2012	Baisse de 10 % du traitement des fonctionnaires

Note : Au Portugal, la mesure a été jugée non conforme à la constitution par le Conseil constitutionnel.

Source : OFCE.

## La déflation contagieuse

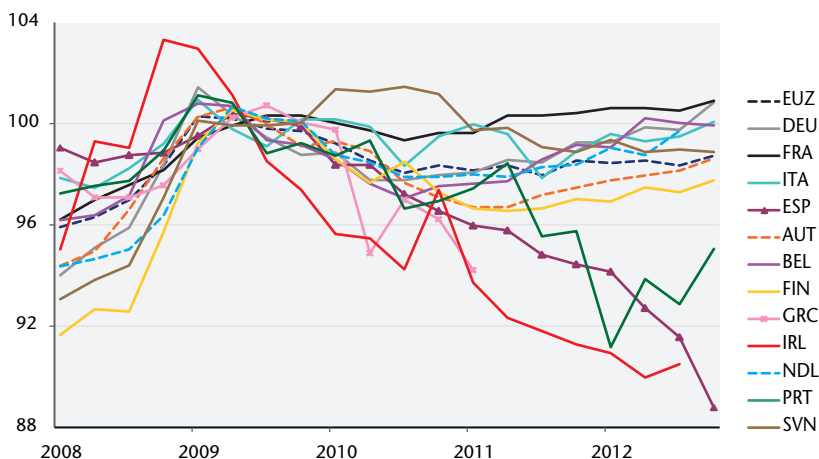
L'entêtement des autorités européennes à poursuivre dans la voie de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles ouvre la porte à une contagion de la déflation à l'ensemble de la zone euro par la généralisation des stratégies de déflation compétitive.

La baisse des salaires fait partie de la stratégie des autorités européennes pour accompagner l'austérité budgétaire : la dévaluation

de la monnaie étant impossible en union monétaire, c'est la baisse des salaires qui doit permettre de réduire les déséquilibres extérieurs par la relance des exportations, *via* des gains de compétitivité.

S'il est encore trop tôt pour juger de l'impact des réformes structurelles sur le marché du travail<sup>24</sup>, il reste que la hausse du chômage et les différentes mesures prises dans le cadre des plans d'ajustement a déjà eu des effets perceptibles sur l'évolution des indicateurs de compétitivité-coût calculés par la Commission européenne. Comparativement à l'évolution moyenne de la zone euro, la progression du coût salarial unitaire a été généralement moins rapide Espagne, Grèce, Irlande et au Portugal depuis 2009 (graphique 12). Ainsi, entre 2009 et fin 2012, les coûts unitaires réels ont augmenté de 0,8 % en Allemagne et de 0,9 % en France. Ils ont baissé de 4,9 % au Portugal, de 11,2 % en Espagne, de 5,8 % en Grèce (au 1<sup>er</sup> trimestre 2011) et de 9,5 % en Irlande. Par contre, pour l'Italie, les mesures prises n'ont pas encore eu un effet notable sur la compétitivité puisque l'indicateur des coûts salariaux unitaires réels a progressé de 0,1 % depuis 2009.

Graphique 12. Coût salarial unitaire réel (base 100 = 2009)

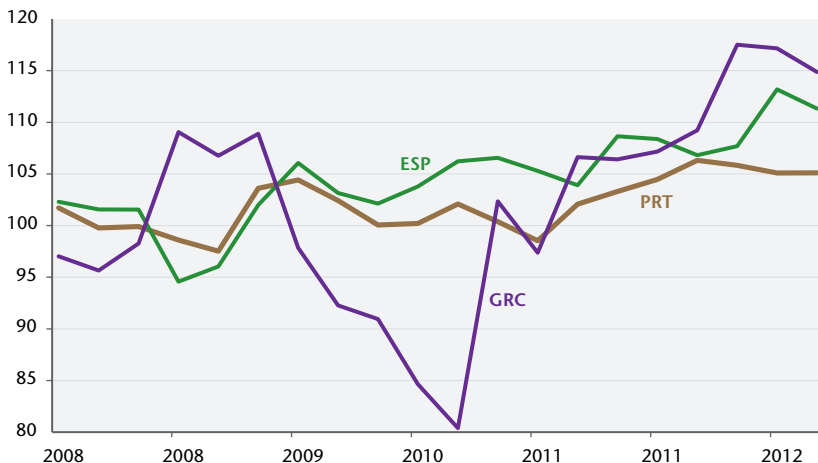


Source : Eurostat.

24. Voir dans ce dossier l'étude spéciale sur la compétitivité et les déséquilibres.

La modération des coûts salariaux favorise la compétitivité, ce qui devrait augmenter les parts de marché. Cette stratégie non-coopérative s'est déjà avérée payante pour la Grèce et l'Espagne et dans une moindre mesure pour le Portugal, puisque ces trois pays ont gagné des parts de marché à l'exportation entre 2008 et 2012 (graphique 13).

Graphique 13. Parts de marché à l'exportation (base 100 = 2008)

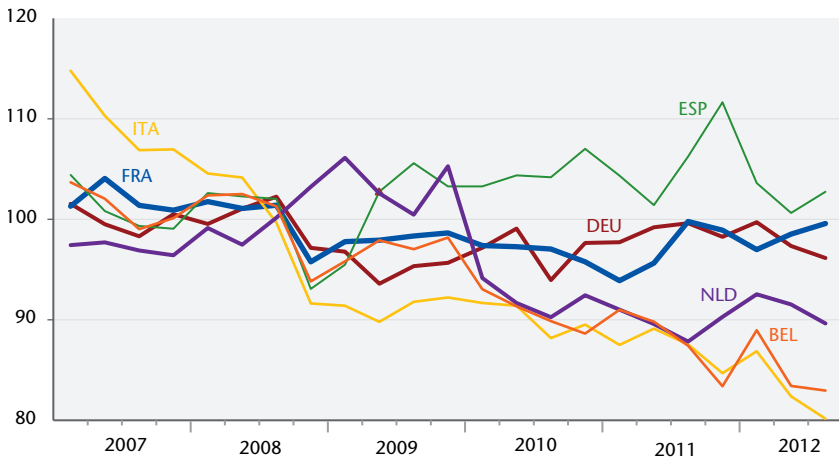


Source : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

Par contre, cette stratégie paraît vouée à l'échec à moyen terme. Les pays de la zone euro commercent principalement entre eux. Dès lors, les gains de parts de marché à l'export des uns sont les pertes de parts de marché des autres. Ainsi, les gains de parts de marché intra-zone de l'Espagne entre 2008 et 2012 se sont faites en contrepartie de pertes de parts de marché de l'Italie, des Pays-Bas, de la Belgique, et dans une moindre mesure de l'Allemagne (graphique 14). Globalement, nous prévoyons que les exportations des pays de la zone euro évolueront moins vite en 2013 (+0,7 %) et 2014 (+2,0 %) par rapport au rythme de croissance du commerce mondial (+1,6 % en 2013 et +3,0 % en 2014). Le relai de croissance de la zone euro ne viendra donc pas du reste du monde. La concurrence accrue engendrée par la course aux parts de marché à l'exportation va donc accroître la pression sur les pays qui n'ont pas encore adopté la stratégie de déflation salariale, ce qui

augmente le risque de contagion de la déflation à l'ensemble de la zone euro.

Graphique 14. Parts de marché à l'exportation (base 100 = 2008)



Source : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

## Les méfaits de la déflation

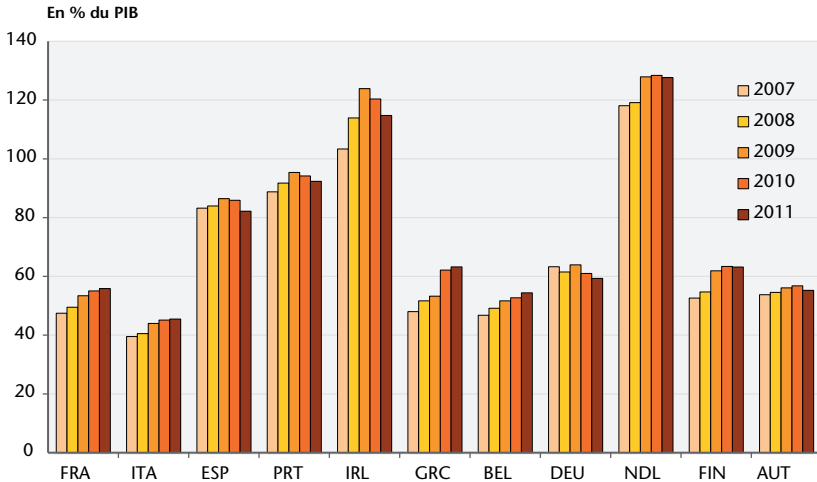
La déflation salariale, une fois enclenchée, s'auto-entretient par différents canaux qui pèsent sur le chômage. En premier lieu, la modération des coûts salariaux limite la progression des revenus des ménages, ce qui pèse en retour sur leur consommation. La baisse des revenus nominaux limite les capacités d'emprunt des ménages. Elle pèse sur les perspectives de débouchés des entreprises, donc sur l'investissement en zone euro et *in fine* sur l'emploi.

La baisse de revenu des ménages et la baisse de la consommation ont aussi pour conséquence une érosion de la base fiscale : baisse des recettes de TVA, de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Le taux de chômage élevé pèse sur les comptes sociaux *via* une hausse des dépenses d'allocations chômage et *via* une baisse des cotisations sociales liée à la contraction de la masse salariale. Les baisses de rentrées fiscales dégradent la soutenabilité de la dette publique en rendant d'autant plus difficiles à atteindre les objectifs de déficit, et poussant les États à renforcer l'austérité budgétaire.



La déflation salariale rend le processus de désendettement privé encore plus difficile, voire intenable. Les ménages endettés peuvent se retrouver dans l'incapacité de faire face à leurs échéances. Or les prêts des ménages rapportés au PIB nominal sont plus élevés en 2011 par rapport à 2007 (graphique 15). L'augmentation est marquée dans les pays en crise – de +15,3 points en Grèce, +11,5 points en Irlande et +3,6 points au Portugal – mais aussi dans les autres pays – +10,6 points en Finlande, +9,6 points aux Pays-Bas et +8,4 points en France. Par contre ils baissent en Allemagne (-4 points) et légèrement en Espagne (-1 point). Les systèmes bancaires en zone euro sont donc plus exposés au risque de défaut des ménages qu'avant la crise. Une nouvelle hausse de défauts privés générerait alors des pertes à un système bancaire déjà fragilisé. Dans le pire des cas, de nouvelles faillites de banque reconduiraient la zone euro dans une situation inextricable et les cinq années perdues se transformeraient en décennie perdue.

Graphique 15. Encours des prêts des ménages



Source : Oxford Economics.

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

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>															
1 €=...\$	1,46	1,39	1,34	1,32	1,27	1,33	1,34	1,34	1,35	1,35	1,35	1,35	1,38	1,32	1,35
1 \$=...Yen	80	79	78	83	93	100	100	100	100	100	100	100	80,2	98,2	100,0
1 £=...euros	1,20	1,24	1,26	1,24	1,17	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,23	1,19	1,20
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>															
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EUZ	1,0	1,0	0,78	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,88	0,75	0,75
GBR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></b>															
USA	2,4	2,0	2,0	1,8	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	1,8	2,2
JPN	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	0,7	0,7
EUZ	4,3	4,2	3,7	3,4	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,9	3,0	3,0
GBR	2,7	2,3	2,1	1,9	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	1,8	2,2
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	118	108	110	110	113	115	108	105	105	105	110	110	112	110	108
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	81	78	82	83	89	86	81	78	78	78	81	81	81	84	80
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	2,5	-4,9	-6,9	-4,9	3,6	3,1	3,0	3,9	4,2	4,9	5,1	4,1	-15,8	5,3	17,8

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 avril 2013.



# ZONE EURO : LE CALICE DE L'AUSTÉRITÉ JUSQU'À LA LIE<sup>1</sup>

## PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

Département analyse et prévision, Céline Antonin, Christophe Blot  
et Danielle Schweisguth

---

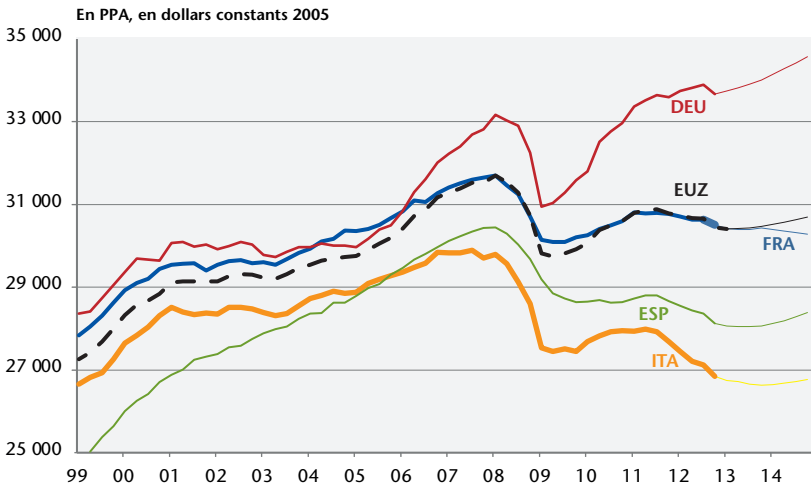
Le recul de l'activité observée dans la zone euro depuis le quatrième trimestre 2011 s'est amplifié en fin d'année 2012 malgré le retour annoncé de la confiance. Depuis l'été 2012, la ratification du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) ainsi que l'annonce par la BCE de l'OMT (Outright monetary transactions ou aussi Opérations monétaires sur titres) avaient écarté les risques d'un éclatement de la zone euro contribuant à la baisse des primes de risques sur les marchés obligataires publics. Cet espoir fut cependant insuffisant pour compenser le fort impact récessif de la consolidation budgétaire. Les demandes interne et externe, du fait des fortes interdépendances entre les pays de la zone euro, ont par conséquent continué à fléchir. Le vote des budgets pour l'année 2013 annonce d'ores et déjà la poursuite de ce scénario. Bien qu'en léger recul, l'impulsion budgétaire serait de -1,1 point de PIB. 2013 sera par conséquent une nouvelle année de récession dans la zone euro, le PIB reculerait de 0,4 %. En 2014, le rythme de consolidation marquera encore le pas dans la mesure où certains pays auront atteint la cible de 3 % pour le déficit budgétaire (Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande) ou en seront assez proches (Pays-Bas). La croissance serait alors positive (0,9 %) mais insuffisante pour permettre une décade du chômage. Les risques resteront orientés à la baisse en raison des pressions déflationnistes qui vont s'intensifier. La déflation est déjà enclenchée en Espagne et en Grèce et pourrait se généraliser à tous les pays où le taux de chômage se maintient à des niveaux très élevés, d'autant plus qu'à ce mécanisme s'ajoutent de nombreuses réformes ou mesures visant à réduire le coût du travail. La concurrence entre pays de la zone euro pour gagner des parts de marché devrait s'intensifier ce qui amplifiera les pressions déflationnistes sans réussir à générer l'effet positif escompté sur la croissance de l'ensemble de la zone euro.

---

1. Cette étude intègre les informations disponibles à la fin mars 2013.

Cinq années de perdues ! Voilà ce qui pourrait résumer la situation de la zone euro à l'issue de cette année 2012. En affichant un nouveau recul du PIB de 0,5 % sur l'ensemble de l'année, le PIB en volume de la zone euro se situe à un niveau proche de celui du début de l'année 2007. Les pays industrialisés ont traversé la plus grave récession depuis la Grande Dépression. Dans la zone euro, la chute du PIB du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009 a atteint 5,1 %. Pourtant, dès le milieu de l'année 2009, la croissance repartait, permettant d'effacer un peu plus des trois-quarts de la perte. Ce rebond fut de courte durée et, depuis le quatrième trimestre 2011, la zone euro est de nouveau entrée en récession. Le recul du PIB de 0,6 % au quatrième trimestre 2012 a accentué la tendance, si bien que mesuré en termes de PIB par tête, le niveau de vie de la zone euro a été réduit de 3,5 % depuis la fin de l'année 2007. En Italie et en Espagne, la baisse atteint respectivement 10,6 et 9,5 % (graphique 1). L'Allemagne fait figure d'exception parmi les pays de la zone euro puisqu'en fin d'année 2012, le PIB par tête a dépassé son niveau d'avant-crise de 1,8 %.

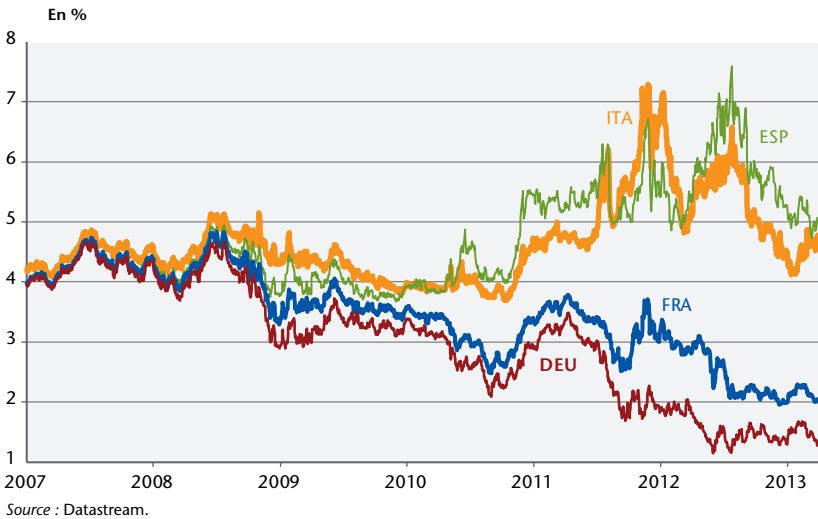
Graphique 1. Évolution du PIB par tête dans la zone euro



Cette contre-performance est d'autant plus inquiétante que quelques facteurs avaient suscité l'espoir d'une sortie de crise rapide. En effet, la ratification du TSCG (Traité sur la stabilité, la

coordination et la gouvernance) ainsi que l'annonce par la BCE de l'OMT (*Outright monetary transactions* ou aussi Opérations monétaires sur titres), dispositif lui permettant d'intervenir sur les marchés obligataires publics, ont permis de faire baisser les primes de risques sur les taux d'intérêt supportées par les pays fragilisés par la crise de la dette souveraine (graphique 2). Le Portugal et l'Irlande ont même profité de cette accalmie pour émettre, avec succès, sur les marchés obligataires. Le 13 mars, l'agence irlandaise (NTMA : National Treasury Management Agency) a ainsi placé 5 milliards d'euros à 10 ans au taux de 4,15 %.

Graphique 2. Taux d'intérêt publics dans la zone euro

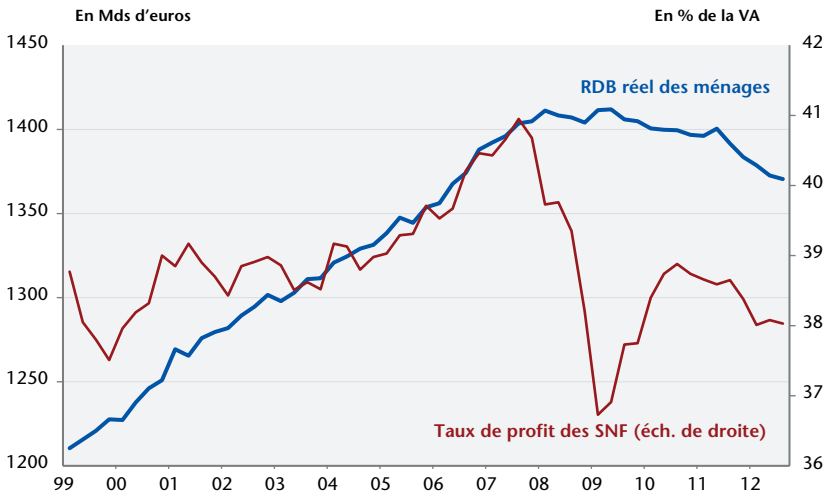


La situation macroéconomique de la zone euro en cette fin d'année 2012 montre toutefois que cet espoir était prématuré. La demande intérieure hors stocks a reculé de 0,7 % sur les deux derniers trimestres, reflétant les difficultés que rencontrent à la fois les ménages et les entreprises. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut s'érode depuis le milieu de l'année 2011 (-2,1 % au dernier point connu du troisième trimestre 2012). Selon Eurostat, le taux de marge<sup>2</sup> des entreprises se situe 3 points en dessous du pic de l'année 2007 et a surtout perdu un point entre le troisième

2. Définie par la part de l'EBE (excédent brut d'exploitation) dans la valeur ajoutée.

trimestre 2010 et le troisième trimestre 2011 où il s'établit à 38 % de la valeur ajoutée (graphique 3). Depuis le troisième trimestre 2011, les stocks contribuent négativement à la croissance : de 0,3 point au troisième trimestre 2012 et de 0,1 point au quatrième. Seul le commerce extérieur a légèrement soutenu l'activité. Mais ce soutien fut surtout lié à l'atonie des importations (+0,1 % au troisième trimestre et -0,9 % au quatrième). Surtout, le canal de la demande adressée aux différents pays de la zone accentue l'impact du recul de la demande intérieure. De fait, la distinction entre échanges intra-zone et extra-zone fait nettement apparaître le ralentissement du commerce entre les pays de la zone euro. Sur l'année 2012 les importations intra-zone en valeur ont baissé de 0,4 % tandis que les échanges – importations et exportations – extra-zone ont progressé de 4,4 %.

Graphique 3. Taux de marge et revenu disponible brut réel

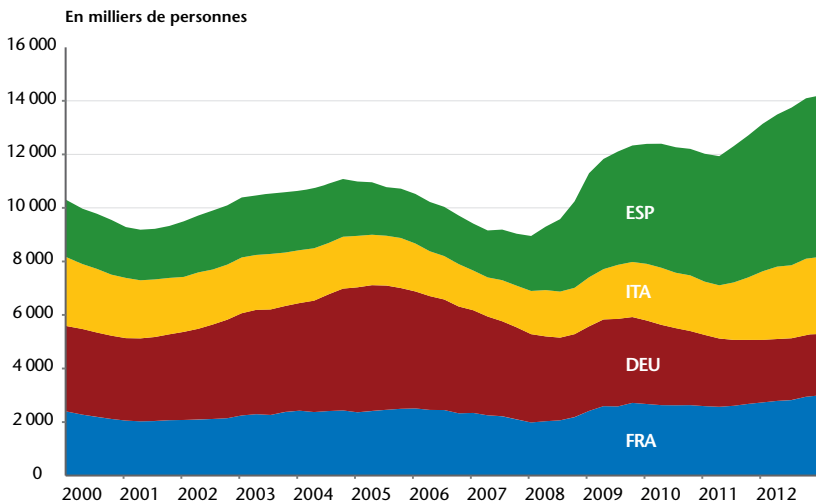


Source : Eurostat.

Le retour en récession s'est traduit par une accélération de la hausse du chômage (graphique 4). En janvier 2013, le taux de chômage a atteint un nouveau record à 11,9 %. En Espagne et en Grèce, ce taux dépasse 25 %. Il est supérieur à 17 % au Portugal et se stabilise autour de 15 % en Irlande. Toutefois, il faut noter dans ce dernier cas que la stabilisation reflète une baisse de la population active et un fort mouvement d'émigration. Cette situation est une menace pour la zone euro. Elle provoque une détérioration des

conditions de vie au fur et à mesure que les chômeurs en fin de droit basculent dans une situation d'extrême pauvreté. Cette crise sociale engendre un mécontentement croissant des populations qui se traduit par des votes contestataires lors des échéances électorales. La percée des mouvements Aurore dorée en Grèce et du mouvement 5 étoiles en Italie en sont l'illustration. Au-delà des soubresauts de la vie politique, ces mouvements traduisent une certaine forme de rejet du projet européen. Si la menace ne s'est pas concrétisée, c'est la pérennité de la zone euro qui pourrait à nouveau être mise en cause comme en témoignait la réaction des marchés à l'annonce des résultats électoraux italiens.

**Graphique 4. Chômage dans les principaux pays européens**



Sources : Compte nationaux, prévision OFCE avril 2013.

Cette deuxième phase de la crise est directement liée à celle des dettes souveraines et à la stratégie macroéconomique mise en œuvre dans les pays de la zone euro. Afin de restaurer la confiance et de rassurer les marchés financiers, les pays de la zone euro ont mis en œuvre une austérité massive et généralisée, cédant à un mouvement de panique (De Grauwe P., et Y. Ji, 2013<sup>3</sup>). Néanmoins, malgré les annonces récurrentes de plans de consolidation, la confiance n'est pas revenue ; les taux d'intérêt<sup>4</sup> sont restés élevés en

3. « Panic-driven austerity in the Eurozone and its implication », voxeu.org, février 2013.



Italie, Espagne, Irlande, Portugal et en Grèce. La prime de risque n'a baissé qu'à partir du moment où les craintes d'un éclatement de la zone euro se sont atténuées. Si les déficits budgétaires ont été réduits dans l'ensemble des pays, ceux-ci ont souvent dû renoncer à leur objectif initial. L'objectif de retour à une cible de 3 % a été systématiquement retardé et l'austérité prolongée. De fait, en 2013, la zone euro devrait connaître une quatrième année consécutive d'austérité. L'impulsion budgétaire inscrite dans les différents budgets votés en fin d'année 2012 devrait s'élever à -1,1 point de PIB, en légère réduction par rapport à celle des années précédentes, respectivement -1,9 point en 2012 et -1,3 en 2011. Dans ces conditions, la croissance sera encore atone en 2013. Si nous prévoyons une fin technique de la récession à partir du deuxième trimestre 2013, il reste que le PIB annuel, en raison d'un effet d'acquis fortement négatif (-0,5 %), reculera de nouveau de 0,4 % et le chômage augmentera tout au long de l'année pour atteindre 12,4 % de la population active. Il faudra donc attendre une année supplémentaire pour espérer renouer avec la croissance et observer un timide repli du chômage. En 2014, de plus en plus d'États membres auront atteint la cible de 3 % et réduiront de fait la restriction budgétaire. Nous anticipons en effet une impulsion négative de seulement 0,6 point en 2014. La demande intérieure retrouverait alors une certaine vigueur, notamment en Allemagne, et contribuerait à 0,5 point de croissance. Le commerce extérieur resterait de plus un élément moteur de la croissance. L'augmentation du chômage qui résulte de la stratégie de consolidation budgétaire pèse sur l'évolution des salaires, ce qui améliore la compétitivité *via* les coûts unitaires du travail. À cet effet, s'ajoute l'impact de mesures spécifiques (ajustement du salaire dans la fonction publique par exemple, CICE – crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – en France<sup>5</sup>) et de réformes du marché du travail (décentralisation des processus de négociations salariales en Italie ou au Portugal, assouplissement des procédures d'embauches et de licenciements en Espagne ou en Grèce). Par ce biais, les pays, dont la crise résulte

---

4. Pour les pays bénéficiant de l'aide européenne, ces taux de marchés ne reflètent de fait plus le coût de financement de la dette publique. Néanmoins, ils restent un indicateur des tensions qui se répercutent notamment sur le taux d'intérêt bancaires (voir 2<sup>e</sup> section).

5. Plane M. (2013), « Évaluation de l'impact économique du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) », *Revue de l'OFCE/Débats et politiques*, 126 : 141-153.

en partie d'une crise de balance des paiements<sup>6</sup>, espèrent regagner des parts de marché. Ce faisant, les pays de la zone euro poursuivraient une stratégie non-coopérative où les gains de part de marché des uns se font principalement au détriment des partenaires commerciaux. Le PIB augmenterait de 0,9 % sur l'ensemble de la zone euro. L'Allemagne resterait le pays de la zone euro bénéficiant de la plus forte croissance (1,5 %) tandis que la Grèce connaîtrait une cinquième année de récession (-2 % en 2014, soit un recul du PIB de près de -25 % depuis 2008). Cette croissance serait insuffisante pour permettre une décrue significative du chômage.

Le retour de la croissance est trop tardif. Les années de dépression allant de pair avec le maintien d'un chômage record pourraient faire naître de nouveaux risques. Certains pays pourraient se retrouver pris dans le piège de la déflation. Il s'agit de fait d'un scénario déjà à l'œuvre en Espagne où la stratégie visant à restaurer la compétitivité provoque une baisse des salaires réels par tête depuis 2010. Cette stratégie est d'autant plus dangereuse qu'elle conjugue la baisse des salaires nominaux et le maintien de l'inflation en raison des hausses de TVA. Les salaires baissent mais pas les prix créant une situation de déflation salariale réelle massive. Si ce schéma devait s'amplifier et se généraliser, il rendrait le processus de désendettement privé encore plus difficile, voire intenable. Les ménages endettés pourraient alors se retrouver dans l'incapacité de faire face à leurs échéances. Une nouvelle hausse de défauts des ménages générerait des pertes dans un système bancaire en pleine restructuration après l'accord intervenu en novembre 2012<sup>7</sup>. Dans le pire des cas, des nouvelles faillites de banque conduiraient la zone euro dans une situation inextricable et les cinq années de crise se transformeraient en décennie perdue à l'image de la situation du Japon dans les années 1990. Entre 1981 et 1990, le taux croissance moyen du PIB par tête au Japon s'est élevé à 4,1 % contre 2,3 % aux États-Unis et près de 2 % en France comme en Allemagne. De 1992 à 2002, la croissance par tête moyenne du Japon a fortement baissé pour atteindre 0,5 %. Sur cette période, le PIB par tête du Japon a connu trois années de contraction en 1993,

---

6. Alessandrini P., M. Fratianni, A. Hughes Hallet & A. Presbitero (2012), « External imbalances and financial fragility in the Euro area », *MoFiR working paper*, 66.

7. Julie Enjalbert (2012) : « Le secteur bancaire espagnol en phase de recapitalisation et d'assainissement », BNP-Paribas Ecoweek, décembre.

1998 et 1999. Sur la même période, la croissance du PIB par tête a également baissé dans la plupart des autres pays industrialisés mais dans de moindres proportions. Elle s'est établie à 2,2 % aux États-Unis, 1,5 % en France et 1,2 % en Allemagne.

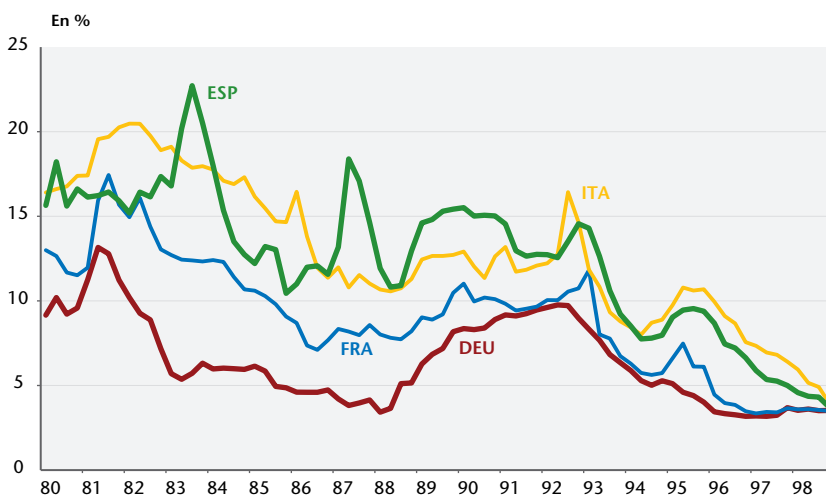
## La confiance est-elle revenue ?

### De l'art de gagner ou perdre la confiance du marché

L'argument principal en faveur d'une stratégie de réduction rapide des déficits budgétaires repose sur l'idée que la croissance dans la zone euro ne peut pas revenir si la confiance des agents et des marchés n'est pas rétablie. En effet, le retour de la confiance est une condition à la baisse des taux d'intérêt, ce qui favorise ensuite la reprise de l'activité. Il est alors primordial que les États, et en particulier ceux souffrant d'une faible crédibilité, montrent leur volonté de réduire les déficits budgétaires. Cette configuration ressemble à certains égards à la stratégie de désinflation menée dans de nombreux pays dans les années 1980. La réduction de l'inflation nécessitant l'ancrage des anticipations devait s'appuyer sur une politique monétaire d'autant plus restrictive que la banque centrale pâtissait d'une piètre crédibilité. Dans le cadre du SME (système monétaire européen), cette stratégie impliquait à l'époque de caler la politique monétaire sur celle de la Bundesbank, institution la plus rigoureuse en matière de lutte contre l'inflation. Néanmoins, après que la Bundesbank eût décidé d'augmenter son taux d'intérêt pour lutter contre les tensions inflationnistes liées à la réunification, cette stratégie est devenue de plus en plus coûteuse en termes de croissance et de chômage pour les autres membres du SME. Les marchés ont alors fait le pari d'une sortie de certains pays (Espagne, Italie, France et Royaume-Uni) du mécanisme de change européen, réalisant en effet qu'il y avait un arbitrage entre l'ancrage des monnaies au mark et le coût du durcissement de la politique monétaire. Les primes de risque ont alors augmenté, amplifiant le ralentissement économique à l'œuvre depuis le début des années 1990 en France, Italie et Espagne. Dans un premier temps, les banques centrales de France, Italie et Espagne ont suivi le durcissement de la politique monétaire allemande (graphique 5). Mais la spéculation s'est accentuée, les primes de risque ont augmenté poussant finalement l'Italie,

l'Espagne et le Royaume-Uni à quitter le mécanisme de change européen. La France est restée membre du SME mais n'a pas évité la récession en 1993. Ce rappel historique montre que la confiance des marchés n'est pas uniquement liée au coût des efforts consentis pour la gagner.

Graphique 5. Taux d'intérêt à court terme au cours des années 1980 et 1990



Source : OCDE.

La crédibilité est une notion complexe qui résulte de nombreux paramètres. Il existe des zones où les anticipations deviennent auto-réalisatrices et entraînent l'économie vers un équilibre sous-optimal<sup>8</sup>. Ce raisonnement trouve une application directe dans la zone euro depuis le déclenchement de la crise des dettes souveraines. Les plans de rigueur se sont en effet multipliés dès 2010 en Grèce, Espagne, Portugal, Irlande et en Italie sans parvenir à réduire rapidement les primes de risques payées par les États pour refinancer leur dette. Dans le même temps, les marchés anticipaient la réduction de la croissance et l'impossibilité de réduire rapidement la dette publique renforçant les primes de risques. L'analyse empirique développée par De Grauwe et Yi<sup>9</sup> (2012) montre bien que les

8. Ce raisonnement est formulé de manière analytique pour expliquer les crises de change par Obstfeld (1986), « Models of currency crises with self-fulfilling features », in *European Economic Review*, 40: 1037-1047.

9. « Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test », à paraître dans *Journal of International Money and Finance*.

fondamentaux ne parviennent pas à rendre compte de l'évolution des écarts de taux espagnols, irlandais, portugais et dans une moindre mesure grecs vis-à-vis de l'Allemagne. Ils suggèrent alors que ces primes de risques sont le fruit de sentiments de marché qui traduisent les fragilités intrinsèques des membres d'une union monétaire qui se retrouve dans la position d'un pays endetté dans une monnaie étrangère. De fait, les primes de risque n'ont baissé qu'à partir de l'été 2012, probablement sous l'effet conjugué de la ratification du TSCG et de l'annonce de l'opération (OMT) de la BCE qui ont modifié les anticipations de marché quant à une éventuelle sortie de la zone euro ou un possible défaut. Pour une part les primes de risque dépendent sans doute de l'évaluation de la crédibilité de la réduction de la dette à long terme faite par les marchés. Mais, il est difficile de savoir quelle aurait été l'évolution des primes de risque dans un scénario où l'austérité aurait été atténuée. D'un côté les primes auraient pu augmenter du fait d'un engagement moins ferme des gouvernements à réduire leur déficit à court terme, mais d'un autre côté, les marchés auraient pu percevoir favorablement la mise en œuvre d'une stratégie macroéconomique plus soutenable à moyen et long terme. Il reste que les primes de risque s'expliquent aussi par les perspectives de croissance, le rôle de la politique monétaire et par les éventuelles craintes d'un éclatement de la zone euro<sup>10</sup>. Les États membres, poussés aussi par les recommandations de la Commission européenne, ont mis en œuvre des plans de consolidation surdimensionnés afin de convaincre les marchés de la crédibilité de leurs engagements à réduire la dette. Par l'effet des multiplicateurs, plus élevés du fait de la faiblesse des économies consécutive à la récession de 2009, cette stratégie a détruit les bases fragiles du rebond de la croissance qui était perceptible en 2010. Ce faisant, et en l'absence d'engagement plus actif de la BCE, la consolidation budgétaire s'est avérée contre-productive pour réduire significativement les primes de risque. L'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce et, dans une moindre mesure, l'Irlande sont alors entrés dans un cercle vicieux où le besoin impérieux de prouver sa crédibilité a poussé les gouvernements à mettre en œuvre toujours plus de restriction, réduisant la

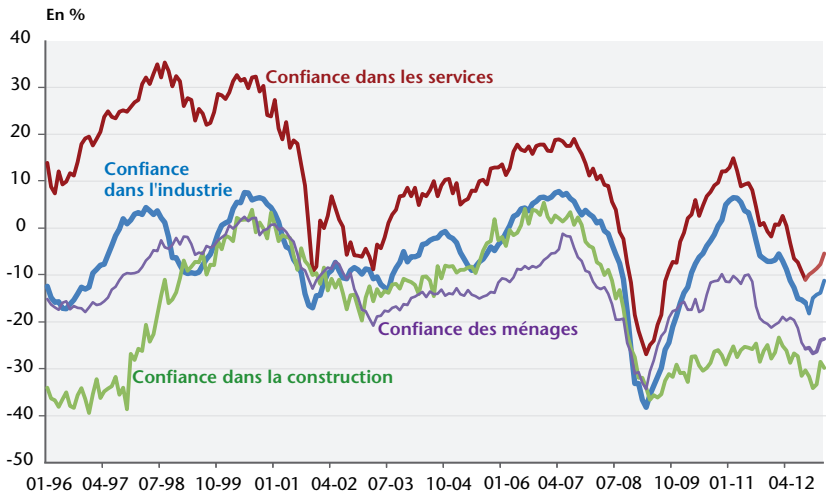
---

10. Il faut également souligner que l'évolution des taux d'intérêt résulte également de contraintes réglementaires qui amènent les investisseurs à faire des arbitrages de portefeuille afin de satisfaire les ratios de risque.

croissance et détruisant en retour la crédibilité de l'engagement de réduction de la dette publique.

En outre, la confiance ne peut se réduire à la perception que les marchés se font de la soutenabilité des finances publiques. Si la baisse des taux d'intérêt qui pourrait en résulter est importante, ce n'est pas le seul facteur qui influence la croissance. La confiance des ménages et des entreprises influencent leurs décisions de consommation et d'investissement. Ainsi, à partir de février 2011, les indicateurs de confiance dans la zone euro ont traduit les inquiétudes croissantes d'abord dans les services et l'industrie puis chez les ménages (graphique 6), ce qui s'est ensuite reflété dans les indicateurs avancés de croissance calculés par Euroframe<sup>11</sup>.

Graphique 6. Confiance dans la zone euro



Source : Commission européenne.

Même si tous les pays de la zone euro n'ont pas été impactés de la même façon par les mesures de consolidation budgétaire, la chute de la confiance a été généralisée. Les entreprises et les ménages allemands ont effectivement bien perçu les risques inhérents à l'enlisement de la crise et à la baisse de l'activité de leurs principaux partenaires commerciaux. La confiance des ménages

11. Pour l'année l'évolution au cours de l'année 2012, voir <http://www.ofce.sciences-po.fr/indic&prev/euro11/indicateureuro12.htm>.

qui avait fortement rebondi d'avril 2009 à novembre 2010 baissait à nouveau dès le mois de juin 2011 pour retrouver progressivement sa moyenne de long terme. De même, les carnets de commandes et notamment les perspectives à l'exportation se sont retournés au cours du premier semestre 2011.

### **Confiance : ce que disent les enquêtes**

La voie choisie pour restaurer la confiance a été un échec. Les marchés ont douté du succès du remède qui avait été administré à l'ensemble des États membres. L'austérité s'est amplifiée mais les taux d'intérêt sont restés à des niveaux élevés en Espagne ou en Italie<sup>12</sup> et historiquement faibles en Allemagne, en France ou aux Pays-Bas. Quant aux ménages et aux entreprises, ils ont rapidement pris conscience que la potion se traduisait par une baisse de pouvoir d'achat, une réduction des perspectives de demande et une hausse du chômage. De plus, les accès de panique récurrents sur les marchés financiers n'ont fait qu'amplifier les inquiétudes sur les perspectives d'avenir de la zone euro. Cependant, depuis l'été 2012, le mouvement semble se renverser avec l'affirmation de l'irréversibilité de l'euro. Les primes de risque ont baissé et la confiance semble rebondir depuis septembre dans les services, depuis octobre dans l'industrie et depuis novembre pour les ménages. Cette amélioration n'est cependant pas uniformément partagée par l'ensemble des pays de la zone. Elle semble assez générale en Allemagne mais ne concerne pas les ménages en France. Dans l'industrie, l'amélioration de la confiance est perceptible en France, en Italie comme en Espagne mais ce n'est pas le cas dans les services. Dans ces conditions, nous anticipons un rebond de la croissance en Allemagne pour le premier trimestre 2013 (+0,3 %) tandis que l'activité diminuerait encore en France, en Italie, en Espagne mais également au Portugal et en Grèce (tableau 1).

---

12. Le cas de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande étant un peu à part puisque les gouvernements de ces pays ont couvert l'essentiel de leur besoin de financement par le biais des aides européennes dont le taux de 3,5 % a été négocié en dessous des conditions de marché.

Tableau 1. Croissance dans la zone euro

En %

	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
DEU	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	0,4	1,5
FRA	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,6
ITA	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	-2,4	-1,5	0,3
ESP	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,4	-1,2	0,6
NLD	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,0	-0,7	0,7
BEL	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	0,3	1,3
IRL	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	0,1	0,7
PRT	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-3,2	-2,5	0,1
GRC	-0,2	-1,2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-6,3	-6,0	-2,0
AUT	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	0,4	1,0
FIN	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	-0,1	1,1
EUZ	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,5	-0,4	0,9

Source : Calculs et prévision OFCE avril 2013.



## La croissance minée par l'austérité budgétaire ou par les conditions financières

La mise en œuvre des plans de restrictions dans l'ensemble des Etats membres s'est traduite par une baisse globale de la demande. Les augmentations d'impôts (TVA en Espagne ou hausse de l'impôt sur le revenu en France et en Italie pour ne citer que quelques exemples) ou les baisses des dépenses (prestations sociales, réduction des effectifs dans la fonction publique) pèsent sur la consommation privée et publique. Cet effet est d'autant plus fort que la situation macroéconomique est dégradée. Par ailleurs, la crise de la dette souveraine a provoqué d'importants mouvements de capitaux qui se sont traduits par un choc sur les taux d'intérêt publics à long terme, ce qui a réduit l'investissement et la consommation de biens durables. Néanmoins, contrairement aux impulsions budgétaires qui ont, dès 2011, été négatives dans tous les pays de la zone euro, l'évolution du taux d'intérêt a été un facteur négatif pour la croissance dans les pays en crise mais plutôt positif pour ceux bénéficiant de la confiance des marchés. En effet, les investisseurs n'ont pas déserté la place financière européenne et ont le plus souvent procédé à des réallocations de portefeuille ; privilégiant les placements sur les marchés obligataires allemands et français, comme en témoigne la baisse des taux d'intérêt dans ces deux pays en particulier depuis le premier trimestre 2011.

### Le coût de la consolidation budgétaire

Pour l'ensemble de la zone euro, l'impulsion budgétaire cumulée en 2011 et 2012 s'élève à -3,1 points<sup>13</sup>. Cette restriction budgétaire dépasse largement le bref épisode expansionniste de 2008-2009 où l'impulsion cumulée s'était établie à +1,8 point de PIB de la zone euro. Comparativement, les États-Unis ont mené une politique budgétaire aussi restrictive sur la période 2010-2012 (-3,1 points de PIB d'impulsion) mais bien plus expansionniste sur la période 2008-2009 (+5,1 points de PIB). Par ailleurs, dans la plupart des pays de la zone euro – les seules exceptions étant l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche – la restriction budgétaire, qui a

---

13. La restriction cumulée atteint même 3,4 points de PIB en intégrant l'année 2010. Néanmoins, cette année est plus hétérogène puisque certains pays (Allemagne, Autriche et Finlande) ont encore des impulsions positives.

débuté dès 2010, a atteint des niveaux rarement observés lors des épisodes précédents de contraction budgétaire. Ainsi, en trois années, la consolidation budgétaire a atteint 6,3 points en Espagne, 7,7 points en Irlande et 7,9 points au Portugal (tableau 2). Le record de l'ajustement budgétaire est détenu par la Grèce où l'impulsion budgétaire négative cumulée atteint 17 points de PIB. En France et en Italie, l'impulsion cumulée entre 2010 et 2012 atteint respectivement 4,1 et 3,9 points de PIB.

Tableau 2. Contraintes de liquidités

	Propension marginale à consommer (en %)		Taux d'épargne (en %)	
	2011	2012	2011	2012
DEU	1,3	1,0	8,8	8,8
FRA	0,3	0,3	16,2	16,2
ITA	-0,1	0,9	12,0	12,0
ESP	0,0	0,1	11,3	8,0
EUZ	-0,5	0,8	13,2	13,0

Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

Or il apparaît clairement que les pays qui ont connu la croissance la plus faible en 2011 et 2012 sont également ceux où la restriction a été la plus forte. L'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont eu une croissance moyenne négative sur ces deux années. Le lien entre la croissance et l'impulsion budgétaire reflète la valeur du multiplicateur budgétaire qui dépend à la fois des paramètres structurels de l'économie, de la situation conjoncturelle et de la composition des mesures de politique budgétaire et fiscales qui sont prises.

Les estimations empiriques sur la taille des multiplicateurs suggèrent que l'impact d'une réduction des dépenses est plus fort que celui d'une hausse de la fiscalité<sup>14</sup>, au moins à court terme. C'est également ce que suggère une analyse récente de Mathieu Plane<sup>15</sup> qui montre que si la croissance française a mieux résisté à

14. Barrell, Holland et Hurst (2012), « Fiscal Consolidation : Part 2. Fiscal Multipliers and Fiscal Consolidations », *OECD Economics Department Working Papers* n°933. Les travaux d'Alesina et Ardagna (voir notamment « Large changes in fiscal policy : taxes versus spending », *NBER Working Paper*, 15438, 2009) font cependant figure d'exception.

15. « L'austérité peut-elle réussir en France ? », *Alternatives Économiques Hors-série*, 96 (L'état de l'économie 2013).

l'effort de consolidation, c'est parce que celui-ci a principalement porté sur l'augmentation des prélèvements obligatoires. En effet, la réduction du déficit structurel de la France résulte pour seulement un tiers d'une réduction des dépenses publiques. Comparativement, l'accent mis sur les dépenses représente plus de 80 % de l'effort de consolidation budgétaire en Espagne, Portugal, Irlande ou Grèce. Dans l'ensemble de la zone euro, la part des dépenses publiques totales<sup>16</sup> dans le PIB a été réduite de 2 points entre 2009 et 2012 selon l'OCDE. Globalement ce chiffre est inférieur à ce qui est observé aux États-Unis (-2,2 points) et au Royaume-Uni (-2,4 points). Néanmoins, pour certains pays, les coupes budgétaires ont été drastiques. Au Portugal la part des dépenses publiques dans le PIB (respectivement en Espagne), est passée de 49,8 % à 46,6 % (respectivement de 46,3 % à 41,6 %). Quant à la Grèce, les dépenses publiques ont chuté bien plus vite que le PIB et ont été réduites de 5,3 points en 3 ans. À l'inverse, en France et en Belgique, la baisse du ratio de dépenses publiques n'a été respectivement que de 0,8 et 0,2 point.

L'impact de ces mesures serait par ailleurs d'autant plus récessif qu'elles interviennent dans un contexte où les économies ont été fragilisées par la crise financière. Une littérature aujourd'hui abondante montre que le multiplicateur est plus élevé lorsque l'écart de production est déjà creusé. Deux facteurs expliquent essentiellement ce résultat<sup>17</sup>. Le premier résulte de la politique monétaire qui ne permet plus d'amortir un choc de politique budgétaire récessif dès lors que le taux d'intérêt directeur a atteint un niveau plancher (*zero lower bound*). Le deuxième facteur vient de ce qu'en période de chômage élevé, de plus en plus de ménages subissent des contraintes de liquidités, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent bénéficier de crédits pour financer leur consommation. Ces contraintes de liquidités sont par ailleurs renforcées en cas de crise bancaire. Dans ce cas, les banques restreignent l'accès au crédit aux ménages faisant face à des difficultés financières qui sont alors contraints de consommer sur leur seul revenu courant. L'élasticité-revenu de court terme devrait alors tendre vers l'unité<sup>18</sup>. La plupart pays de la

---

16. Hors charge d'intérêt.

17. Éric Heyer (2012), « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs : la taille compte ! », Blog de l'OFCE, et les nombreuses références bibliographiques citées.

18. Elle peut même être supérieure à l'unité si les ménages ont une demande d'épargne pour motif de précaution.

zone euro se trouvent dans une situation où les multiplicateurs sont élevés. Les leviers d'action de la politique monétaire sont limités puisque le taux directeur de la BCE est à un niveau plancher<sup>19</sup> depuis le mois de mai 2009. La BCE a également mis en œuvre des mesures non conventionnelles, dont l'objectif était notamment de répondre intégralement aux besoins de liquidités du système bancaire<sup>20</sup>. Elle est cependant peu intervenue, comparativement à la Réserve fédérale ou à la Banque d'Angleterre, sur les marchés obligataires publics ou privés pour faire pression à la baisse sur les taux d'intérêt à plus long terme<sup>21</sup>. En outre, dans le cadre de l'OMT, ces interventions sont aujourd'hui conditionnées au suivi d'un programme d'ajustement sous la surveillance de la Commission européenne, du FMI et de la BCE.

Les épisodes de crises des dettes souveraines et de crises bancaires sont interdépendantes. D'une part, les difficultés du système bancaire peuvent nécessiter une intervention publique coûteuse, transformant des dettes privées en dette publique, ce qui nuit ensuite à la soutenabilité des finances publiques comme l'illustrent parfaitement les cas de l'Irlande et de l'Espagne ou plus récemment de Chypre. D'autre part, les banques sont fragilisées par la baisse des prix des titres publics dans la mesure où ils constituent une part importante de leur portefeuille d'actifs, 8,4 % de l'actif total des institutions monétaires et financières de la zone euro en décembre 2012.

Par ailleurs, après une courte stabilisation du chômage en début d'année 2010 et jusqu'à l'été 2012, il est reparti à la hausse et atteint en janvier 2013 un record historique à 11,9 % de la population active de la zone euro. Cette nouvelle hausse s'inscrit dans un contexte où les ménages avaient déjà subi une première période de forte hausse du chômage en 2009. Ainsi, le retour en récession de la zone euro provoque un nouveau flux d'entrées au chômage et réduit les possibilités de retour à l'emploi de ceux qui étaient déjà au chômage. Il en résulte non seulement que le chômage de longue

---

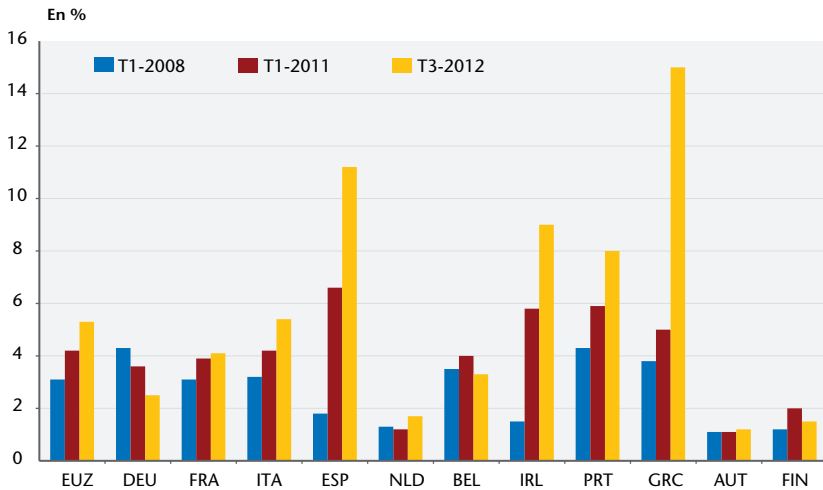
19. Le taux directeur est en effet baissé à 1 % en mai 2009. La BCE procède à deux augmentations d'un quart de point en 2011 avant de revenir sur ses décisions et de maintenir le taux à 0,75 % depuis juillet 2012.

20. OFCE (2012) : « Politiques monétaires : en attendant la demande... », dans la *Revue de l'OFCE/Débats et politiques*, 125.

21. OFCE (2011) : « Politiques monétaires : l'histoire sans fin », dans la *Revue de l'OFCE*, 119.

durée<sup>22</sup> augmente (graphique 7) mais aussi que la part des chômeurs non indemnisés s'accroît. Sur les 5 millions de chômeurs que compte l'Espagne, deux ne perçoivent plus d'allocations chômage<sup>23</sup>. Les achats des ménages deviennent alors de plus en plus contraints par un revenu disponible qui s'érode progressivement et la baisse de la consommation peut être d'autant moins amortie que les marges de manœuvre à la baisse du taux d'épargne s'amenuisent.

Graphique 7. Part du chômage de longue durée dans la population active



Source : Eurostat.

Parmi les grands pays de la zone euro, c'est en Espagne que cette contrainte de revenu devrait être la plus importante. Néanmoins, les ménages espagnols ont continué à puiser dans leur épargne afin d'amortir le choc de la baisse du revenu disponible. La propension marginale à consommer est ainsi restée très faible en 2011 et 2012 tandis que le taux d'épargne a chuté (tableau 2). En Allemagne, le taux d'épargne a baissé en 2011 puis s'est stabilisé en 2012. Dans le même temps, la propension marginale à consommer<sup>24</sup> est restée

22. Dont la durée est supérieure à un an.

23. Voir dans ce dossier « Espagne : la déflation salariale est enclenchée » pour plus de détails.

24. Définie comme le rapport de la variation de la consommation à la variation du revenu des ménages. L'élasticité-revenu de la consommation correspond au rapport des taux de croissance.

élevée reflétant sans doute l'amélioration des perspectives de revenu des ménages allemands<sup>25</sup>.

Ces différents éléments indiquent que les pays de la zone euro sont clairement dans une situation où les multiplicateurs sont élevés. Une évaluation *ex-post* de leur valeur permet de confirmer cette hypothèse. Le calcul suivant permet d'estimer la valeur numérique du multiplicateur :

$$k = \frac{g(\text{gap})}{ib} = \frac{g(\text{observée}) - g(\text{spontanée})}{ib}$$

Où ( $k$ ) est la valeur du multiplicateur à la date ( $t$ ), ( $ib$ ) l'impulsion budgétaire et ( $g\text{-gap}$ ), l'écart entre la croissance observée ( $g\text{-observée}$ ) et la croissance spontanée ( $g\text{-spontanée}$ ), c'est-à-dire la croissance qui aurait été observée en l'absence d'impulsion. L'évaluation de l'impact des politiques budgétaires dépend donc d'un scénario contrefactuel sur la trajectoire de croissance, qui dépend ici du taux de croissance potentiel et de la vitesse de fermeture de l'écart de production et des autres facteurs qui perturbent la trajectoire de croissance (politique monétaire, choc financier ...). En situation conjoncturelle dégradée, l'écart de production se creuse et il existe alors des forces de rappel (ajustement des prix des biens et du capital, opportunités d'investissement), dont certaines sont endogènes et permettent de ramener l'économie vers sa trajectoire de croissance. L'évaluation du multiplicateur moyen sur la période 2011-2012 montre clairement qu'il a été effectivement plus élevé dans les pays où la récession s'est accentuée (tableau 3), c'est-à-dire en Espagne, Portugal, Italie et Grèce, ainsi qu'en Irlande où le système bancaire porte encore les stigmates de la crise de 2008-2009<sup>26</sup>. En Grèce, ce multiplicateur *ex-post* serait supérieur à 2, ce qui correspond à un cas où la baisse d'activité qui résulte de la consolidation est tellement forte qu'*in fine*, le déficit budgétaire s'accroît. En Espagne, en Italie ou au Portugal, la valeur du multiplicateur est telle que la consolidation est très coûteuse en termes d'activité et quasiment inefficace en termes de réduction du déficit public. Inversement, la situation plus favorable de l'Allemagne

25. Voir dans ce dossier « Allemagne : la croissance plie mais ne rompt pas » pour plus de détails.

26. D'après les calculs réalisés par Laeven et Valencia (2012), « Systemic Banking Crises Databank : an update », *IMF Working Paper*, 163, la crise bancaire irlandaise figure parmi les 10 crises les plus coûteuses depuis le début des années 1970.

semble indiquer que les mesures d'austérité ont très peu d'effet sur la croissance.

**Tableau 3. Impulsion budgétaire, croissance et déficits**

En % ou points de PIB

	Impulsion budgétaire cumulée 2011-2012	Croissance de l'output gap cumulée	Croissance moyenne observée 2011-2012	Variation solde budgétaire	Multiplicateur implicite hors autres effets
DEU	-2,4	-0,2	2,0	4,3	0,1
FRA	-3,2	-3,9	0,8	2,7	1,2
ITA	-3,3	-5,5	-0,9	1,4	1,7
ESP	-4,9	-8,0	-0,5	-0,2	1,6
NLD	-2,1	-4,2	0,1	1,3	2,0
BEL	-1,5	-1,6	0,8	0,8	1,1
IRL	-3,5	-5,1	1,0	3,0*	1,4
PRT	-7,6	-11,3	-2,4	4,8	1,5
GRC	-9,4	-21,0	-6,5	2,4	2,2
AUT	-1,8	0,3	1,7	1,5	-0,2
FIN	-0,9	-1,2	1,3	0,9	1,4
EUZ	-3,1	-3,8	0,5	3,0	1,2

\* Pour l'Irlande, la variation du solde budgétaire est calculée en excluant les mesures de recapitalisation du système bancaire qui ont dépassé 20 points de PIB.

Sources : Eurostat, OCDE, calculs OFCE.

## Dégradation des conditions financières

Néanmoins, en ne tenant compte que de l'impulsion budgétaire domestique, l'évaluation de l'impact de l'ajustement budgétaire peut être brouillée. En effet, d'une part, les effets des restrictions budgétaires sont amplifiés par les liens commerciaux qui unissent les pays de la zone euro<sup>27</sup>. D'autre part, il faut tenir compte de l'évolution des conditions monétaires et financières qui a fortement divergé entre les pays de la zone euro. L'augmentation des primes de risque pour les uns correspond à un choc négatif tandis que le choc peut être positif lorsque les taux d'intérêt ont baissé. Ainsi, le multiplicateur implicite est probablement surestimé en Espagne, Italie, Grèce ou au Portugal mais sous-estimé en France et en Allemagne. Néanmoins, dans le contexte particulier que traverse la zone euro, l'évolution des taux d'intérêt publics capte

27. Voir la section suivante.

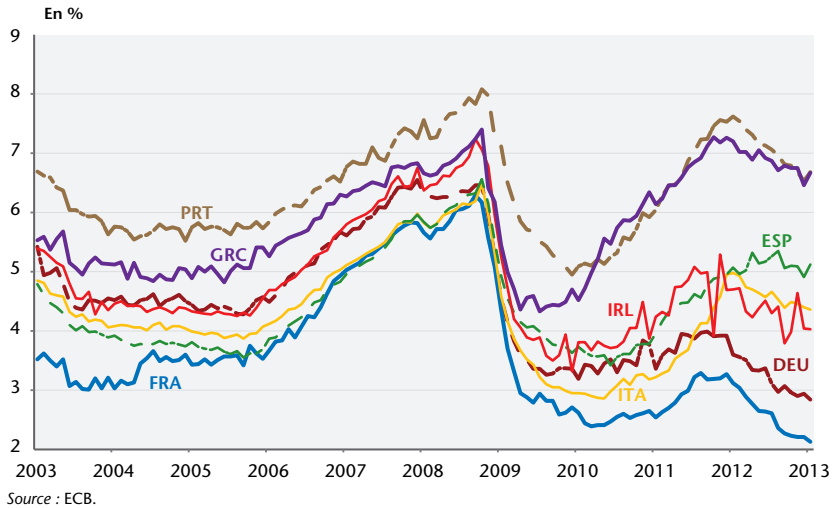
très imparfaitement l'évolution des conditions de financement. D'une part, pour les pays (Grèce, Portugal et Irlande) bénéficiant de l'aide européenne, ce taux de long terme ne correspond pas au coût de refinancement de la dette publique, même s'il est un indicateur pertinent sur le marché secondaire pour évaluer le risque de défaut tel qu'il est perçu par les marchés. D'autre part, ces taux reflètent aussi la liquidité des marchés obligataires publics. Enfin, si les taux longs publics représentent habituellement un benchmark à l'aune duquel se refinancent les agents privés financiers et non-financiers sur les marchés, ce n'est probablement pas le cas actuellement, au moins pour le système bancaire de la zone euro. Sur l'année 2011, les émissions obligataires des banques avaient été nettement réduites, c'est pourquoi la BCE avait lancé deux opérations exceptionnelles de refinancement à trois ans qui devaient permettre de couvrir les besoins de financement. Sur l'ensemble des IFM (institutions financières et monétaires) de la zone, la part dans l'ensemble du passif des émissions de titres – autres que les titres émis sur le marché monétaire – est ainsi passée de plus de 16 % au deuxième trimestre 2007 à 14,8 % au quatrième trimestre 2012. En Espagne et en Irlande, cette baisse du refinancement par émission de titres des IFM atteint respectivement 4 et 3,5 points.

Malgré le soutien de la BCE, la crise des dettes souveraines s'est sans aucun doute répercutée sur le coût de refinancement du système bancaire et ensuite, par ce biais, sur les conditions de financement des agents privés. L'évolution des taux appliqués par les IFM sur les crédits aux sociétés non-financières témoigne de cette incidence (graphique 8). Même si les taux pratiqués par les banques grecques et portugaises sont très éloignés de ceux observés sur les titres publics à long terme, il reste qu'ils sont significativement plus élevés que dans les autres pays de la zone euro. Ainsi, en moyenne sur l'année 2012, l'écart des taux de marché à long terme entre les titres grecs et les titres allemands s'est élevé à plus de 24 points tandis qu'il était de 3,6 points pour l'écart entre les taux appliqués par les banques grecques et allemandes aux sociétés non-financières. Il faut néanmoins rappeler que les taux de marché de ces deux pays ne sont plus représentatifs des conditions de financement puisque ces pays ont bénéficié des prêts du MES-FESF (Mécanisme européen de stabilité/Fonds européen de stabilité financière). Il reste cependant que d'une manière générale, les pays



pour les lesquels la prime de risque a augmenté sont ceux où les taux pratiqués par les banques sur les nouveaux crédits sont les plus élevés. En Italie et en Espagne, l'écart entre les taux bancaires s'est établi à 1,4 et 1,9 point en moyenne sur l'année 2012 contre un écart sur les taux marché de 3,9 et 4,2 points respectivement. Par contre, si ce taux est plus faible pour les entreprises allemandes, il reste supérieur à celui appliqué par les institutions financières en France mais également en Belgique, en Autriche et en Finlande. Cette différence s'explique par les caractéristiques structurelles des systèmes bancaires qui jouent un rôle important dans la transmission de la politique monétaire. Ainsi, alors que le taux d'intérêt public de long terme était en moyenne supérieur de 1 point au taux équivalent allemand, les sociétés non-financières françaises ont bénéficié, sur la même période, d'un taux bancaire de 0,6 point inférieur à celui des entreprises allemandes.

**Graphique 8. Taux appliqués aux nouveaux crédits des SNF**  
(prêts < 1 million d'euros, durée < 1 an)



En prenant ces taux bancaires, plutôt que les taux des marchés obligataires publics, comme indicateurs de durcissement des conditions monétaires, on peut en déduire que la perte de confiance qui s'est traduite par un choc sur les taux d'intérêt a également contribué à la récession de l'Espagne, de l'Italie, du Portugal et de la Grèce. Inversement, la restriction budgétaire en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique, en Autriche et en

Finlande a pu être atténuée par des conditions financières plus favorables. Cette hypothèse est évaluée à partir de l'estimation d'un modèle en panel sur l'ensemble de la zone euro (encadré 1). Si les résultats sont fragiles étant donné le faible nombre d'observations, ils tendent néanmoins à montrer que le rôle de la politique budgétaire a été prépondérant. Autant l'impact de l'impulsion budgétaire est toujours significatif que celui des taux d'intérêt ne l'est pas systématiquement.

### **Encadré 1. L'impact de la politique budgétaire et de la hausse des taux d'intérêt sur la croissance**

Depuis 2010, une majorité de pays de la zone euro a engagé une politique d'austérité budgétaire visant à réduire les déficits qui s'étaient creusés en raison de la récession de 2009. Ce besoin de consolidation a été largement amplifié par le déclenchement de la crise grecque qui a provoqué une crise de confiance et de liquidité sur les marchés obligataires publics. Pour gagner en crédibilité et tenter de faire baisser les primes de risques sur les taux d'intérêt, les pays du Sud de l'Europe ainsi que l'Irlande ont accentué leurs efforts budgétaires. Néanmoins, malgré les annonces des différents plans, les primes de risque ont continué à augmenter jusqu'à la moitié de l'année 2012. Ce faisant, cette crise de liquidité a provoqué un choc de taux d'intérêt qui a également pesé sur la croissance. Pour déterminer l'impact récessif de ces deux chocs, nous estimons une relation entre l'écart de production des pays de la zone euro, l'impulsion budgétaire et le taux d'intérêt bancaire réel. Cet indicateur permet de capter l'évolution des coûts du crédit supporté par les entreprises. Il est, en ce sens, plus représentatif des conditions de financement qu'un taux de marché. D'une part, le taux de marché ne correspond pas au coût du refinancement de la dette publique pour les pays ayant bénéficié de l'aide européenne. D'autre part, il faut tenir compte du rôle des banques dans le financement des agents non-financiers. Or les différentes opérations de la BCE ont permis aux banques de la zone euro, et notamment celles des pays plongés dans la tourmente de la crise des dettes souveraines, de s'affranchir des conditions de financement de marché. Le graphique 8 fait apparaître qu'il y a bien eu une transmission de la crise aux conditions de financement. Les taux bancaires appliqués aux crédits octroyés aux sociétés non-financières de la zone euro sont bien corrélés avec les taux publics à long terme mais les écarts sont néanmoins nettement moins marqués.

La relation est estimée en panel dynamique sur la période 2007-2012 pour capter uniquement les effets multiplicateurs pendant la crise. L'échantillon couvre 11 pays de la zone euro. Le modèle estimé tient également compte de trois autres déterminants de la croissance. Les

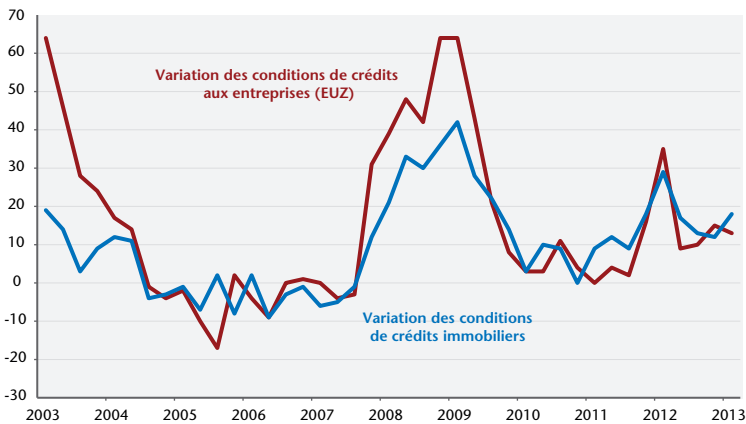
effets de transmission de la récession *via* le commerce extérieur sont introduits par le biais de la demande adressée à chaque pays. Par ailleurs, le choc financier résulte non seulement de l'évolution des taux d'intérêt mais aussi des conditions de crédit qui permettent de capter des effets d'offre tel qu'un rationnement quantitatif. L'équation estimée est donc la suivante :

$$g_{pib}(i, t) = \rho g_{pib}(i, t - 1) + k * ib(i, t) + \alpha(rb(i, t) - \pi(i, t)) + \beta * da(i, t) + \delta * q(i, t) + \theta * Z(t) + \mu(i, t)$$

où ( $g_{pib}$ ) représente le taux de croissance du PIB du pays ( $i$ ) à la date ( $t$ ), ( $ib$ ) est l'impulsion budgétaire, ( $rb$ ) le taux bancaire, ( $\pi$ ) le taux d'inflation, ( $da$ ) représente la demande adressée exprimée en logarithme, ( $q$ ) le taux de change réel exprimé en logarithme et ( $Z$ ) les conditions de crédit. L'équation est estimée par la méthode d'Arellano et Bond.

L'évolution du crédit a joué un rôle majeur dans le durcissement des conditions financières en 2008 et 2009 et encore en 2012 lorsque la crise des dettes souveraines a fait peser un nouveau risque sur la stabilité financière (graphique 9)<sup>28</sup>. Ce choc est mesuré par les enquêtes sur les conditions de crédit réalisées par la zone euro. Il faut noter qu'il s'agit-là d'une variable commune à l'ensemble des pays de la zone euro. Nous avons préféré cet indicateur commun plutôt que les résultats des enquêtes nationales dans la mesure où nous ne disposons pas des séries pour l'ensemble des pays. Enfin, nous intégrons également le taux de change effectif réel qui permet de capter les effets de compétitivité.

Graphique 9. Conditions\* de crédits dans la zone euro



\*L'enquête traduit un solde d'opinions entre les banques déclarant durcir les conditions de crédit et celles qui déclarent qu'elles ont été assouplies.

Source : BCE (Bank Lending Survey).

Dans les deux spécifications testées (tableau 4), l'effet de l'impulsion budgétaire est significativement positif. L'impact immédiat d'une impulsion réduit la croissance de 0,9 point. A long terme cet effet est légèrement supérieur à 1,1 point. Il faut ici préciser qu'il s'agit d'un effet moyen, qui ne tient donc pas compte des écarts de valeur de multiplicateur entre les pays. L'effet de l'impulsion est supérieur à celui du taux bancaire réel qui n'est pas significatif lorsque le taux de change réel n'est pas introduit dans la régression. Enfin, il ressort qu'un durcissement des conditions de crédit a bien un impact négatif sur la croissance, de même qu'une baisse de la demande adressée.

**Tableau 4. Résultats économétriques**

	Équation 1	Équation 2
<b>Croissance du PIB (-1)</b>	0,20 (4,54)	0,17 (3,89)
<b>Impulsion budgétaire</b>	0,93 (3,78)	0,90 (3,50)
<b>Taux bancaire réel</b>	-0,47 (-1,47)	-0,75 (-2,12)
<b>Demande adressée</b>	27,80 (6,86)	31,71 (6,13)
<b>Conditions de crédit</b>	-0,13 (-11,7)	-0,14 (-13,95)
<b>Taux de change effectif réel</b>		38,95 (1,99)

Échantillon : 2007-2012 6 années/11 pays.  
Source : Calculs des auteurs.

## Austérité quand tu nous tiens !

Malgré les effets néfastes de cette stratégie sur la croissance de la zone euro, l'austérité se poursuivrait en 2013, bien que de façon un peu plus atténuée qu'en 2012, en particulier pour les pays ayant réalisé le plus gros de leur ajustement budgétaire (Italie, Belgique). En 2014, l'affaiblissement de l'austérité lié à une résorption des déficits (tableau 5) devrait permettre à la croissance de repartir en zone euro. Les pays poursuivant leur ajustement budgétaire, avec une ampleur et un calendrier variable, on peut distinguer quatre « profils » :

— l'Allemagne, qui se singularise en échappant à la restriction budgétaire, avec une quasi-neutralité des mesures prises pour 2013 et 2014. Ainsi, les principales mesures de soutien à la croissance (hausse de l'abattement de base pour le calcul de l'impôt sur le revenu, augmentation des prestations de dépendance, ou baisse du

taux de cotisations retraites) sont compensées par l'augmentation de diverses taxes ou charges (taxe sur le tabac, taux de cotisations sociales pour la dépendance), et une moindre revalorisation des retraites ;

— en Italie, Espagne, Belgique et Portugal, l'effort budgétaire se poursuit en 2013 mais devrait être moindre que celui engagé en 2012. Certes, les situations sont différentes, car les pays ne sont pas au même stade dans l'ajustement budgétaire. Deux d'entre eux, la Belgique et l'Italie, sont avancés, avec un déficit proche de 3 % en 2012. En Italie, la présence d'un excédent budgétaire primaire (2,3 %), la perspective d'une charge des intérêts de la dette stable, et surtout le paiement d'importants arriérés de l'administration envers le secteur privé (40 milliards à rembourser en 2013-2014) incite également le pays à revoir sa cible de déficit à la baisse. La Belgique ayant également atteint la barre des 3 %, l'ajustement budgétaire ralentit en 2013, avec une impulsion négative de « seulement » 0,5 point. En Espagne en revanche, le déficit reste très creusé, surtout si on prend en compte les recapitalisations bancaires. L'effort budgétaire prévu de 2 points de PIB ne permettrait de réduire le déficit public que de 0,6 point de PIB, le ramenant autour de 6 %, mais le pays compte sur la négociation en cours avec la Commission européenne pour revoir à la baisse les objectifs de déficit pour 2013 et 2014, actuellement fixés à 4,5 % en 2013 et 3 % en 2014. Au Portugal, les objectifs de déficit public pour 2013 et 2014 viennent d'être révisés en mars 2013 pour la deuxième fois en 6 mois, en raison de l'effondrement de la croissance (-3,2% en 2012, -2,5% prévu en 2013). Cette décision de la troïka va permettre au pays de mener une politique moins rigoureuse. L'impulsion atteindrait -2,1 points de PIB en 2013, après -3 points en 2012. Les objectifs de déficit ne seraient cependant atteints que grâce à de nouvelles mesures exceptionnelles (de l'ordre de 0,5 point de PIB par an) ;

— la France<sup>29</sup>, les Pays-Bas, l'Irlande ou la Grèce ont prévu de poursuivre leur politique d'austérité en 2013 dans des proportions comparables à 2012. Dans le cas des pays « aidés » (Grèce et Irlande), cela s'explique par le colossal effort d'ajustement budgétaire initial et par l'ampleur de la récession et des multiplicateurs

---

29. Voir dans ce dossier, la partie « France : tenue de rigueur exigée ».

budgetaires qui amoindrissent fortement les effets des programmes d'ajustement budgétaire. En outre, ces pays étant sous programmes d'assistance, ils doivent respecter les engagements pris devant la troïka sous peine de ne plus recevoir l'aide financière. En France, le gouvernement a renoncé à son objectif de ramener le déficit public à 3 % du PIB en 2013, au vu de la croissance attendue, mais maintient en revanche une politique de rigueur historique pour cette seule année (1,8 point de PIB dont 1,4 point de hausse des taux de prélèvements obligatoires). Les Pays-Bas, quant à eux, ne seraient pas très loin de leur objectif de déficit de 3 % du PIB en 2013, ce qui nécessiterait une impulsion négative de 1,6 point ;

— la Finlande et l'Autriche qui, en raison de faibles déficits avant-crise, n'ont pas mis en place de véritable politique de rigueur budgétaire en 2012, devraient voir l'austérité se renforcer en 2013, avec des impulsions budgétaires respectives de -0,8 et -0,6 point de PIB pour 2013.

Tableau 5. Évolution du solde public des pays de la zone euro

En points de PIB

	2009	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)
DEU	-3,1	-4,1	-0,8	0,2	-0,4	-0,1
AUT	-4,1	-4,5	-2,5	-3,0	-2,5	-1,8
BEL	-5,5	-3,8	-3,7	-3,0	-2,8	-1,9
ESP	-11,2	-9,7	-9,4	-10,2	-6,5	-5,8
FIN	-2,5	-2,5	-0,6	-1,6	-1,5	-0,9
FRA	-7,5	-7,1	-5,2	-4,8	-3,9	-3,0
GRC	-15,6	-10,7	-9,4	-6,6	-5,4	-4,5
IRL	-14,0	-31,5	-13,3	-8,2	-8,4	-6,6
ITA	-5,4	-4,5	-3,9	-3,0	-3,9	-3,4
NLD	-5,6	-5,1	-4,5	-4,1	-3,4	-3,0
PRT	-10,2	-9,8	-4,4	-5,0	-4,4	-3,0
EUZ – 11*	-6,2	-6,2	-4,0	-3,2	-2,6	-1,8

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

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2013.

Dans plusieurs pays, on note une inflexion des mesures d'austérité. Alors que jusqu'à présent, l'effort budgétaire portait principalement sur la hausse des recettes, la France, l'Italie, l'Espagne, la Grèce ou l'Irlande mettent désormais l'accent sur la baisse des dépenses publiques. Or, les multiplicateurs budgétaires

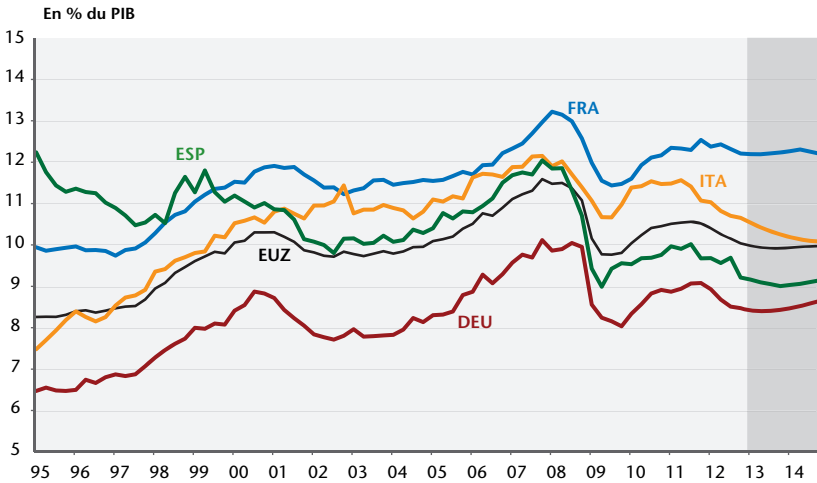
associés aux baisses de dépenses sont plus forts que ceux associés à la hausse de la fiscalité<sup>30</sup>, par conséquent, cela plaide pour un maintien de multiplicateurs élevés à l'horizon de la prévision. Une exception notable à cette tendance est le Portugal, pour lequel les 5,3 milliards d'euros d'économies seront financés à plus de 80 % par des hausses d'impôts. Les baisses de dépenses vont donc s'accroître, notamment la prolongation du gel des salaires des fonctionnaires (Espagne, France), la réduction de la masse salariale (Grèce), la baisse des pensions de retraite (France, Grèce, Portugal), la baisse des dépenses d'assurance-chômage (Italie, Irlande, Portugal), de santé et d'éducation (Irlande, Espagne, Italie, Grèce, Portugal). En outre, dans certains pays, la réforme des retraites visant à augmenter l'âge légal de départ se poursuit (Italie, Grèce).

Bien que l'accent soit mis sur la baisse des dépenses, certaines mesures de hausse de la fiscalité seront également mises en œuvre, comme l'augmentation du taux de TVA : la TVA a augmenté de 3 points en septembre 2012 en Espagne ; en Italie, la TVA augmentera d'un point en juillet 2013. Dans le cas particulier du Portugal, les mesures portent essentiellement sur la fiscalité, via la hausse généralisée de l'impôt sur le revenu avec des taux variant de 14,5 % à 48 %, et une contribution exceptionnelle de solidarité pour les retraites supérieures à 1 350 euros. Des taxes supplémentaires seront introduites : citons l'augmentation des droits d'accise en Irlande fin décembre 2012/début janvier 2013 (alcool, tabac, taxes sur les véhicules), ou l'augmentation des taxes locales en Italie (impôt foncier, taxe municipale sur les ordures). Les privatisations se poursuivent également dans les pays aidés (Grèce, Portugal, Irlande). Dans ces conditions, la demande intérieure sera encore atone en 2013. La consommation des ménages diminuerait de 0,7 % sur l'ensemble de la zone euro tandis que l'investissement, toujours privé de perspectives de demande tant interne qu'externe, baisserait de 2,3 %. Le taux d'investissement baisserait encore légèrement dans l'ensemble de la zone euro et plus nettement en Italie (0,3 point) et en Espagne (0,4 point) en 2013 (graphique 10).

---

30. Éric Heyer, une récente revue de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !, novembre 2012, *blog de l'OFCE*.

Graphique 10. Taux d'investissement productif



En 2014, les impulsions inscrites en prévision (tableau 6) anticipent une renégociation des cibles de déficit dans la plupart des pays, les objectifs de 2013 n'étant déjà probablement pas atteints. Du coup, nous anticipons une moindre austérité en 2014, avec une impulsion négative de 0,6 point, et une croissance de 0,9 % en zone euro. En revanche, si les objectifs de déficit restaient inchangés, l'impulsion budgétaire devrait être revue à la hausse, ce qui aurait un impact sur la croissance. En prévision centrale, nous prévoyons donc une reprise de la consommation et l'investissement privé qui progresseraient en rythme trimestriel moyen de respectivement 0,3 et 0,5 %. Néanmoins, il y aurait encore d'importants écarts entre les pays de la zone euro. En Allemagne et en France, la consommation des ménages retrouverait un rythme de croissance assez proche de celui qui prévalait avant la crise ; il serait même plus dynamique en Allemagne en lien avec une dynamique des salaires plus favorable. Par contre, l'ajustement se poursuivrait en Italie ou en Espagne où la consommation des ménages baisserait encore de respectivement 4,2 et 1,2 %.



Tableau 6. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)
DEU	1,4	-1,4	-1,0	0,1	0,0
AUT	0,7	-1,5	-0,3	-0,6	-0,3
BEL	-0,1	0,0	-1,5	-0,5	-1,0
ESP	-1,4	-1,5	-3,3	-2,0	-1,1
FIN	1,3	-0,9	0,0	-0,8	-0,7
FRA	-0,6	-1,9	-1,3	-1,8	-1,4
GRC	-7,6	-5,3	-4,8	-3,8	-2,0
IRL	-4,2	-1,5	-1,8	-1,9	-1,8
ITA	-0,6	-0,2	-3,0	-1,4	-0,7
NLD	-1,1	-0,4	-1,4	-1,7	-0,7
PRT	-0,3	-3,7	-3,0	-2,1	-1,9
EUZ – 11*	-0,3	-1,3	-1,8	-1,1	-0,6

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

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision octobre 2012.

### Encadré 2. Grèce : le chemin de croix se poursuit

Le deuxième programme d'ajustement budgétaire pour la Grèce a été adopté en mars 2012. Dans ce cadre, 75,5 milliards ont été prêtés, dont 25 milliards pour les recapitalisations bancaires et 35 milliards par le FESF et le FMI. Depuis ce premier versement le programme avait connu neuf mois de blocage, d'abord avec les élections législatives en mai/juin 2012, puis un processus de négociation compliqué de juillet à novembre 2012. En décembre 2012, un nouvel accord a été trouvé pour satisfaire aux nouveaux besoins de la Grèce. Ainsi, 49,1 milliards serviront d'une part à recapitaliser les banques (pour un montant de 23,2 milliards), d'autre part à combler le besoin de financement du gouvernement (14,6 milliards) et enfin à racheter de la dette (11,3 milliards). Ces montants seront versés en plusieurs tranches : une première tranche de 34,3 milliards a été débloquée en décembre 2012, une deuxième tranche de 9,2 milliards en janvier 2013, une troisième tranche en février 2013 et une dernière tranche de 2,8 milliards doit être versée en mars 2013.

Cette aide sera conditionnelle à un nouvel ajustement budgétaire, avec un retour à l'équilibre retardé par rapport à l'objectif initial pour limiter l'impact récessif sur le pays. Ainsi, la nouvelle cible de déficit primaire est de 0 % en 2013 (contre 1,5 % précédemment), 1,5 % en 2014 (contre 4,5 % précédemment), 3 % en 2015 et 4,5 % en 2016. Pour atteindre cette nouvelle cible de déficit, l'ampleur de l'ajustement budgétaire est estimée à 13,5 milliards d'euros (soit 7 % du PIB). Ainsi, le Parlement grec a adopté un budget pour 2013 et une stratégie budgé-

taire à moyen terme (MIFS 2013-2016) prévoyant 9,4 milliards d'euros d'économies en 2013 (soit 5,3 points de PIB), essentiellement sur les dépenses, et 4 milliards d'euros d'économies en 2014 (2,3 points de PIB). Pour réduire les dépenses, les mesures principales sont la réforme des retraites (passage de l'âge légal de 65 à 67 ans), la baisse des pensions de retraite (5% entre 1000 et 1500 euros, 10% entre 1500 et 2000 euros, 15% entre 2000 et 3000 euros, 20% pour plus de 3000 euros), la réduction de la masse salariale (baisse des CDD de 10%), coupes dans les salaires des régimes spéciaux jusqu'à 35%, réduction de la masse salariale territoriale, généralisation de la règle d'un remplacement pour cinq départs, ...), la réforme du système de santé, la baisse des dépenses de fonctionnement de l'État ou encore la baisse des dépenses militaires. A cela s'ajoute la poursuite des privatisations.

## Commerce et croissance

### L'interdépendance diffuse et amplifie la récession dans la zone euro

Au sein de la zone euro, l'importance du commerce intra-zone est un facteur d'amplification des effets récessifs des plans de consolidation. Même si cette part a significativement baissé depuis 2007, ce n'est pas moins de 47,4 % de l'ensemble du commerce qui est réalisé entre les Etats membres. Tous les pays ne sont pas exposés de la même façon à la synchronisation des mesures de consolidation budgétaire. Ainsi, en Finlande, seulement 31,2 % des échanges sont réalisés avec les autres pays de la zone euro. À l'inverse, la sensibilité du Portugal à la situation de ces partenaires européens est plus forte puisque 63,3 % des échanges sont intra-zone euro (tableau 7). Le ralentissement de la demande intérieure à l'œuvre dans l'ensemble des pays se traduit par une plus faible croissance des importations. Ainsi, depuis le début de l'année 2011, on observe un tassement du commerce intra-zone euro (graphique 11). Alors que les exportations et les importations vers les autres pays que la zone euro ont continué à progresser, bien qu'à un rythme de croissance inférieur à celui de 2010 et de 2011, les échanges entre pays de la zone euro ont reculé de 0,4 % en 2012. Nous anticipons la poursuite de ce schéma en 2013 et dans une moindre mesure en 2014. La demande adressée à la zone euro progresserait de 2,3 % mais elle reculerait de 0,5 % si l'on tient compte uniquement de la demande provenant des autres pays de la

zone euro. Cette baisse serait de 1,1 % pour l'Allemagne et pour la France et de respectivement 0,3 et 0,1 % en Italie et en Espagne.

**Tableau 7. Commerce intra-zone et récession importée**

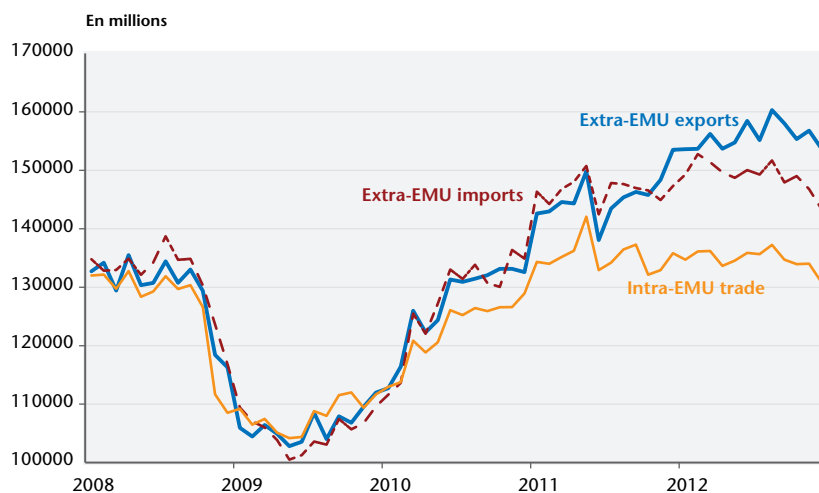
En %

	Part des exportations dans le PIB (2012)	Part du commerce intra-zone* en 2012	Récession importée en 2013	Récession importée en 2014
DEU	55,2	40,5	-0,9	-0,8
FRA	31,3	51,7	-0,6	-0,6
ITA	31,8	41,7	-0,7	-0,6
ESP	35,3	48,3	-0,7	-0,6
NLD	93,5	47,2	-0,8	-0,8
BEL	89,6	57,3	-0,7	-0,5
IRL	117,1	34,0	-1,2	-1,2
PRT	41,8	63,3	-0,8	-0,6
GRC	23,4	33,3	-0,5	-0,5
AUT	60,2	58,4	-0,5	-0,4
FIN	47,0	31,2	-0,5	-0,5

\* : La part du commerce intra-zone est mesurée par le rapport entre le commerce réalisé avec les autres pays de la zone euro et le commerce total.

Sources : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

**Graphique 11. Commerce intra et extra-zone euro**



Source : Eurostat.

Les exportations seront rognées, ce qui accentuera l'impact de la restriction budgétaire en 2013. Pour 2014, la réduction des plans d'austérité dans la zone euro atténuerait cet effet d'amplification lié à la synchronisation des politiques budgétaires. Il reste que la croissance serait encore amputée de 0,4 en Autriche à 0,8 point en Allemagne. Malgré une impulsion budgétaire neutre en 2013 et 2014, la croissance allemande sera principalement réduite par cet effet extérieur. L'Allemagne est ici rattrapée par sa forte sensibilité au commerce extérieur ; les exportations représentent en effet plus de 55 % de son PIB en 2012 contre moins de 32 % en France et en Italie. En Irlande cet effet *via* la demande adressée atteindrait -1,2 point de croissance en 2013 comme en 2014. Cette petite économie très ouverte pâtirait non seulement des restrictions budgétaires mises en œuvre dans la zone euro mais également de celles de ses deux autres principaux partenaires commerciaux : les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Inversement, l'effet le plus faible serait observé en Autriche, Finlande et en Grèce. En Autriche cela s'explique par une forte proximité avec l'Allemagne où l'impulsion budgétaire est neutre. Pour la Grèce et la Finlande, c'est surtout le fait d'une moindre exposition à la zone euro. Ainsi, encore une fois, la croissance de la zone euro sera liée à la stratégie macroéconomique poursuivie. Étant donné la valeur des multiplicateurs en temps de crise et la forte intégration économique, le coût en termes d'activité et d'emploi de cette stratégie est très élevé. L'effet global (interne et *via* la demande adressée) cumulé sur la période 2011-2014, atteindrait 4,4 points d'activité en Allemagne, principalement du fait d'un choc récessif importé. En France et en Italie, la consolidation budgétaire nationale expliquerait 70 % d'une perte d'activité cumulée qui atteindrait près de 8 points de PIB. Enfin, en Espagne l'impulsion budgétaire domestique aurait réduit la croissance de près de 10 points tandis que l'impact des restrictions budgétaires des partenaires commerciaux s'élèverait à 2,6 points. Une part importante de ces pertes d'activité serait due aux plans d'austérité mis en œuvre en 2011 et 2012. Les marges de manœuvre pour réduire le coût de la consolidation sont donc réduites. Néanmoins, en suivant la stratégie prônée dans le rapport iAGS 2013<sup>31</sup> où la consolidation est étalée afin de ne pas dépasser

---

31. OFCE, IMK et ECLM (2013) « Failed Austerity, the Way out ».

0,5 point par an et par pays, le gain de croissance sur les deux années à venir serait non négligeable. Il serait compris entre 0,6 point en Allemagne et 3 points en Espagne. Ce calcul suppose que les primes de risque sur les taux d'intérêt ne soient pas significativement révisées à la hausse, ce qui ne serait le cas qu'à la condition que l'engagement de réduction des déficits à moyen terme soit crédible.

### **Gains de compétitivité et regain de parts de marché**

Ce coût de l'austérité a contribué à l'augmentation du chômage dans l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de l'Allemagne et de la Finlande. Les salariés sont désormais dans une situation où leur pouvoir de négociation est fortement réduit. Il devrait en résulter un ralentissement de la hausse des salaires<sup>32</sup>. Par ailleurs, les mesures de consolidation ont également en partie reposé sur une réduction des coûts salariaux, notamment dans la fonction publique, où les salaires ont été le plus souvent gelés (Italie) mais aussi parfois réduits. L'Irlande et l'Espagne ont dès 2010 voté une baisse des salaires des fonctionnaires d'au moins 5 %. En Grèce, les 13<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> mois ont été supprimés de même que la prime de Noël versée aux fonctionnaires espagnols.

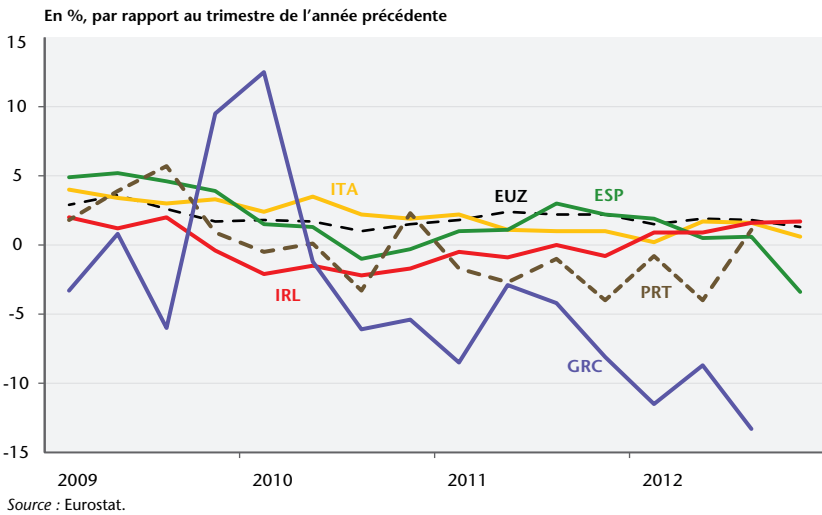
Par ailleurs, considérant que la question de la soutenabilité des finances publiques n'était pas nécessairement la cause de la crise mais la conséquence de déséquilibres croissants des balances courantes, les gouvernements ont mis en œuvre des mesures visant à restaurer la compétitivité. Le salaire minimum a été gelé en Irlande depuis 2007 et en Espagne depuis 2011. En Grèce, le gouvernement a annoncé une baisse de 22 % du salaire minimum en février 2012, celui-ci passant de 680 à 586 euros brut sur quatorze mois. Enfin, de nombreuses réformes ont été adoptées afin de rendre le marché du travail plus flexible. Le recours aux CDD est ainsi facilité en Italie par la loi Fornero de 2012. Les Espagnols ont réduit le coût des licenciements et allongé à 12 mois la période d'essai de certains CDI. Les entreprises espagnoles ont même la possibilité de réduire le temps de travail et le salaire mensuel en cas de chute du chiffre d'affaire.

---

32. OFCE (2012) : « Déflation sous-jacente », *Revue de l'OFCE/Prévisions*, 123.

Conjuguées à l'effet de ralentissement des salaires qui résulte de l'augmentation du taux de chômage, ces mesures devraient contribuer à réduire le coût du travail relatif et améliorer la compétitivité. Comparativement à l'évolution moyenne de la zone euro, la progression du coût du travail a été généralement moins rapide en Italie, Espagne, Grèce, Irlande et au Portugal (graphique 12). Cette modération des coûts du travail se reflète ensuite directement dans l'évolution des indicateurs de compétitivité-coût calculés par la Commission européenne. Ainsi, entre 2009 et 2012, les coûts unitaires nominaux ont augmenté de 1,2 % en Allemagne, de 2,5 % en France et de 3,5 % en Belgique. Ils ont baissé de 6 % au Portugal, de 7,5 % en Espagne, de 11 % en Grèce et de 12,3 % en Irlande. Par contre, pour l'Italie, les mesures prises n'ont pas encore eu un effet notable sur la compétitivité puisque l'indicateur des coûts salariaux unitaires a progressé de 0,9 % depuis 2009.

Graphique 12. Coût du travail (ensemble de l'économie)



Cette modération des coûts salariaux limite la progression des revenus des ménages, ce qui pèse en retour sur leur consommation, freine la demande intérieure et prolonge l'effet récessif de la consolidation. Cependant, elle favorise la compétitivité, ce qui devrait se traduire à terme sur l'évolution des parts de marché et par une amélioration de la contribution du commerce extérieur à la croissance. Une estimation en panel (voir encadré 3) sur les pays de la

zone euro suggère en effet un effet significatif à long terme de la compétitivité, quelle que soit sa mesure, sur l'évolution des parts de marché. Selon les spécifications retenues, l'élasticité serait comprise entre -0,63 et -1,10. En outre, l'élasticité-coût pourrait même être plus élevée pour les pays en crise du fait d'une spécialisation ou d'un positionnement sur une gamme différente. C'est en effet ce que suggère une régression où sont distingués les pays en crise (Italie, Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) des autres pays de la zone euro. L'élasticité estimée s'élève pour ces pays -1,4 contre -0,6 pour les autres. Cette stratégie s'est déjà avérée payante pour la Grèce et l'Espagne et dans une moindre mesure pour le Portugal puisque ces trois pays ont gagné des parts de marché à l'exportation entre 2009 et 2012. Néanmoins, une telle stratégie ne peut être bénéfique à l'ensemble des pays de la zone euro puisque les gains de parts de marché de l'Espagne, la Grèce ou le Portugal se feront au moins en partie au détriment des autres pays de la zone euro qui n'auront pas engagé de politique déflationniste. Et, s'ils le faisaient, la zone euro dans son ensemble pourrait plonger dans la déflation.

### Encadré 3. L'effet compétitivité et les parts de marché

L'impact de l'amélioration de la compétitivité observée en Espagne, Irlande, Portugal, Grèce peut être analysé à partir d'une équation standard où les exportations sont expliquées par la demande adressée et un indicateur de compétitivité<sup>33</sup> (une hausse de l'indicateur traduisant une détérioration de la compétitivité). La relation de long terme entre ces différentes variables, exprimées en logarithme, est estimée à partir d'un modèle en panel où nous supposons donc implicitement l'homogénéité de l'élasticité-prix ou coût des exportations. Des effets individuels fixes ou aléatoires sont intégrés. Un test de spécification d'Hausman permet de préciser la nature des effets. L'échantillon regroupe 11 pays de la zone euro sur la période premier trimestre 1994-troisième trimestre 2012. Les différentes spécifications sont illustrées dans le tableau E3. Deux spécifications alternatives peuvent être testées selon que l'on contraint ou non le coefficient de la demande adressée à l'unité, ce qui revient alors à estimer l'évolution des parts de marché :

$$\exp(i,t) = \alpha(i) + \beta_1 * da(i,t) + \beta_2 * \text{compet}(i,t)$$

33. La compétitivité est mesurée par le rapport entre un indicateur de prix (des exportations, du PIB ou l'indice de prix à la consommation) ou le coût domestique et le prix ou le coût équivalent des concurrents.

ou toutes les variables (*exp* pour les exportations de biens, *da* pour la demande adressée et *compet*, l'indicateur de compétitivité) sont exprimées en logarithme.

Enfin, une variable indicatrice permet de capter l'hétérogénéité de l'élasticité-coût entre deux groupes de pays : l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, la Grèce et le Portugal d'une part et les autres pays de la zone euro d'autre part.

**Tableau 8. Résultats économétriques**

	EC*	ENC**	EC*	ENC**	EC*	ENC**	EC*	ENC**
Demande adressée	0,84	1,0		1,0	0,82	1,0	0,77	1,0
Demande adressée (Portugal, Italie, Irlande, Espagne, Grèce)				0,79				
Demande adressée (autres pays)				0,86				
Compétitivité-coût (indicateur Commission européenne)	-0,82	-1,10						
Compétitivité-coût (Portugal, Italie, Irlande, Espagne, Grèce)				-0,66	-1,43			
Compétitivité-coût (autres)				-0,72	-0,59			
Compétitivité-prix (indicateur CE)					-0,75	-1,01		
Compétitivité-prix (indicateur OFCE)							-0,73	-0,63
Statistique du test d'Hausman	7,58	12,50	3,27	37,45	3,18	4,62	2,71	1,63

\* EC : Estimation contrainte.

\*\* ENC : Estimation non contrainte.

Échantillon : Données trimestrielles 1994-2012/11 pays.

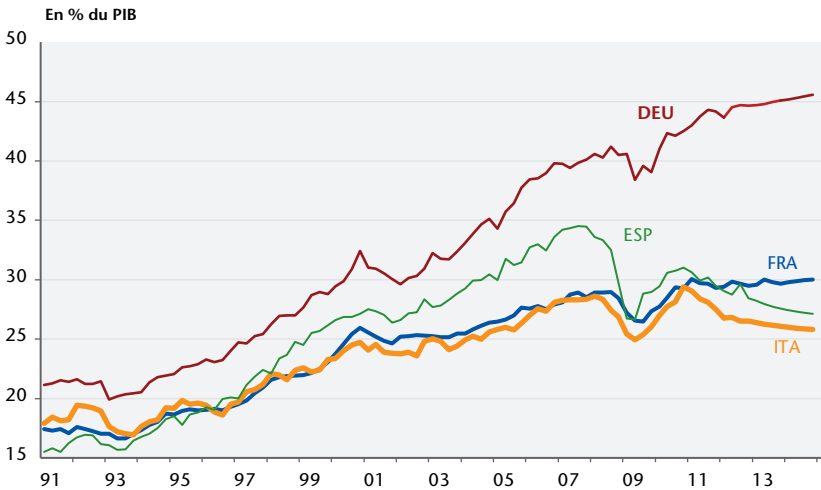
Source : Estimations des auteurs.

Ces mesures visant à restaurer la compétitivité produiront encore leurs effets en 2013 et 2014. Le mouvement de gains de parts de marché se poursuivrait donc, notamment en Espagne, si bien qu'entre 2009 et 2014 l'Espagne pourrait avoir gagné plus de 10 points de parts de marché. De fait, le commerce extérieur sera de nouveau la seule source de croissance en 2013 et 2014 en Italie, Espagne, Portugal, Irlande et Grèce. Même s'il faut souligner qu'une part de cette contribution positive sera liée à la poursuite du mouvement de baisse des importations. Le taux de pénétration baissera en Espagne et en Italie en 2013 et 2014 tandis qu'il se stabilisera en France et poursuivra sa progression en Allemagne (graphique 13). Sur l'ensemble de la zone euro, les importations



reculeront de nouveau en rythme annuel en 2013. Elles retrouveront cependant un rythme trimestriel de croissance de 0,3 % à partir du quatrième trimestre 2013 puis de 0,4 % à partir du deuxième trimestre 2014. Les exportations progresseront un peu plus rapidement sur l'ensemble des trimestres si bien que la croissance annuelle atteindra 1,2 % en 2013 et 2,1 % en 2014. La contribution du commerce extérieur à la croissance sera de nouveau positive mais moindre qu'en 2011 (1 point) et 2012 (1,6 point) puisqu'elle s'élèvera à 0,6 point en 2013 et 0,4 point en 2014, une contribution inférieure à celle de la demande intérieure pour 2014.

Graphique 13. Taux de pénétration



## Marché du travail : sombres perspectives

### Le chômage s'installe...

Comme nous l'avons vu, la situation de l'emploi s'est fortement détériorée au sein de la zone euro en 2012. Plus d'un million d'emplois ont été détruits, ce qui est la plus mauvaise performance depuis 2009 et porte à 4,7 millions le nombre total d'emplois détruits depuis le début de la crise à l'échelle de la zone euro. Parallèlement, la population active a continué de progresser de 900 000 personnes, de sorte que le nombre de demandeurs

d'emploi a crû de près de deux millions en 2012. L'évolution de l'emploi est très différente selon les pays. L'économie espagnole a détruit 600 000 emplois tandis que l'Allemagne en a créé 330 000. La France et l'Italie ont aussi détruits des emplois, mais dans une proportion bien moindre (60 000 en France et 80 000 en Italie). Les disparités sont accentuées si l'on observe les évolutions depuis 5 ans : l'Espagne a perdu 3,3 millions d'emplois et l'Allemagne compte 1,4 millions de travailleurs supplémentaires.

Après une pause en 2011, où l'emploi avait progressé au même rythme que la population active (tableau 9), le taux de chômage est reparti à la hausse en 2012. Il atteint 11,8 % de la population active fin 2012, contre 10,6 % fin 2011. Là encore, les situations des pays en crise (Irlande, Portugal, Grèce et Espagne) sont particulières, avec des taux de chômage au-dessus de 15 %. Il faut toutefois noter une stabilisation du taux de chômage irlandais en 2012 mais celle-ci résulte essentiellement d'une baisse de la population active, du fait du mouvement d'émigration qui est apparu depuis 2010. Inversement, un petit groupe de pays autour de l'Allemagne (incluant les Pays-Bas, l'Autriche et le Luxembourg) conservent un taux de chômage inférieur à 6 %. Les taux d'activité s'étaient tassés en 2009 ou 2010 selon les pays, permettant d'amortir quelque peu la hausse du chômage. Mais ceux-ci se sont stabilisés ou sont repartis à la hausse dès la mi-2011 (Italie et France en particulier) pour des raisons institutionnelles (réformes des retraites ou du marché du travail).

**Tableau 9. PIB, emploi et chômage**

Croissance annuelle, en %					
	PIB	Productivité	Emploi	Population active	Taux de chômage
2011	1,5	1,3	0,3	0,3	10,2
2012	-0,5	0,3	-0,7	0,6	11,4
2013	-0,4	0,3	-0,6	0,2	12,2
2014	0,9	0,9	0,0	0,3	12,4

Sources : Eurostat comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2013.

La productivité du travail, qui s'était montrée dynamique en 2010 et 2011 amorçant la fermeture du cycle, a subi un coup d'arrêt en 2012 du fait de la récession. Une des grandes incertitudes qui subsistent dans notre scénario est l'évolution du cycle de producti-

tivité. La crise a-t-elle modifié la tendance de productivité ? Les entreprises pourront-elles faire face à une productivité durablement dégradée ? Nous anticipons une croissance très modérée de la productivité en 2013 et 2014, de sorte qu'une légère reprise de la croissance pourra être créatrice d'emplois.

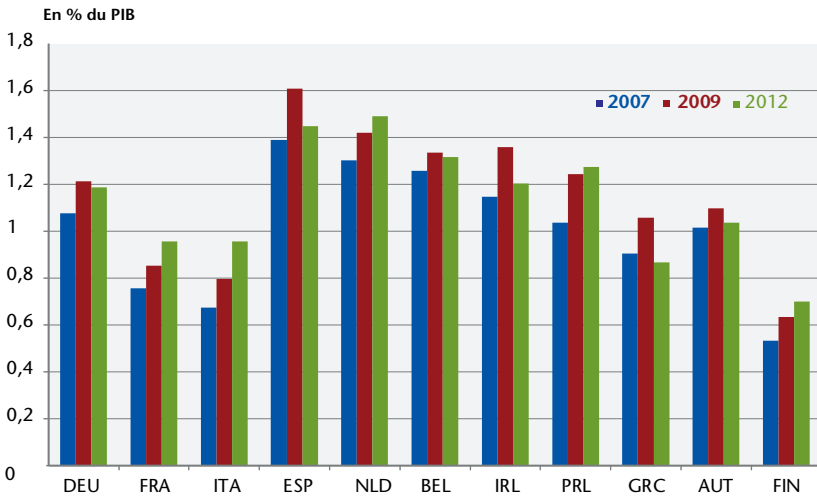
### **... et la déflation s'enclenche**

Cette persistance du chômage accroît le risque de déflation et ce d'autant plus que les problèmes bancaires de la zone euro ne semblent pas totalement résolus, comme le montre le nouvel épisode de crise à Chypre. Dans ces conditions et en l'absence d'une remise en cause de la stratégie macroéconomique européenne, la zone euro pourrait connaître une situation durablement dégradée. Au cours de l'année 2012, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a stagné, voire diminué dans les pays de la zone euro. En Espagne, la baisse du revenu réel des ménages est enclenchée depuis le début de l'année 2010. Cette dynamique s'explique en premier par celle des salaires. En rythme annuel, le coût salarial horaire du travail, pour l'ensemble de l'économie, a baissé de 7,4 % en termes réels en Espagne au quatrième trimestre 2012. En Grèce, la chute était supérieure à 12,2 % au dernier trimestre connu (le troisième). Tant qu'une situation de chômage de masse prévaudra dans la zone euro, la pression sur les salaires sera à la baisse. En outre, une part croissante des chômeurs basculera dans une situation d'extrême pauvreté au fur et à mesure qu'ils arrivent en fin de droits et qu'ils basculent vers les minima sociaux. Une telle situation viendra rendre de plus en plus douloureux le processus de désendettement privé entamé avec le dégonflement des bulles immobilières. Si ce schéma de déflation par la dette n'est à l'œuvre que dans quelques pays, il pourrait néanmoins se généraliser partout où le chômage se développe et où les mesures visant à améliorer la compétitivité se traduiront par des baisses de coûts salariaux, ce qui sera encore le cas en France. En Espagne et en Italie, le chômage baisserait à partir du début de l'année 2014 mais de façon très lente.

On peut alors craindre une nouvelle vague de défauts, cette fois-ci des ménages, qui porterait alors un coup fatal à un système bancaire exsangue et qui doit, dans certains pays, déjà faire face à une fuite des dépôts. En Espagne, les dépôts autres que ceux des

institutions financières et du gouvernement ont chuté de plus de 200 milliards d'euros entre 2010 et 2012, une baisse qui représente 2 points de PIB. En Grèce, la baisse des dépôts entre 2009 et 2012 dépasse 3,9 points de PIB. De fait, partout dans les pays en crise, on observe une fuite des dépôts (graphique 14) qui représente une réelle menace supplémentaire pour la croissance. Toute nouvelle panique bancaire remettrait en cause notre scénario central de croissance. Si le coût d'une nouvelle crise bancaire peut difficilement être chiffré *ex-ante*, il reste qu'il ne ferait plus de doute que la zone euro traverserait à son tour une décennie perdue. En l'absence d'une idée de nation européenne, la différence de taille avec ce qu'a connu le Japon résiderait dans le risque d'un éclatement de la zone euro, malgré les efforts récents qui viennent d'être réalisés pour écarter ce risque.

Graphique 14. Dépôts autres que ceux des IFM et des gouvernements



Sources : ECB, Comptes nationaux.



# FRANCE : TENUE DE RIGUEUR IMPOSÉE

## PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse et prévision<sup>1</sup>, Éric Heyer, Marion Cochard,  
Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane

---

En moyenne annuelle, l'économie française devrait connaître en 2013 un léger recul de son PIB (-0,2 %) et une modeste reprise en 2014, avec une croissance de 0,6 %. Cette performance particulièrement médiocre est très éloignée du chemin que devrait normalement emprunter une économie en sortie de crise.

Quatre ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : il aurait dû conduire à une croissance spontanée moyenne de près de 2,6 % l'an au cours des années 2013 et 2014. Mais cette reprise spontanée est freinée, principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. Afin de tenir son engagement d'un déficit public à 3 % en 2014, le gouvernement français devrait poursuivre la stratégie – adoptée en 2010 – de consolidation budgétaire imposée par la Commission européenne à l'ensemble des pays de la zone euro. Cette stratégie budgétaire devrait amputer de 2,6 points de PIB l'activité en France en 2013 et de 2,0 points de PIB en 2014.

En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la situation sur le marché du travail devrait continuer à se dégrader. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11,6 % fin 2014.

Seul un changement de cap dans la stratégie budgétaire européenne permettrait d'enrayer la hausse du chômage. Elle supposerait que les impulsions budgétaires négatives se limitent à -0,5 point de PIB au lieu de -1,0 point prévu au total dans la zone euro en 2014. Cet effort budgétaire plus faible pourrait être répété jusqu'à ce que le déficit public ou la dette publique atteigne un objectif à définir. Par rapport aux plans actuels, parce que l'effort serait plus mesuré, le fardeau de l'ajustement pèserait de façon plus juste sur les contribuables de chaque pays. Cette nouvelle stratégie conduirait certes à une réduction plus lente des déficits publics (-3,4 % en 2014 contre -3,0 % dans notre scénario central) mais également et surtout à plus de croissance économique (1,6 % contre 0,6 %). Ce scénario « moins d'austérité » permettrait à l'économie française de créer 119 000 emplois en 2014, soit 232 000 de plus que dans notre prévision centrale et le chômage baisserait au lieu de continuer à augmenter.

---

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. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin mars 2013 et intègre les comptes nationaux trimestriels de mars 2013, à savoir le compte emplois-ressources jusqu'au quatrième trimestre 2012 et les comptes d'agents jusqu'au troisième trimestre 2012. Le modèle repose sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 2000 et est estimé sur la période 1978-2006. Les données en volume de la prévision sont aux prix de l'année précédente chaînés.

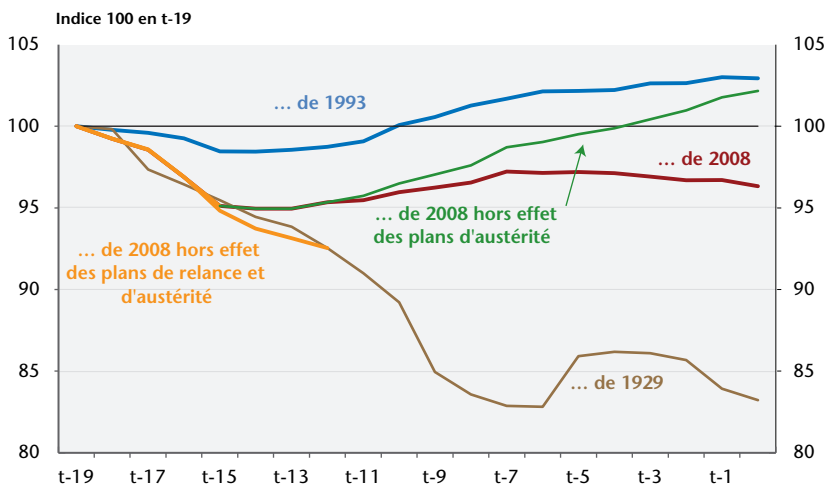
## 1. Faits et méfaits de la rigueur

Quand à l'été 2007, les prémices de la crise financière se sont manifestées avec les premières faillites de fonds d'investissement impliqués dans les crédits *subprime*, les économies développées sont entrées dans une phase de crise inédite depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, en ampleur et en durée. La crise financière a rapidement pris un caractère systémique et la défiance a gagné les acteurs du marché interbancaire, paralysant par ricochet le financement des activités privées. Ces désordres financiers ont été particulièrement néfastes quand ils se sont transmis à l'économie réelle, entraînant cette dernière dans une récession sans précédent depuis la Grande Dépression des années 1930.

Mais, contrairement au « laisser-faire » initial et aux réactions protectionnistes d'avant-guerre, les autorités politiques et monétaires ont cette fois réagi rapidement et vigoureusement par des plans de sauvetage des banques notamment afin de contrecarrer la mécanique récessive. En laissant jouer les stabilisateurs automatiques et en mettant en place des plans de relance concertés, les gouvernements ont stoppé le déclin de l'activité quand dans le même temps les politiques monétaires ultra-accommodantes et le sauvetage d'établissements financiers en faillite parvenaient à circonscrire l'incendie financier.

En France, la récession a débuté au deuxième trimestre 2008, d'abord sous l'effet de la montée des prix de l'énergie durant la phase de croissance précédente, puis des répercussions de la crise financière. En comparaison des récessions précédentes de la période d'après-guerre, la chute du PIB a été vertigineuse : -4,3 % sur un an au premier trimestre 2009, contre -2,7 % au plus fort de la récession de 1975 et -1 % en 1993. L'enclenchement de la récession à un rythme voisin de celui de 1929 témoignait d'ailleurs de la gravité de la crise qui, sans l'intervention des politiques économiques et le jeu des stabilisateurs automatiques, se serait probablement poursuivie comme à l'époque (graphique 1).

Graphique 1. Évolutions comparées du PIB français par tête pendant les crises...



Sources : Comptabilité nationale, P. Villa, calculs et prévision OFCE avril 2013.

La contrepartie de ce soutien a été une montée rapide de l'endettement et des déficits publics dans l'ensemble des pays industrialisés. En France, le déficit public s'est creusé de plus de 4 points entre 2008 et 2009 pour atteindre 7,6 % du PIB, et il s'élevait encore à 4,8 % en 2012, engendrant un gonflement de la dette publique de 20 points de PIB entre 2008 et 2012 à 90 %.

Cette dégradation des soldes publics n'est pas spécifique à la France. Face à l'inquiétude des marchés craignant des défauts de paiement sur la dette souveraine des pays de la zone euro les plus en difficulté et en réponse aux injonctions de la Commission européenne, les États membres se sont lancés dans des politiques drastiques d'assainissement budgétaire. En France, la politique budgétaire est devenue restrictive dès 2010, quand les plans de relance ont fait place à un resserrement budgétaire (tableau 1). Le caractère restrictif de la politique économique s'est ensuite accentué, avec une impulsion budgétaire négative de 2 points de PIB en 2011 et de 1,5 point en 2012. Au total, durant les trois dernières années, la restriction a atteint un niveau inégalé sur les quarante dernières années, soit plus de 4 points de PIB en cumulé entre 2010 et 2012, contre 3 points au maximum lors de l'assainissement budgétaire imposé par le Traité de Maastricht dans la seconde moitié des années 1990 (graphique 2).



## Graphique 2. Impulsion budgétaire en France

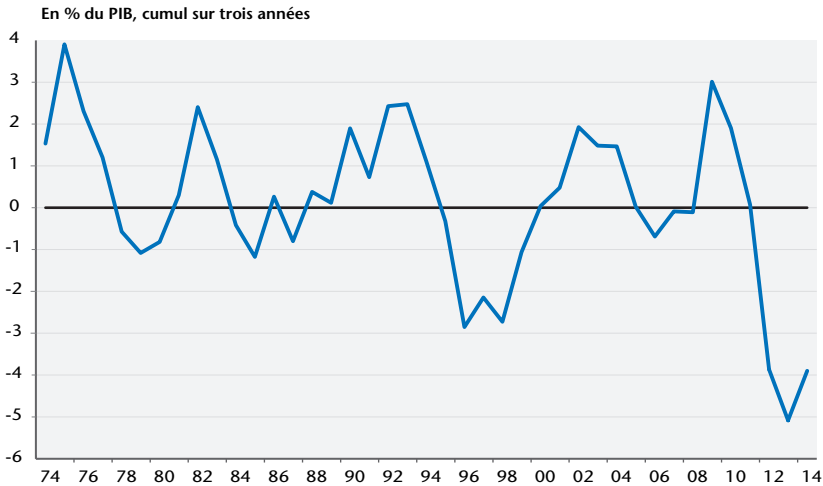


Tableau 1. Impulsion budgétaire dans les grands pays développés

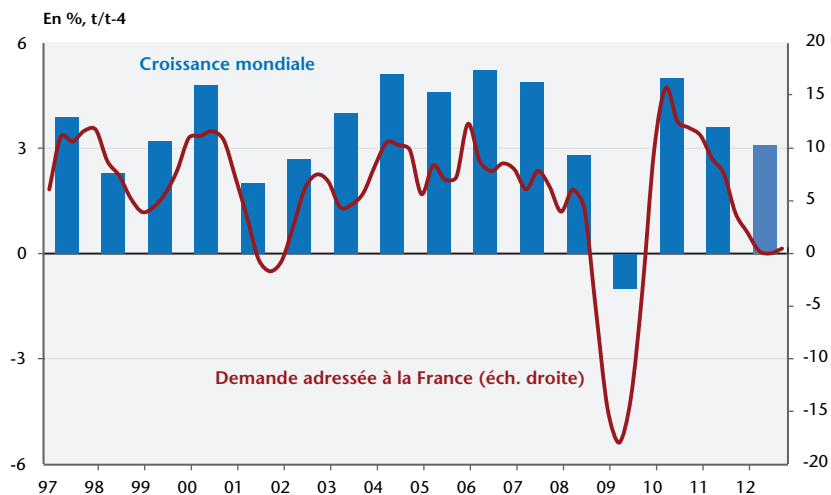
En points de PIB

	2008-2009	2010	2011	2012	2010-2012
DEU	0,9	1,7	-1,4	-0,9	-0,6
FRA	2,2	-0,5	-2,0	-1,3	-4,2
ITA	0,2	-1,0	-1,0	-3,0	-5,0
ESP	2,3	-2,9	-1,1	-3,4	-7,4
GBR	3,7	-0,8	-3,0	-1,0	-4,8
USA	2,9	-0,9	-1,1	-0,9	-2,9
JPN	3,8	0,4	0,5	0,5	1,4

Sources : comptabilités nationales, calculs OFCE.

Ces tours de vis budgétaires n'ont pas été propres à la France. Outre les États-Unis et le Royaume-Uni, les États membres de la zone euro, y compris l'Allemagne, ont mis en place des politiques d'assainissement (tableau 1). À l'effet restrictif interne de l'impulsion négative nationale, s'est ainsi ajouté un second effet récessif venu de l'extérieur et résultant du freinage de la demande adressée par les principaux partenaires commerciaux de la France menant la même politique. La stimulation extérieure, qui expliquait en partie le rebond d'activité en 2010, s'est donc affaïssée. Elle s'est quasiment évanouie en 2012, moins sous l'effet du ralentissement de la croissance mondiale que de la récession en Europe qui constitue 60 % des débouchés français à l'exportation (graphique 3).

Graphique 3. Environnement international



Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE avril 2013.

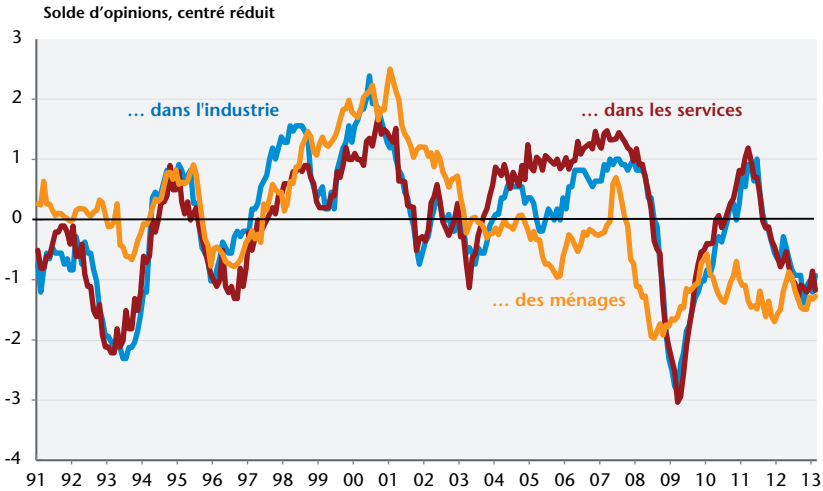
Depuis quatre ans, la trajectoire conjoncturelle de l'économie française subit les effets de la politique budgétaire, avec d'abord la politique de relance qui a interrompu la récession en 2009, puis la politique de rigueur engagée en 2010 ayant mis fin au rebond précédent. Tous les indicateurs conjoncturels portent la marque de cette séquence en « *Go and Stop* », tant les données qualitatives issues des enquêtes de conjoncture que les données quantitatives « dures ».

Comme lors des précédentes sorties de crise – 1993, 1997 et 2003 –, le climat des affaires dans l'industrie et les services s'était nettement redressé après son point bas atteint au cœur de la récession, et avait même retrouvé des niveaux annonciateurs d'une trajectoire de croissance soutenue. Mais l'embellie aura été de courte durée et le climat des affaires s'est violemment retourné à l'été 2011, préfigurant la rechute conjoncturelle que traverse l'économie française depuis la deuxième moitié de 2011 (graphique 4).

Ces chocs conjoncturels vus sous le prisme des enquêtes de conjoncture se sont traduits concrètement dans les données quantitatives. La situation de l'industrie est un exemple emblématique des effets des politiques de soutien/restriction conduites depuis 2008. Durant la récession, la production s'est effondrée d'environ 20 % entre son point haut de la mi-2008 et son point bas du début 2009 (graphique 5). Le rebond impulsé par la relance a été vif et

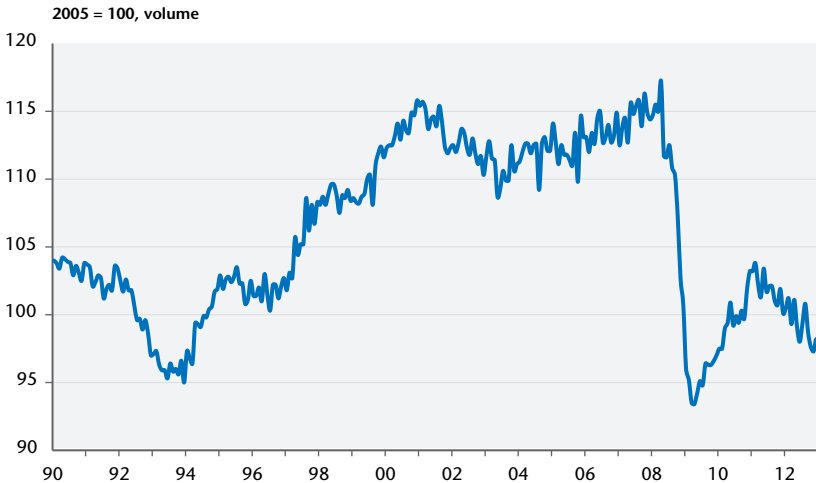
évoque celui qui s'est dessiné après la récession de 1993. Mais, comme à l'époque, la mise en place de politiques budgétaires restrictives a cassé net la reprise et provoqué un retour en arrière.

Graphique 4. Évolution de la confiance



Source : INSEE

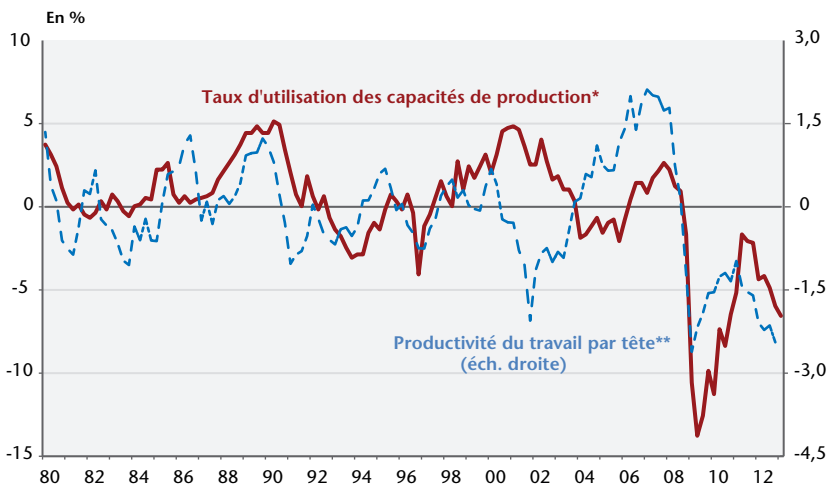
Graphique 5. Indice de production industrielle



Source : INSEE.

Corollaire du dévissage de la production, des surcapacités de production se sont formées pendant la récession, avec une chute du taux d'utilisation des capacités de production (graphique 6). Ce taux, qui mesure dans l'industrie la proportion du capital productif installé effectivement en activité, s'est fortement réduit en 2008/09, marquant un record à la baisse depuis trente ans. La productivité moyenne du travail, sous l'effet de la diminution de la durée du travail et du recours au chômage partiel, a suivi une trajectoire similaire. La sous-utilisation des ressources productives durant les phases de crise est par nature temporaire car les phases de reprise permettent de résorber ces capacités excédentaires. C'est bien ce qui s'est produit dans le courant de 2009, avec la remontée conjointe du taux d'utilisation et de la productivité du travail, et la perspective d'un retour à terme à une utilisation normale des facteurs de production. Mais la rechute conjoncturelle de la mi-2011 a interrompu le processus.

**Graphique 6. Taux d'utilisation des capacités de production et productivité du travail**



\* En écart à la moyenne de longue période.

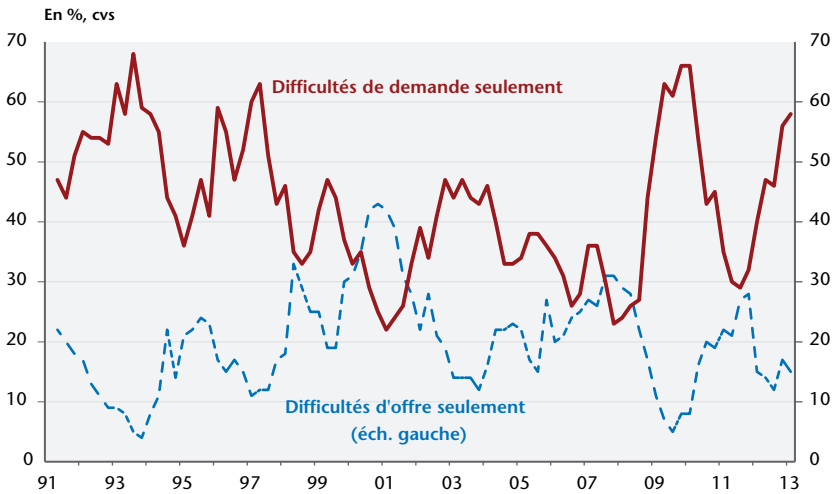
\*\* En écart à la tendance de long terme.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

L'existence de surcapacités de production est cohérente avec les déclarations des entreprises qui, à l'enquête trimestrielle dans l'industrie, déclarent majoritairement être contraintes par la demande et non pas par l'offre (graphique 7). La contraction des

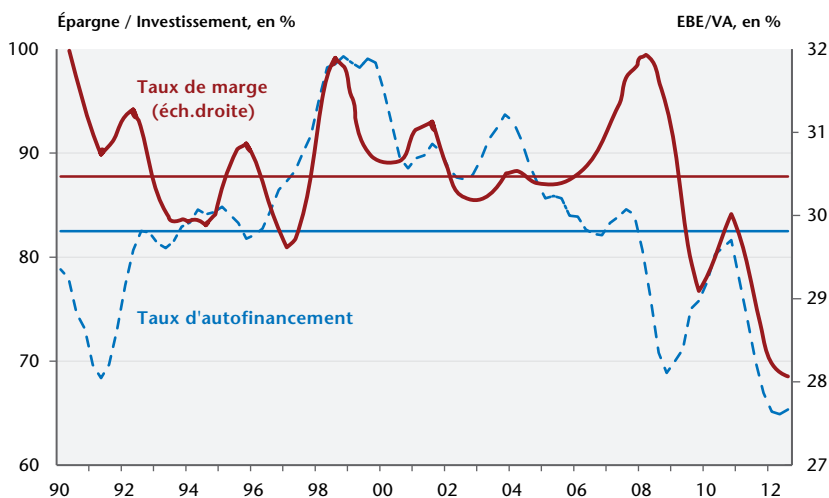
marchés, tant internes qu'externes, durant la récession avait naturellement fait pencher la balance vers les entreprises éprouvant des difficultés de demande, la part de celles déclarant des difficultés d'offre devenant marginale. La réanimation de l'activité dans le courant de 2009 avait ramené les difficultés de demande à un niveau comparable à celui des difficultés d'offre, ce qui était le signal d'un rétablissement de la conjoncture comme à la fin des années 2000 ou en 2007. Mais les politiques de rigueur menées en France et en Europe ont conduit à la résurgence des difficultés de demande, qui pour 59 % des entreprises, bloquent actuellement la production.

Graphique 7. Freins à la production dans l'industrie



La situation financière des entreprises porte la marque des désordres précédemment identifiés. L'accumulation des sureffectifs durant la récession a dégradé la productivité du travail et a alourdi les coûts salariaux des entreprises. Le taux de marge s'est donc replié, passant largement sous ses plus bas des vingt dernières années (graphique 8). Le signal de l'amorce de sa normalisation a été donné en 2010, quand la restauration de la productivité s'est enclenchée. Le répit a toutefois été bref et le taux de marge a subi un nouvel à-coup baissier en 2011 avec le retournement de l'activité qui a interrompu cette dynamique vertueuse.

Graphique 8. Taux de marge et taux d'autofinancement des entreprises



Source : INSEE.

Graphique 9. Investissement des entreprises en volume



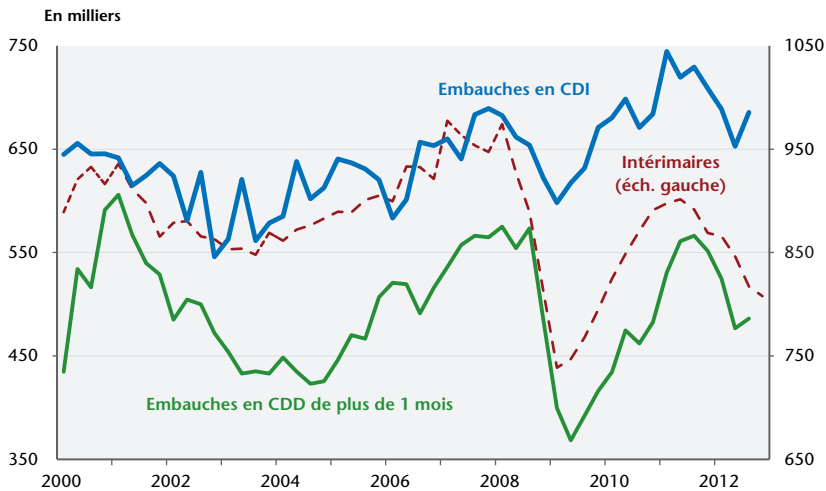
Sources : INSEE, prévision OFCE avril 2013.

L'évolution de l'investissement des entreprises est intimement liée aux observations précédentes. Sous l'effet de la contraction des débouchés, de la dégradation de la situation financière des entreprises, contraintes de supporter les coûts des surcapacités, et le durcissement des conditions de crédit pendant la crise financière, les dépenses d'investissement ont fortement chuté durant la réces-

sion, -13,7 % en 2009. Puis à la faveur du rebond conjoncturel l'investissement s'est redressé avec un rythme de croissance soutenu en 2010 et en 2011 (respectivement +6,4 et + 5,3 %), rythme proche de celui enregistré lors des grandes phases d'accumulation de ces trente dernières années (graphique 9). Le retournement conjoncturel de 2011/12 a cassé cet élan et les dépenses d'investissement se sont à nouveau contractées en 2012 (-0,8 %), bridées par la politique de rigueur, la remontée des surcapacités et la dégradation des taux de marge et d'autofinancement.

La situation sur le marché du travail reflète aussi l'interruption du processus de reprise en 2011, quand la reprise des flux d'embauches s'est interrompue au moment où les sureffectifs se gonflaient à nouveau dans les entreprises et que le chômage reprenait sa hausse après l'amorce d'une décrue en 2010 et dans la première moitié de 2011 (graphique 10).

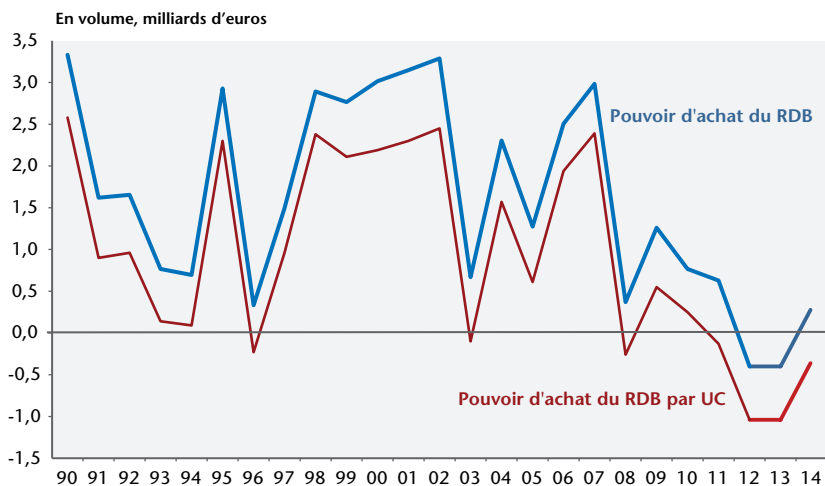
Graphique 10. Flux d'embauches



Du côté des ménages, la confiance est déprimée depuis trois ans, largement en dessous de son niveau de longue période (graphique 4). Le rebond consécutif à la récession s'était pourtant amorcé mais a tourné court quand les perspectives d'un alourdissement de la pression fiscale se sont concrétisées. La multiplication des plans sociaux, l'augmentation du risque de chômage, la stagna-

tion du pouvoir d'achat et les annonces régulières d'un renforcement de la rigueur ont donc anéanti les espoirs d'une amélioration de la situation individuelle des ménages. Pour la première fois depuis 1984, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut s'est contracté (-0,1 %). Ramené en unités de consommation, la baisse est plus sévère, avec une chute de -1 % (graphique 11).

Graphique 11. Le pouvoir d'achat en baisse en 2012



## La croissance entravée

Le principal facteur de l'étouffement de la reprise à la mi-2011 est la politique d'austérité mise en place en France et en Europe dès 2010, puis accentuée en 2011 et en 2012 (tableau 2). Les effets de cette politique de rigueur sont d'autant plus marqués qu'elle est générale dans l'ensemble des pays de la zone euro. Les effets restrictifs internes se cumulent avec ceux qui résultent du freinage de la demande adressée par les partenaires européens. Alors que 60 % des exportations de la France sont à destination de l'Union européenne, la stimulation extérieure s'est quasiment évanouie à la mi-2012, moins du fait du ralentissement de la croissance mondiale qui reste voisine de 3 %, mais en conséquence des mauvaises performances de la zone euro, au bord de la récession. Il est à l'origine du déficit de croissance, avec un freinage apparent dès 2010 (-0,7 point), freinage qui s'est accentué en 2011 et en 2012



(respectivement -1,6 et -2,6 points) du fait de l'intensification de la rigueur et de l'existence de multiplicateurs budgétaires élevés. En effet, la mise en place dans une période de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire appliquées simultanément dans l'ensemble des pays européens et alors que les marges de manœuvre de la politique monétaire sont très faibles (taux d'intérêt réel proche de zéro), concourt à élever la valeur du multiplicateur. Il existe d'ailleurs aujourd'hui un consensus large sur le fait que les multiplicateurs budgétaires à court terme sont élevés d'autant plus que le plein emploi est encore hors d'atteinte<sup>2</sup>. Le débat théorique sur la valeur du multiplicateur et le rôle des anticipations des agents doit s'effacer devant le constat empirique : les multiplicateurs sont positifs et supérieurs à 1.

Au frein budgétaire est venu s'ajouter l'effet de conditions monétaires restrictives : l'assouplissement de la politique monétaires – visible notamment dans la baisse des taux d'intérêt directs – est loin d'avoir compensé l'effet négatif sur l'économie du durcissement des conditions d'octroi de crédit ainsi que de l'élargissement du *spread* entre les placements publics, sans risques, et les investissements privés. Au total, en prenant aussi en compte l'effet de la remontée du prix du pétrole après la récession, la croissance spontanée de l'économie française a été de 2,6 % en moyenne au cours des trois dernières années. La réalisation de ce potentiel aurait conduit à la poursuite de la résorption des surcapacités de production et finalement à l'élimination du scénario de retournement à la baisse de l'économie qui s'est effectivement réalisé.

Les capacités de production de l'économie française paraissent ainsi abondantes et seraient à même de soutenir une reprise de l'activité si celle-ci n'était pas étouffée par les politiques de rigueur généralisées menées en France et en Europe. La prolongation de la crise pose la question de la possibilité pour l'économie française, de maintenir longtemps une capacité de rebond spontané de 2,6 % l'an ? Cette question renvoie à l'estimation de « l'écart de production », qui sépare la production effective de la production potentielle.

---

2. Pour plus de détails se référer à Éric Heyer, 2012, « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires », *Blog de l'OFCE*, novembre.

Tableau 2. Les freins à la croissance en France au cours des années 2010-2012

En point de % de PIB			
	2010	2011	2012
<b>Croissance du PIB</b>	1,6	1,7	0,0
<b>Impact sur le PIB dû...</b>			
<b>... aux évolutions du pétrole</b>	-0,2	-0,3	-0,5
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,1	-0,2	-0,4
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,1	-0,1
<b>... aux politiques d'austérité</b>	-0,7	-1,5	-2,1
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,5	-1,2	-1,3
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,2	-0,3	-0,8
<b>... aux conditions monétaires</b>	-0,3	-0,2	-0,2
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,3	-0,2	-0,2
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0	0,0
<b>Acquis</b>	0,5	0,7	0,2
<b>Rythme de croissance spontanée</b>	2,3	3,0	2,6

Sources : INSEE, calculs OFCE.

## Quelle reprise spontanée pour l'économie française ?

Afin de répondre à cette question, il est nécessaire de s'interroger à propos de l'incidence de la crise sur le niveau de la production potentielle et sur son taux de croissance.

À niveau de production potentielle inchangé, le taux de croissance potentiel détermine le calendrier de convergence de la production effective vers la production potentielle et donc la vitesse de fermeture de l'écart de production. Selon nos évaluations, la croissance potentielle s'est infléchie depuis 2007, pour plus de la moitié sous l'influence de facteurs démographiques (-0,3 point par an) liés au ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler (tableau 3). Ensuite, la croissance de la productivité tendancielle s'est, selon nos estimations économétriques<sup>3</sup>, affaïssée de 0,2 point par an depuis la récession. La dépression de l'investissement depuis 2008, qui a probablement ralenti la diffusion du progrès technique au sein des entreprises, peut rendre compte de cette perte d'efficacité de la combinaison productive et expliquer une part du ralentissement de la producti-

3. Pour plus de détails sur ces estimations, le lecteur pourra se référer à la partie sur l'emploi ci-dessous.

tivité autrement que par les délais d'ajustement de l'emploi. Au total, le rythme de la croissance potentielle aurait perdu 0,5 point entre la période avant-crise (2000-2007) et aujourd'hui, pour s'établir à 1,4 %.

Cette évaluation à 1,4 % est proche de celle de l'OCDE, de la Commission européenne (CE) ou de celle retenue par le gouvernement dans le dernier Projet de loi de finances qui la situe entre 1,2 % et 1,6 %. Seul le FMI retient un impact plus fort de la crise sur la croissance potentielle, en l'évaluant à 0,7 % au cours des années 2013-2014 (tableau 3).

**Tableau 3. Quelle croissance potentielle en France ?**

En %		France
<b>Population en âge de travailler</b>	1980-1990	0,9
	1990-2000	0,5
	2000-2007	0,8
	2008-2012	0,6
	<b>2013</b>	<b>0,5</b>
	<b>2014</b>	<b>0,5</b>
<b>Taux d'activité tendanciel</b>	1980-1990	-0,2
	1990-2000	0,2
	2000-2007	0,2
	2008-2012	0,0
	<b>2013</b>	<b>0,0</b>
	<b>2014</b>	<b>0,0</b>
<b>Productivité tendancielle</b>	1980-1990	1,7
	1990-2000	1,5
	2000-2007	1,0
	2008-2012	0,9
	<b>2013</b>	<b>0,9</b>
	<b>2014</b>	<b>0,9</b>
<b>Croissance Potentielle</b>	1980-1990	2,4
	1990-2000	2,2
	2000-2007	2,0
	2008-2012	1,4
	2013	1,4
	2014	1,4
	OCDE	1,6
<b>Croissance Potentielle 2013-2014</b>	Gouvernement	1,5
	CE	1,2
	FMI	0,7

Sources : FMI, OCDE, Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

Le taux de croissance potentiel étant déterminé, l'interrogation majeure pour dessiner le scénario spontané de sortie de crise est relative à l'effet de la récession sur le niveau de la production potentielle.

Au-delà des problèmes de mesure, il est probable que la production potentielle ne soit pas sortie indemne du choc récessif de 2008/2009. Les fermetures d'unités de production sans repreneur peuvent être assimilées à des destructions de capacités de production ; la chute de l'investissement a entamé la capacité d'offre des entreprises et la montée du chômage de longue durée a probablement rendu une part grandissante de la main-d'œuvre plus difficilement ré-insérable sur le marché du travail en cas de reprise.

Celle-ci n'étant pas observable, son estimation ne peut que résulter d'hypothèses<sup>4</sup>. Une première hypothèse consiste à supposer que les pertes de production accumulées depuis 2008 sont d'origine conjoncturelle et que la crise n'a pas eu d'impact sur le niveau de la production potentielle. C'est le scénario le plus favorable, car il préserve la capacité de rebond spontané de l'économie française (2,6 % par an à l'horizon de 2017), au vu de l'important écart de production négatif qu'il sous-tend (graphique 12, scénario 1).

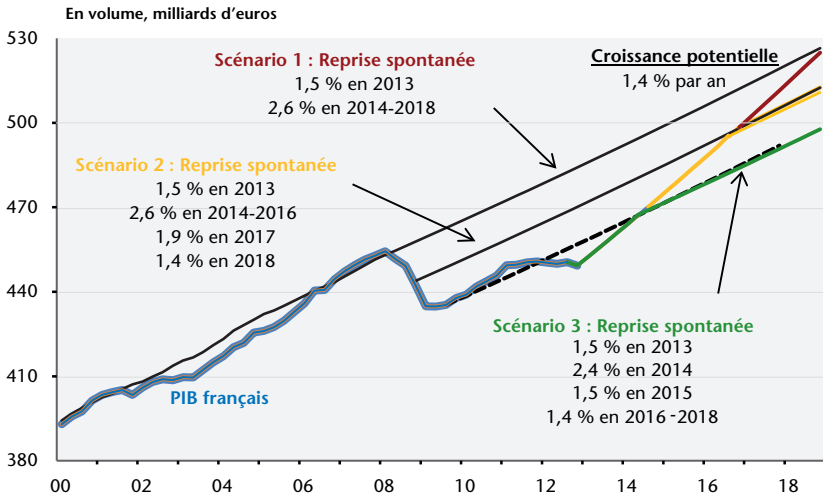
Le cas le plus défavorable consisterait à supposer que les pertes de production engendrées par la récession sont définitives et que la référence n'est plus le potentiel précédent, mais un potentiel amputé d'une « marche d'escalier » vers le bas (scénario 3). En partant du point bas atteint après la récession, une telle hypothèse n'annule pas tout potentiel de rebond mais en limite considérablement l'ampleur au vu du faible écart de production négatif qui lui est associé. En effet, elle implique la convergence quasi-immédiate de la production vers son niveau potentiel et, partant, l'absorption rapide des réserves de main-d'œuvre non inflationnistes. Par rapport à l'hypothèse précédente, la production rejoindrait son

---

4. La production potentielle représente le niveau de production réalisable par l'économie, sans tensions excessives qui génèrerait une accélération de l'inflation non soutenable à moyen long terme. La différence entre la production effective et la production potentielle est l'écart de production qui mesure la sous-utilisation des facteurs résorbables sans tensions inflationnistes. L'application empirique de ce concept passe par l'estimation d'un taux de chômage d'équilibre associé en deçà duquel la croissance ne peut plus se poursuivre qu'en générant une accélération des prix non soutenable qui déboucherait nécessairement sur un ralentissement de la croissance ramenant le chômage à son niveau d'équilibre.

potentiel dès 2014. Le freinage lié au franchissement du potentiel serait alors perceptible dès cette année-là (2,4 contre 2,6 % dans l'hypothèse précédente) et s'accentuerait à l'horizon 2017 : la croissance spontanée tomberait à 1,5 % en 2015 et s'établirait à 1,4 % les deux années suivantes.

**Graphique 12. Quelle reprise spontanée en France ?**



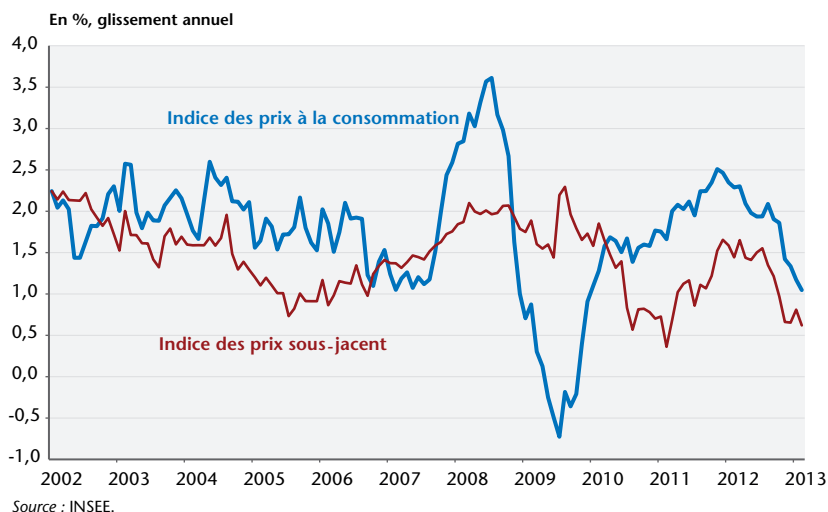
Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE.

Enfin, une hypothèse intermédiaire, fondée sur une analyse historique, peut aussi être considérée (FMI, 2010). Elle suppose une perte définitive partielle et non intégrale de production engendrée par la récession, équivalant à près de la moitié de la « marche d'escalier<sup>5</sup> » (scénario 2). Ici, la croissance spontanée de sortie de crise peut être plus durable que dans le cas précédent et l'effet de freinage exercé par le franchissement du potentiel n'intervient qu'à partir de 2017 (1,9 % contre 2,6 % dans l'hypothèse la plus favorable). Cette hypothèse, que nous reprenons également à notre compte, nous conduit à retenir le scénario 2. Elle revêt un caractère nécessairement conventionnel, mais elle laisse subsister un écart de production négatif compatible avec le diagnostic établi auparavant sur l'abondance de capacités de production inutilisées. Dans tous les cas, l'hypothèse n° 3, celle d'une perte irrécupérable de produc-

5. Pour plus de détails sur ce sujet, le lecteur pourra se référer à l'étude spéciale sur le potentiel de croissance dans ce même numéro.

tion après la récession, est peu vraisemblable car le faible écart de production négatif qu'elle sous-tend serait contradictoire avec le niveau du chômage et son écart avec le chômage structurel<sup>6</sup>, de la productivité, du taux d'utilisation des capacités de production et, au final, avec le ralentissement des prix (graphique 13).

Graphique 13. Taux d'inflation

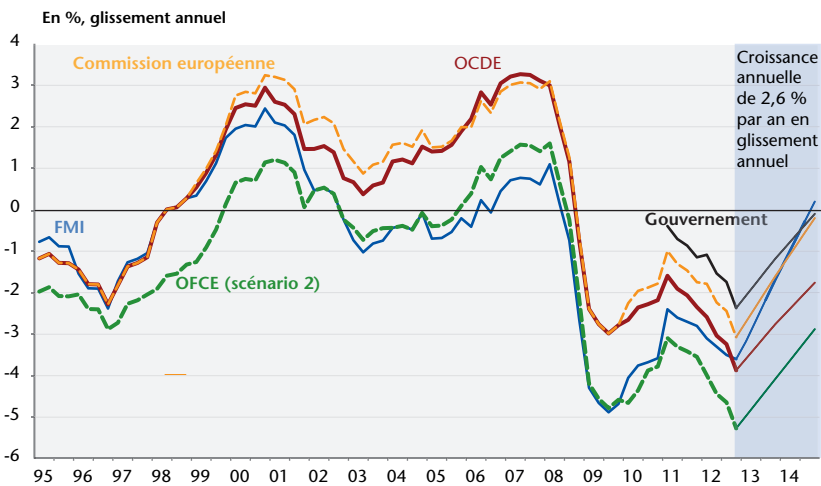


Le choix d'une hypothèse sur l'ampleur de la marche d'escalier engendrée par la récession et sur le rythme de croissance potentielle a finalement peu d'importance sur l'évaluation de la croissance spontanée à court terme. Cela n'a même aucune importance pour 2013 puisque dans le cas le plus défavorable (scénario 3), il existe un écart de production négatif, qui même faible, offrirait une marge de rebond. Les hypothèses ne discriminent pas non plus la croissance spontanée associée aux scénarios 1 et 2 en 2014. Seul le scénario 3 se démarque des précédents, avec un rebond spontané de 2,3 % l'année prochaine contre 2,6 %. En revanche, les configurations précédentes vont modeler la trajectoire spontanée de l'économie française après 2014, en particulier l'hypothèse n° 3 avec un épuisement rapide de la capacité de rebond, étouffé dès 2015 par la faiblesse du potentiel.

6. Pour plus de détails sur ce sujet, le lecteur pourra se référer à la partie sur l'évaluation du chômage structurel ci-dessous.

Les divergences des principaux organismes de prévision sur l'ampleur de l'écart de production témoignent de la difficulté à rendre compte clairement de la situation de l'économie française, comme de celle de ses partenaires par ailleurs, à la fin de l'année 2012. Selon les hypothèses retenues relativement au choc subi par le niveau et le taux de croissance de la production potentielle depuis 2008, les vitesses de fermeture de l'écart de production, en supposant une croissance spontanée de 2,6 % par an identique pour tous, divergent (graphique 14).

Graphique 14. Vitesses\* de fermeture spontanée de l'*output gap* selon...



\* Ce graphique illustre l'implication des hypothèses émises par les divers instituts relativement au niveau et au taux de croissance de la production potentielle sur la vitesse de fermeture de l'écart de production, sous l'hypothèse d'une croissance spontanée de 2,6 % en glissement annuel. Il ne s'agit aucunement ici d'illustrer les prévisions des différentes institutions.

Sources : FMI, CE, OCDE, DP, OFCE.

La convergence vers la production potentielle est la plus rapide pour le FMI, la Direction de la prévision (DP) et la Commission européenne, institutions pour lesquelles le choc sur la production potentielle consécutif à la récession a été le plus intense : d'un côté, l'écart de production est le moins déprécié, ce qui sous-tend l'hypothèse d'un niveau de potentiel plus bas que celui estimé par l'OCDE ou l'OFCE sous l'hypothèse du scénario 2, et de l'autre le rythme de convergence vers le potentiel est le plus rapide, ce qui s'explique par une croissance du potentiel moins rapide. Dès lors, l'écart de production serait fermé dès 2014, hypothéquant dès 2015 la possibilité d'une poursuite de la croissance au même rythme que les deux années précédentes.

## La chape de plomb budgétaire

En sous régime depuis 2010, l'économie française conserverait donc, à la fin 2012, un potentiel de rebond important, 2,6 % par an. Un premier facteur de déviation par rapport à ce sentier de référence provient de la poursuite des politiques d'austérité conduites en France, qui conduiraient à amputer la croissance du PIB de 1,8 point en 2013 et de 1,4 point en 2014<sup>7</sup>.

Ensuite, comme on l'a déjà souligné, les partenaires commerciaux de la France adoptent le même type de politique, ce qui bride leur demande intérieure, donc leurs importations, et finalement les exportations françaises ; la rigueur française contribuant elle-même à ralentir l'activité de nos partenaires. L'effet de cette spirale récessive, qui passe par le canal des échanges entre pays, est loin d'être négligeable puisqu'il renforcerait la contribution négative de l'austérité de 0,8 et 0,6 point respectivement en 2013 et en 2014, portant l'effet total des politiques d'austérité à -2,6 et -2,0 points de PIB (tableau 4). Au lieu d'une croissance possible de 2,6 %, c'est donc un léger recul du PIB qui est attendu en 2013, -0,2 %, et une modeste reprise en 2014, 0,6 %.

Plutôt que de s'atténuer, les stigmates de la crise vont au contraire s'aggraver pour l'ensemble des agents en 2013 et en 2014, contraints de subir encore les conséquences négatives des politiques d'austérité sur la demande intérieure et extérieure.

Pour les deux années à venir, rien ne viendra dynamiser les flux d'exportations. Même si la récession en zone euro doit s'interrompre au cours de l'année 2013, le redémarrage de la croissance sera trop peu marqué à l'horizon de la prévision pour stimuler la demande adressée aux exportateurs français. De plus, certains pays de la zone euro, comme l'Espagne où le chômage atteint des niveaux record, basculent dans la déflation salariale et bénéficient en retour d'une amélioration de leur compétitivité propre à doper leurs parts de marché au détriment des pays comme la France, où les coûts salariaux sont moins flexibles à la baisse. Les parts de marché de la France dans le commerce mondial devraient ainsi stagner en 2013 et en 2014. Le Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi (CICE), institué au 1<sup>er</sup> janvier 2013 mais que les entreprises

---

7. Pour plus de détails, se référer à la partie sur les finances publiques des APU.



bénéficiaires percevront en 2014, ne pourra avoir qu'un effet marginal l'année prochaine sur les exportations, les politiques d'amélioration de la compétitivité ne développant généralement leurs effets qu'à moyen/long terme<sup>8</sup>.

**Tableau 4. Les freins à la croissance en France au cours des années 2013-2014**

En point de % de PIB

	2013	2014
<b>Croissance du PIB</b>	-0,2	0,6
<b>Impact sur le PIB dû...</b>		
... aux évolutions du pétrole	-0,2	0,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,1	0,0
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0
... aux politiques d'austérité	-2,6	-2,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-1,8	-1,4
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,8	-0,6
... aux conditions monétaires	0,0	0,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	0,0	0,0
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0
... aux politiques de compétitivité	0,1	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie française (CICE)</i>	0,2	0,0
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	-0,1
<b>Acquis</b>	-0,2	0,1
<b>Rythme de croissance spontanée</b>	2,6	2,6

Sources : INSEE, calculs OFCE.

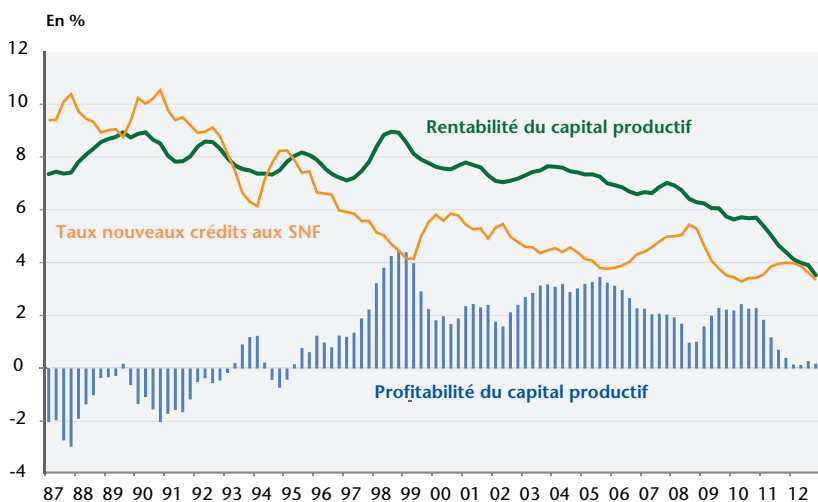
L'ajustement de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre, avec une baisse de 2,2 % en 2013 (graphique 9). Les déterminants majeurs de la FBCF resteront en effet tous mal orientés. D'abord, l'effet négatif de l'accélérateur de l'investissement, lié au choc d'activité et à une surabondance de capacités de production, devrait toujours peser sur les besoins d'extension du stock de capital productif. Ensuite, le taux de marge, qui

8. 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 bénéficiaires. Sa montée en charge sera progressive, avec un taux de 4 % en 2013. Les effets sur la trésorerie des entreprises se feront 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. Pour plus de détail, se référer à Plane M., « Évaluation de l'impact macroéconomique du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi », Dossier Coût du Travail et Emploi, in *Revue de l'OFCE/Débats et Politique*, 2012, 126, pp.141-153.

se situe environ 3 points en-dessous de la moyenne de ces 20 dernières années et devrait demeurer à bas niveau, hypothèse la possibilité pour les entreprises de dégager les ressources nécessaires au financement de leurs investissements (graphique 8). De plus, les entreprises vont devoir faire face, en 2013, à une hausse des prélèvements de 12 milliards d'euros, équivalant à 0,9 point de valeur ajoutée des branches marchandes non agricoles.

Enfin, dernier obstacle à l'investissement, la rentabilité du capital productif<sup>9</sup> a atteint des niveaux historiquement bas, que la baisse des taux d'intérêt n'a pas permis de compenser, amenant le taux de profitabilité<sup>10</sup> à un niveau proche de zéro (graphique 15). La baisse extrêmement marquée des taux de marge depuis 2008, couplée à la politique de grande austérité menée depuis 2011, a conduit à une baisse de 3,5 points de la rentabilité du capital productif entre 2008 et 2012. Sans espoir de redressement, avec des taux de profitabilité proches de zéro, les entreprises joueront la carte du désendettement plutôt que celle de l'accroissement et de la modernisation des capacités de production.

Graphique 15. Rentabilité et profitabilité du capital productif



Sources : INSEE, calculs OFCE.

9. La rentabilité du capital se calcule comme le rapport entre d'un côté l'Excédent Brut d'Exploitation auquel on retranche la consommation de capital fixe et l'Impôt sur les sociétés que l'on rapporte de l'autre côté au stock de capital productif.

10. Le taux de profitabilité du capital productif est égal à la rentabilité du capital de laquelle on retranche les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux Sociétés non financières.

En 2014, l'investissement productif stagnerait quasiment (+0,2 % en moyenne annuelle), le redressement du taux d'utilisation étant insuffisant pour stimuler un courant soutenu de dépenses. Ensuite, la mise en place du crédit d'impôt de 10 milliards au titre du CICE en 2014, couplé à des gains de productivité permettant un arrêt de la dégradation des marges et du taux d'autofinancement, n'aggraverait plus la contrainte de financement des entreprises, mais sera impropre à sortir l'investissement de sa situation de blocage. Enfin, la persistance des politiques de rigueur budgétaire en Europe et en France étouffera toute possibilité d'enclenchement d'un effet d'accélérateur positif.

Au vu de la dégradation de leurs comptes, les entreprises ne pourront plus amortir les effets négatifs sur l'emploi de la politique de rigueur, sauf à prolonger l'effondrement du taux de marge à l'horizon 2014, hypothèse que nous avons exclue. L'économie française devrait donc renouer avec les destructions d'emplois, -152 000 et -113 000 emplois marchands perdus respectivement en 2013 et en 2014. Le cycle de productivité s'inverserait dans le courant de 2013, mettant fin au recul du taux de marge.

La réactivation du traitement social du chômage atténuera la dégradation de la situation du marché du travail d'ici à 2014. La politique de l'emploi s'appuiera largement sur le recours aux emplois aidés dans le secteur non-marchand (création de 143 000 emplois d'avenir au total en 2013 et 2014) et marchand (46 000 contrat de génération au total en 2013 et 2014)<sup>11</sup>. Le Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) stimulera aussi l'emploi dans les secteurs marchands, avec des créations nettes de 69 000 postes au total en 2013 et 2014.

Tous les déterminants de base de l'évolution du chômage restant mal orientés cette année et l'année prochaine, l'intervention publique sur le marché du travail ne pourra empêcher la

---

11. Pour lutter contre la reprise de la hausse du chômage, le Gouvernement Ayrault a institué de nouveaux dispositifs, les contrats de génération et les emplois d'avenir. Le contrat de génération vise à lutter à la fois contre le chômage des jeunes (moins de 30 ans) et celui des seniors (plus de 55 ans) par la création d'un CDI pour un jeune liée à la promesse de non-licenciement d'un senior sur une période de 5 ans. En contrepartie de cet engagement, l'entreprise recevra 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, jusqu'au départ en retraite du senior. Le dispositif « emplois d'avenir » s'inscrit dans la tradition des emplois aidés, principalement dans le secteur non marchand, avec un financement public à hauteur de 75 %.

poursuite inexorable de la hausse des demandeurs d'emploi d'ici à la fin 2014. Arrêt de la croissance, retournement de la productivité et pertes d'emplois élèveront le chômage vers de nouveaux sommets, qui, à 11,6 % de la population active à la fin 2014, battra le triste record de la première moitié de 1997 à 10,8 %. Le nombre de chômeurs au sens du Bureau international du travail (BIT) s'accroîtrait ainsi d'environ 200 000 personnes en 2013 et en 2014, soit plus de 400 000 en deux ans. De plus, l'évolution de la population active vient ajouter au déséquilibre du marché du travail, avec notamment l'arrivée dans la tranche des seniors des « baby-boomers » pour lesquels les taux d'activité, en particuliers féminins, sont plus élevés que pour les générations antérieures. S'y ajoutent l'extinction des dispositifs de préretraites et de dispense de recherche d'emplois, ainsi que l'impact de la réforme des retraites de 2010, entrée en application en juillet 2011, dont on peut estimer l'effet à 45 000 actifs supplémentaires chaque année.

L'annonce d'une baisse du revenu disponible brut réel (RDB) en 2012, pour la première fois depuis 1984, a confirmé s'il en était besoin que les ménages subissent de plein fouet l'effet de la rigueur, d'abord indirectement avec les pertes d'emploi qui ont amputé la croissance de la masse salariale, puis directement par l'augmentation des prélèvements obligatoires (tableau 5).

Aux prélèvements programmés par l'ancien gouvernement pour 2012, voisins de ceux de 2011, se sont ajoutés les prélèvements institués par la Loi de finances rectificative votée par la nouvelle majorité après l'élection de François Hollande, annulant les réformes fiscales du gouvernement précédent. Ainsi 4,2 milliards d'euros de prélèvements supplémentaires ont grevé le revenu des ménages en 2012. Pour 2013, les mesures précédentes concerneront l'année pleine, ce qui accentuera la contribution des ménages de 4,8 milliards d'euros, auxquels viendront s'ajouter les mesures décidées en Loi de finance initiale à l'automne 2012 qui porteront sur environ 10 milliards d'euros. La hausse de la pression fiscale et sociale représentera donc 15,7 milliards, avec la hausse discrétionnaire de l'IRPP (6,4 milliard), la hausse des prélèvements sociaux et des cotisations sociales (8,7 milliards d'euros) et enfin la réforme des droits de succession (1,1 milliard)<sup>12</sup>. Pour 2014, nous avons

---

12. Pour plus détails, voir la partie sur les finances publiques.

supposé que les prélèvements sur les ménages ne seraient pas augmentés et que la politique d'assainissement budgétaire passera par la modulation de la dépense publique.

Tableau 5. Éléments du compte des ménages

En %, volume, moyenne annuelle

	2012	2013	2014	Moyenne 2001-2007
<b>Revenu disponible brut</b>	-0,4	-0,4	0,3	2,2
<b>dont :</b>				
<b>Salaires bruts</b>	0,1	0	-0,1	1,9
<b>Cotisations sociales</b>	1,6	2,3	1,0	2,9
<b>Prestations sociales</b>	1,7	2,4	1,2	2,5
<b>EBE</b>	1,0	1,2	0,9	1,7
<b>Impôts sur le revenu</b>	8,1	10,4	2,4	0,8
<b>Déflateur de la consommation</b>	1,7	1,3	1,1	1,8
<b>Consommation</b>	-0,1	0	0,8	2,1
<b>Taux d'épargne (en % du RDB)</b>	16,0	15,6	15,2	15,3

\* L'excédent brut d'exploitation des ménages purs correspond aux loyers perçus par les ménages propriétaires ou aux loyers fictifs correspondant au logement qu'ils occupent en tant que propriétaires. L'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels correspond au solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles.

Sources : INSEE, calculs et prévision OFCE, avril 2013.

En 2012, face à un recul du RDB réel de -0,4 %, la consommation n'a baissé que de 0,1 %, la baisse du taux d'épargne ayant amorti l'effet des fluctuations du revenu sur la consommation. Le taux d'épargne s'est ainsi replié de -0,6 point entre la fin 2011 et la fin 2012. Mais la baisse actuelle revêt maintenant une autre signification que celle qui s'était opérée entre 2002 et 2008, quand la forte hausse de l'immobilier stimulait la consommation des ménages au-delà de la croissance de leur revenu (tableau 6), les plus-values permettant de limiter l'effort d'épargne. Désormais, elle traduit l'aggravation de la situation des ménages avec l'accentuation de la contrainte budgétaire et la nécessité, pour maintenir la consommation incompressible face à la baisse du revenu, de réduire l'épargne. Les déterminants du taux d'épargne resteront les mêmes en 2013 et en 2014. Le RDB diminuera encore en 2013, avant de se redresser très faiblement en 2014, ce qui poussera encore le taux d'épargne à la baisse. La poursuite de la hausse du chômage n'aura qu'un effet marginal inverse, la capacité des ménages à se constituer une épargne de précaution étant entamée par la faiblesse du revenu. Enfin, l'effet positif des plus-values immobilières sur la consommation n'est plus qu'un lointain souvenir.

Tableau 6. Les déterminants des variations du taux d'épargne en France

En points					
	2002-2008	2009-2011	2012	2013*	2014*
<b>Variations</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
Écart critique ( $g - r$ )**	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,1
Effet richesse immobilière	-1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation du chômage	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1
Ralentissement du revenu	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Mesures Sarkozy <sup>1</sup>	-0,1	—	—	—	—
Réforme fiscale	0,5	—	—	—	—

1. Pour plus de détails, se référer à Valérie Chauvin et alii. (2004) : « Évaluation du plan de relance de l'économie française », Document de travail de l'OFCE, 2004-04, mai. D'après l'INSEE, sur les 15 milliards d'euros rendus à la consommation par ces mesures, seuls 1,5 à 2 milliards ont été réellement dépensés et auraient alors permis une baisse de 0,2 point du taux d'épargne en 2004 compensée partiellement par une hausse de 0,1 point en 2005.

\* Préviation OFCE, avril 2013.

\*\* 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 résume la capacité des ménages à emprunter.

Une conjoncture exécrable et une situation de quasi-récession auront été le prix fort à payer pour réduire de 4,5 points de PIB le déficit public sur cinq ans. Ce dernier passerait ainsi de 7,5 % du PIB en 2009 à 3 % en 2014. Cet assainissement budgétaire aura été obtenu grâce un effort structurel de 6,1 points de PIB sur la période 2010-14, dont 5,8 points sur la seule période 2011-14. Mais parallèlement, les moindres recettes fiscales générées par l'effet sur l'activité de la politique d'austérité ont mené à un creusement des déficits conjoncturels (1,8 point de PIB, dont 2 sur la seule période 2011-14). Pour 2013, le gouvernement a renoncé à l'objectif des 3 %. Selon nos évaluations, le déficit devrait s'établir à 3,9 % du PIB, ce qui aurait pu conduire à un nouveau tour de vis budgétaire. Mais pour éviter d'aggraver la situation, le gouvernement a choisi de ne pas accentuer la rigueur qui reste identique à celle prévue à l'automne 2012. Elle représente malgré tout un effort historique en termes de redressement structurel des comptes publics (1,8 point de PIB, dont 1,4 point de hausse des taux de prélèvements obligatoires pour cette seule année).

Priment désormais pour 2014 les objectifs de déficit public que va se fixer le gouvernement. Avec une impulsion budgétaire de -0,6 point de PIB, conformément au programme pluriannuel de la Loi de finances pour 2013, le gouvernement n'atteindrait pas l'objectif des 3 % en 2014 (le déficit s'établirait à 3,4 % du PIB). Nous faisons

donc l'hypothèse d'un effort structurel supplémentaire de 0,8 point de PIB en 2014, soit au total 1,4 point, passant par des économies sur la dépense publique (1 point de PIB), ce qui sous-tend une réorientation des arbitrages budgétaires par la réduction des dépenses publiques plutôt que par la hausse des prélèvements obligatoires (0,4 point de PIB en 2014). L'effort de réduction des dépenses publiques serait alors historique, avec une baisse de -0,3 % en volume. Les effets multiplicateurs de la politique d'austérité, plus fort quand il s'agit d'un choc sur la dépense publique que sur les prélèvements obligatoires, seraient alors accentués. S'il s'avérait que le gouvernement fixe un objectif de déficit plus ambitieux, inférieur à 3 % du PIB, alors la rigueur en 2014 devrait être similaire à celle de 2013 avec le risque de faire basculer l'économie française dans la récession<sup>13</sup>.

Au total, l'économie française devrait connaître une quasi-stabilité de son activité à l'horizon 2014 : en moyenne annuelle, la croissance du PIB français serait de -0,2 % en 2012 et de 0,6 % en 2014. En s'établissant à un rythme très éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail<sup>14</sup> (tableau 7). Le taux de chômage devrait ainsi continuer d'augmenter régulièrement pour atteindre 11,6 % de la population active fin 2014.

Tableau 7. Évolution du marché du travail en France

Variations annuelles, en fin d'année (en milliers)

	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
<b>Population active observée</b>	198	14	178	171	92	99
<b>Emploi total</b>	-333	97	130	-91	-134	-88
- <i>Emplois marchands</i>	-363	67	146	-71	-152	-113
- <i>Emplois aidés non marchands</i>	38	44	-74	3	38	45
- <i>Autres emplois</i>	-8	-14	58	-26	-20	-20
<b>Chômage au sens du BIT</b>	531	-83	48	266	226	187
<b>Taux de chômage</b>	9,6	9,3	9,4	10,2	11,0	11,6

\* Prévision OFCE, avril 2013.

Sources : INSEE ; prévisions OFCE 2013 et 2014, e-mod.fr.

13. Ce scénario est détaillé dans la partie sur les risques.

14. Pour plus de détails, se référer à la partie sur l'emploi.

Tableau 8. Résumé de la prévision pour 2013 et 2014

En %, moyenne annuelle

	2010	2011	2012	2013*	2014*
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>
Importations	8,4	5,2	-0,3	0,1	1,7
Consommation des ménages	1,4	0,2	-0,1	0,0	0,8
Consommation des administrations	1,7	0,2	1,4	1,2	0,2
Investissement total	1,0	3,5	0,0	-1,9	-0,5
Exportations	9,2	5,5	2,5	0,9	2,2
<b>Contribution à la croissance</b>					
Demande intérieure hors stocks	1,5	0,9	0,3	-0,1	0,5
Variations de stocks	0,0	0,8	-1,0	-0,3	0,0
Solde extérieur	0,0	0,0	0,7	0,2	0,1
<b>Taux de croissance du PIB zone euro</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>
<b>Autres indicateurs</b>					
Inflation (Déflateur de la consommation)	1,1	2,1	1,9	1,6	1,6
Taux d'épargne (en % du RdB)	15,9	16,2	16,0	15,6	15,2
Taux de chômage	9,3	9,2	9,9	10,7	11,4
Solde public (en point de PIB)	7,1	5,2	4,8	3,9	3,0
Dette publique (en point de PIB)	82,4	85,8	90,2	93,3	94,8
<b>Taux de croissance du PIB (en glissement)</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* pour 2013 et 2014.

Par ailleurs, le déficit des administrations publiques devrait s'établir à 3,9 % du PIB en 2013 et 3 % en 2014, après 4,8 % en 2012, portant la dette publique à 93,3 % du PIB en 2013 et à 94,8 % en 2014, contre 90,2 % en 2012<sup>15</sup> (tableau 8).

## Les risques

Bien entendu des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2014.

Le plus important selon nous est lié aux respects des engagements budgétaires et à leurs incidences sur l'économie.

### Quel impact sur l'activité du respect des engagements budgétaires en zone euro ?

Dans notre prévision, intégrant un multiplicateur budgétaire égal à 1, le ralentissement de l'activité, plus fort que celui anticipé par le gouvernement, creuse le solde public conjoncturel en 2013

15. Pour plus de détails se référer à la partie sur les administrations publiques.



et ne permettra pas à la France de respecter son engagement de réduction de déficit à 2,3 % en 2014. Nous avons simulé un scénario dans lequel le gouvernement français tient coûte que coûte à respecter son engagement budgétaire quelle que soit la conjoncture. Si tel était le cas, cela nécessiterait un effort structurel deux fois supérieur à celui retenu dans notre prévision (2,8 points de PIB contre 1,4 point dans notre prévision).

Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,4 point en 2014 et maintiendrait l'économie française en récession (-0,8 % en 2014). Elle amplifierait les destructions d'emplois, au total 224 000 pertes. Il en résulterait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui dépasserait la barre des 12 % en s'établissant à 12,3 % en fin d'année (tableau 9).

**Tableau 9. Scénarios illustratifs des risques sur la croissance française**

En %

	2012	2013*	2014*
<b>Scénario central</b>			
PIB	0,0	-0,2	0,6
Solde des APU ( <i>en point de PIB</i> )	-4,8	-3,9	-3,0
Taux de chômage ( <i>fin d'année</i> )	10,2	11,0	11,6
Emploi marchand ( <i>en variation, milliers, fin d'année</i> )	-71	-152	-113
<b>Scénario où la France respecte son engagement de 2,3 % de déficit en 2014</b>			
PIB			-0,8
Solde des APU ( <i>en point de PIB</i> )			-2,3
Taux de chômage			12,3
Emploi marchand ( <i>en milliers</i> )			
en variation			-337
en écart au scénario central			-224
<b>Scénario de politiques d'austérité de 0,5 pt de PIB en France en 2014</b>			
PIB			1,4
Solde des APU ( <i>en point de PIB</i> )			-3,5
Taux de chômage ( <i>fin d'année</i> )			11,1
Emploi marchand ( <i>en milliers</i> )			
en variation			73
en écart au scénario central			186
<b>Scénario de politiques d'austérité de 0,5 pt de PIB en zone euro en 2014</b>			
PIB			1,6
Solde des APU ( <i>en point de PIB</i> )			-3,4
Taux de chômage ( <i>fin d'année</i> )			10,9
Emploi marchand ( <i>en milliers</i> )			
en variation			119
en écart au scénario central			232

\* Prévision OFCE, avril 2013.

Sources : INSEE ; calculs OFCE *e-mod.fr*.

## Que se passerait-il si la zone euro changeait de cap dès 2013 ?

Dans un contexte économique où le multiplicateur budgétaire est élevé, les objectifs fixés par les États membres paraissent déraisonnables et, dans l'hypothèse vraisemblable d'un multiplicateur proche de 1, ils ne seront pas tenus. En fait, pour tenir les objectifs, il est nécessaire que le multiplicateur soit faible, c'est-à-dire que les économies soient sorties de la situation de crise. Puisque tel n'est pas le cas, l'adoption d'une stratégie d'« austérité maîtrisée » paraît être plus adaptée à la conjoncture européenne. Elle consisterait à proposer aux pays de la zone euro un effort structurel plus mesuré, permettant aux pays les plus en difficulté, et donc les plus contraints à une rigueur qui précipite leurs économies dans une spirale redoutable, d'adopter une réduction plus lente de leurs déficits.

Une illustration possible de ce changement de cap, déjà évoquée par Heyer et Timbeau en mai 2012<sup>16</sup>, supposerait que les impulsions budgétaires négatives soient de -0,5 point de PIB au lieu de -1,0 point prévu au total dans la zone euro en 2014. Cet effort budgétaire plus faible pourrait être répété jusqu'à ce que le déficit public ou la dette publique atteigne un objectif à définir. Par rapport aux plans actuels, parce que l'effort serait plus mesuré, le fardeau de l'ajustement pèserait de façon plus juste sur les contribuables de chaque pays, évitant l'écueil des coupes sombres dans les budgets publics.

Le tableau 9 résume le résultat de cette simulation pour l'économie française en 2014. Moins d'austérité conduit certes à une réduction plus lente des déficits publics (-3,4 % en 2014 contre -3,0 % dans notre scénario central) mais également et surtout à plus de croissance économique (1,6 % contre 0,6 %). Notre simulation tient compte également des effets croisés entre pays *via* le commerce extérieur. Ce scénario « moins d'austérité », permettrait à l'économie française de créer 119 000 emplois en 2014 soit 232 000 de plus que dans notre scénario central et le chômage baisserait au lieu de continuer à augmenter.

---

16. . Eric Heyer et Xavier Timbeau, 2012, « Moins d'austérité = plus de croissance et moins de chômage », Blog de l'OFCE, mai.

En concourant à la soutenabilité des finances publiques par un meilleur équilibre entre restriction budgétaire et croissance et emploi, cette stratégie nous paraît être est la seule voie de retour à la stabilité sociale, économique et budgétaire.

## 2. Marché du travail : sur la mauvaise pente

La dégradation du marché du travail, qui a repris au second semestre 2011, s'est poursuivie tout au long de l'année 2012. La quasi-stagnation des emplois aidés dans le secteur non marchand (+3 000 emplois) n'a pas permis de compenser les destructions d'emplois dans le secteur marchand (-71 000 emplois). Au total, ce sont 70 000 emplois qui ont été détruits en 2012, dans un contexte de forte augmentation de la population active (+171 000 personnes). Le nombre de chômeurs a donc poursuivi sa progression (+266 000 personnes), portant le taux de chômage en France métropolitaine à 10,2 % de la population active au quatrième trimestre 2012, contre 9,4 % un an auparavant (tableau 10).

Tableau 10. Emploi et chômage

Variations annuelles, en milliers, au dernier trimestre

Glissement annuel	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
Population active observée	16	198	14	178	171	92	99
Emploi total	-68	-333	97	130	-95	-134	-88
- Emplois marchands	-78	-363	67	146	-71	-152	-113
- Emplois aidés non marchands	-77	38	44	-74	3	38	45
- Autres emplois	87	-8	-14	58	-26	-20	-20
Chômage	84	531	-83	48	266	226	187

\* Préviation OFCE, avril 2013.

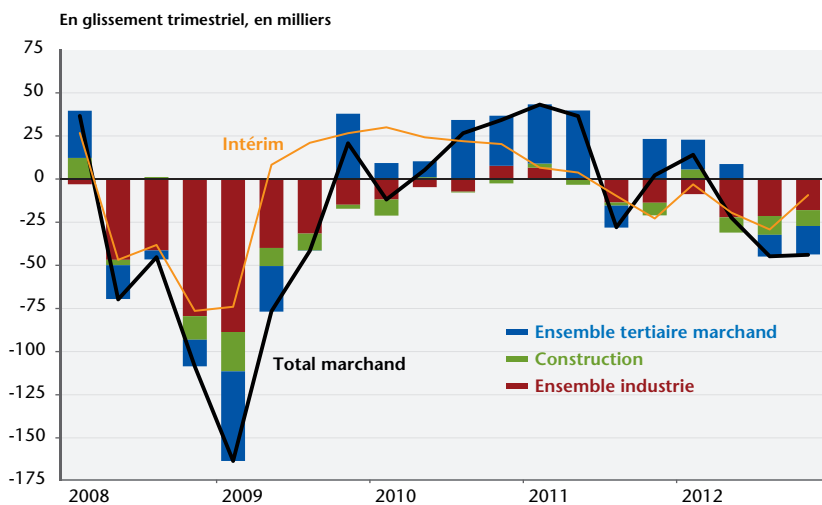
Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE.

À l'horizon de notre prévision, l'atonie de la croissance conjuguée au redressement progressif d'un cycle de productivité très dégradé pèsera encore sur l'emploi marchand. La politique de l'emploi viendra cependant atténuer les destructions d'emplois marchands – *via* le CICE et les contrats de génération –, et compenser en partie ces destructions par la création d'emplois aidés dans le secteur non-marchand – emplois d'avenir. Ces dispositifs ne parviendront pourtant pas à endiguer la hausse du chômage à l'horizon 2014.

## Emplois marchands : une dégradation qui concerne désormais l'ensemble des secteurs

Avec la rechute de la croissance économique en 2012, le processus de destructions d'emplois s'est accéléré au fil de l'année. Les 86 300 destructions d'emplois dans le secteur marchand au second semestre 2012 ont ainsi marqué la pire dégradation enregistrée depuis 2009. Les destructions d'emplois dans l'intérim se sont poursuivies au second semestre et la dégradation de l'emploi marchand a attaqué le noyau dur de l'emploi, comme en atteste la montée en puissance des ruptures conventionnelles au cours de l'année – qui se sont largement substituées aux licenciements économiques depuis leur création. Au cours des deux derniers trimestres de l'année 2012, les destructions d'emplois ont atteint l'ensemble des secteurs. Le graphique 16 montre la décomposition de l'évolution de l'emploi entre les différents secteurs, après correction de l'emploi intérimaire. Il apparaît que si l'industrie demeure le secteur le plus sinistré (- 1,1 % au second semestre 2012), le secteur des services résiste de moins en moins à la dégradation de la conjoncture (- 0,3 %). Tous les indicateurs les plus récents – offres d'emplois collectées par Pôle emploi, indicateurs d'intentions d'embauches, ... – vont dans le sens d'un marché du travail à l'arrêt jusqu'aux premiers mois de l'année 2013.

Graphique 16. Évolution de l'emploi corrigé de l'intérim



Source : DARES.

## La productivité dégradée limite la capacité à amortir le choc

Notre analyse de l'évolution de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité (encadré 1) : en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent la confirmation de la baisse de l'activité avant de procéder à des réductions d'effectifs, ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation de la productivité des entreprises. Ce n'est que dans un second temps qu'elles procèdent à des suppressions de postes. Le ralentissement de l'activité se traduit donc d'abord par celui de la productivité et par le creusement du cycle de productivité qui se rétablit progressivement, passé le creux d'activité.

### Encadré 1. Équations d'emploi

Notre analyse et nos prévisions d'emploi s'appuient largement sur le cycle de productivité, c'est-à-dire l'écart de productivité par rapport à la tendance de long terme. Ce cycle de productivité est calculé à l'aide d'une équation d'emploi écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Nous avons estimé ces équations pour les secteurs de l'industrie, des services marchands et pour l'ensemble du secteur marchand. Ces équations sont estimées sur la période 1980-2010, avec une fréquence trimestrielle. Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. À long terme, la productivité dépend d'une tendance linéaire – qui comporte une rupture au quatrième trimestre 1992, que l'on explique par les allègements de charge sur les bas salaires qui ont enrichi la croissance en emploi –, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme intègre quant à elle les variations passées et présentes de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande et les variations passées de l'emploi.

$$d \log L_{s,t} = \alpha_{s,1} * d \log Q_{s,t} + \alpha_{s,2} * d \log Q_{s,t-1} - \alpha_{s,3} * d \log H_{ts,t-1} \\ - \lambda \left( \underbrace{\log \left( \frac{L_{s,t-1}}{Q_{s,t-1}} \right) + \beta_{s,1} \log \left( \frac{W_{ts,t-1}}{P_{s,t-1}} \right) + \beta_{s,2} * \log H_{Ls,t-1} - \beta_{s,3} * t + \beta_{s,4} * t_{92}}_{\text{relation de long terme}} \right) + \varepsilon_{s,t}$$

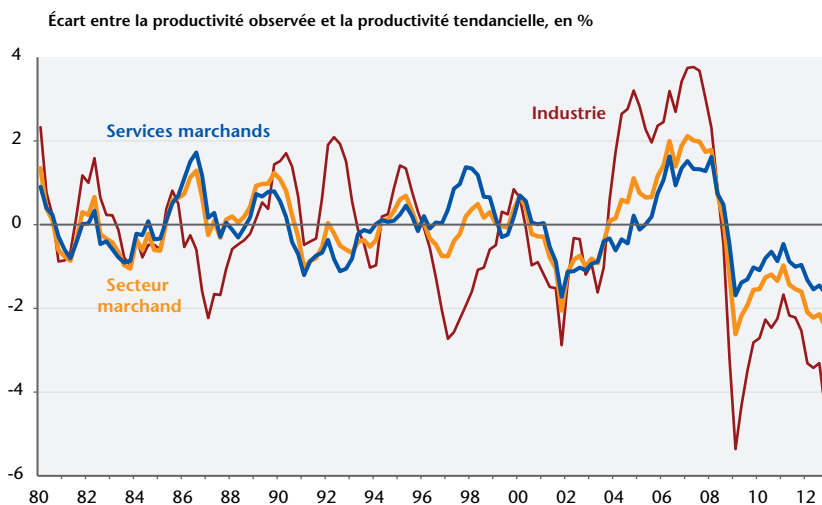
avec

- L représentant l'emploi salarié du secteur marchand ;
- Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand ;
- HL représentant la durée du travail du secteur marchand ;
- W représentant le salaire par tête dans le secteur marchand ;

Dans les trois équations, les variables ont toutes des coefficients significativement différents de 0, et avec le signe attendu. Les statistiques de *student* associées aux coefficients des relations de long terme valident l'hypothèse de relations de cointégration entre ces variables. Ces équations estiment les tendances de productivité de long terme à 2,4 % par an jusqu'en 1992 pour l'ensemble du secteur marchand (1,5 % pour les services et 3,5 % pour l'industrie), et 0,9 % après 1992 (0,7 % pour les services et 2,1 % pour l'industrie). Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Nous avons estimé des équations d'emploi sectorielles, et présentons sur le graphique 17 les cycles de productivité dans les secteurs de l'industrie, des services marchands, et pour l'ensemble du secteur marchand. Il apparaît qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et fin 2010, la rechute de l'activité a à nouveau tiré la productivité à la baisse à partir du premier trimestre 2011. Le cycle a donc repris sa chute, se rapprochant fin 2012 – après un quatrième trimestre de baisse de l'activité de -0,3 % du PIB – des plus bas historiques enregistrés en 2009. C'est dans l'industrie que la productivité demeure la plus dégradée, avec un cycle à -4,4 % de la tendance, contre -1,6 % dans les services marchands, et -2,4 % dans l'ensemble du secteur

Graphique 17. Cycles de productivité par tête



Sources : INSEE, calculs OFCE.

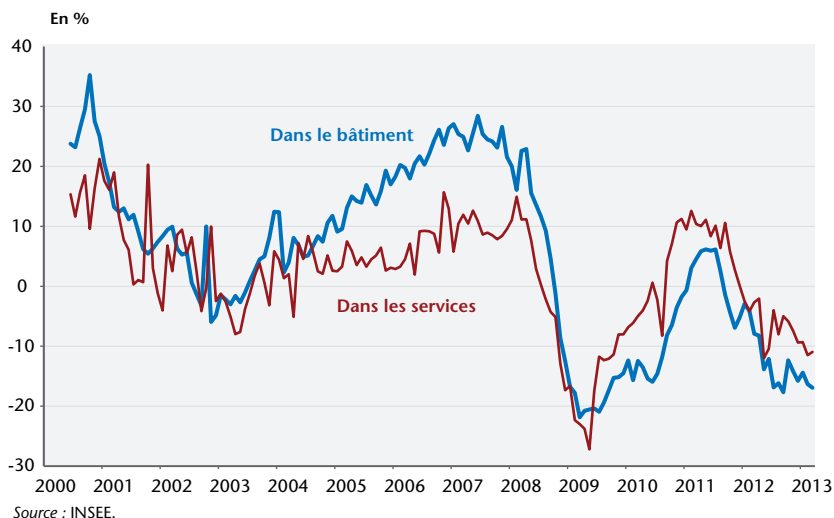
marchand. Une telle dégradation du cycle de productivité a permis d'épargner à l'économie française la destruction de 450 000 emplois supplémentaires. Ces destructions d'emplois demeurent latentes, si la productivité devait retrouver son chemin de long terme. Si la tendance de long terme devait être révisée à la baisse, les pertes d'emplois seraient plus modérées, mais la perte de productivité se traduirait à terme par des baisses de salaires.

Comme nous le soulignons lors de notre dernière prévision, il existe cependant une incertitude importante concernant la tendance de productivité de sortie de crise. Au vu de la reprise de l'emploi d'une intensité surprenante lors du rebond de croissance de 2010, il est possible que le chemin de productivité soit désormais moins dynamique et que le cycle de productivité s'avère par conséquent moins dégradé que nous l'envisagions. Pour autant, un ensemble d'éléments convergent dans le sens de cycles de productivité encore dégradés, même s'il est difficile d'en évaluer précisément l'ampleur. Par conséquent, l'hypothèse de rebond modéré du cycle de productivité que nous inscrivons – avec une fermeture de la moitié seulement du cycle de productivité à l'horizon de la prévision – demeure compatible avec un tel scénario.

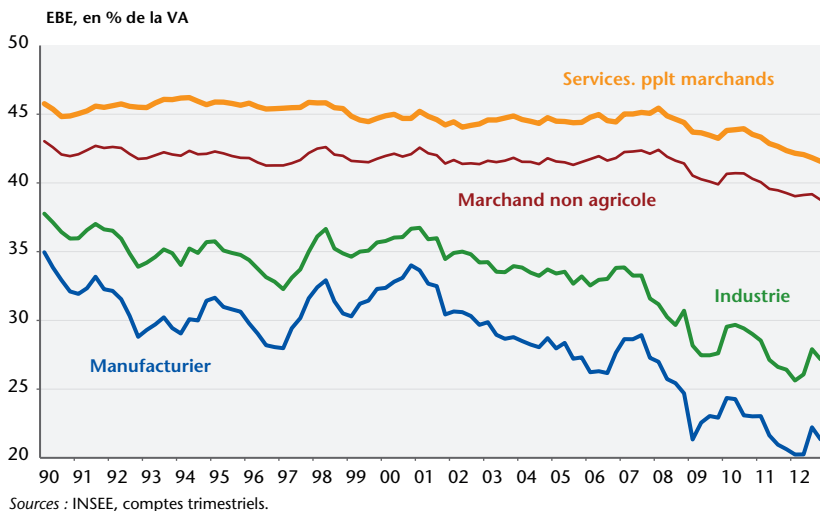
D'abord, les enquêtes de conjoncture montrent que les entreprises s'estiment toujours en surcapacité de production. La perception des entreprises de goulots de production pour insuffisance de personnel est au plus bas (4,4 % des entreprises du bâtiment, par exemple, souffrent d'une insuffisance de personnel contre 16 % en moyenne sur longue période), ce qui plaide en faveur de la présence de sureffectifs dans un certain nombre d'entreprises (graphique 18).

Ensuite, et surtout, les taux de marge des entreprises demeurent extrêmement bas. Le graphique 19 détaille l'évolution des taux de marge dans les secteurs de l'industrie (et de l'industrie manufacturière en particulier), des services marchands, et dans l'ensemble du secteur marchand. Dans tous les secteurs, les taux de marges des entreprises demeurent bien en deçà de leur moyenne de long terme. L'industrie est particulièrement touchée, conséquence des fortes surcapacités de production en présence dans le secteur.

Graphique 18. Tendence prévue des effectifs dans les enquêtes de conjoncture



Graphique 19. Taux de marge sectoriel



Le tableau 11 montre la décomposition de l'évolution du taux de marge dans le secteur marchand selon ses différentes composantes (dont le mode de calcul est détaillé dans l'encadré 2). Habituellement – comme l'illustre la période 2002-2007 –, l'évolution du taux de marge augmente avec la productivité et les prix de la valeur ajoutée marchande, tandis que les salaires jouent à la



baisse. La comparaison avec la période 2002-2007 montre que la dégradation des marges depuis 2007 s'explique essentiellement par l'atonie de la productivité (qui avait contribué à hauteur de +4,6 points à l'évolution du taux de marge sur la période précédente). Dans le même temps, la contribution des salaires à l'évolution du taux de marge marchand montre le maintien des salaires, qui conservent une croissance positive à l'inverse d'un certain nombre de voisins européens qui connaissent aujourd'hui un ralentissement, voire une déflation salariale (Espagne, Grèce, Portugal). La crise du marché du travail n'a donc pas débouché sur une contraction des salaires, comme le montre le tableau 11 – le salaire réel moyen chargé a augmenté de 0,9 % par an depuis 2007, contre 1 % entre 2002 et 2007 –, ce qui tend, pour l'instant, à confirmer le diagnostic d'un cycle de productivité dégradé. Si les entreprises envisageaient la perte de productivité comme définitive, une baisse des salaires comparables devrait être mise en œuvre. Si les salaires se maintiennent en France, la seule source de rétablissement des marges des entreprises sera donc le redressement du cycle de productivité. Or, si les entreprises choisissaient de rétablir leur taux de marge de 3 points par le seul biais de la productivité, pour retrouver la moyenne observée au cours de vingt dernières années, cela nécessiterait un bond de productivité de plus de 5 % (soit des destructions de l'ordre d'un million d'emplois).

**Tableau 11. Décomposition de l'évolution du taux de marge**

En % de la VA

	Taux de marge	Productivité	Prix	Salaire réel	Autre
2002-2007	0,4	4,6	-1,1	-2,8	-0,3
2007-2012	-3,4	-0,2	0,0	-2,5	-0,7

Source : INSEE, calculs de l'auteur.

### Encadré 2. Calcul des contributions à l'évolution du taux de marge

Le taux de marge est défini comme le ratio de l'excédent brut d'exploitation (EBE) sur la valeur ajoutée en valeur (VA) :  $tx\ marge = ebe / va_{val}$

Or,  $va_{val} = ebe + rs + (ip - se)$

Où  $rs$  est la rémunération des salariés,  $ip$  les impôts sur la production et  $se$  les subventions d'exploitation

$$\text{Donc : } tx\ marge = \frac{ebe}{va_{val}} = 1 - \frac{rs}{va_{val}} - \frac{ip - se}{va_{val}}$$

On approxime en négligeant les variations d'impôts et subventions :

$$tx\ marge_t \approx 1 - \frac{rs}{va_{val}}$$

$$D'où : d(tx\ marge_t) \approx -\left(\frac{ms_{t-1}}{va_{val,t-1}}\right) * g\left(\frac{ms_t}{va_{val,t}}\right)$$

Soit

$$d(tx\ marge_t) \approx -\left(\frac{ms_{t-1}}{va_{val,t-1}}\right) * g\left(\frac{ms_t}{emp_t * P_{C,t}} * \frac{P_{C,t}}{P_{va,t}} * \frac{emp_t}{va_{vol,t}}\right)$$

salaires réels
ratio prix
productivité

Où PC est l'indice des prix à la consommation, PVA celui du prix de valeur ajoutée et  $VA_{val}$  la valeur ajoutée en volume.

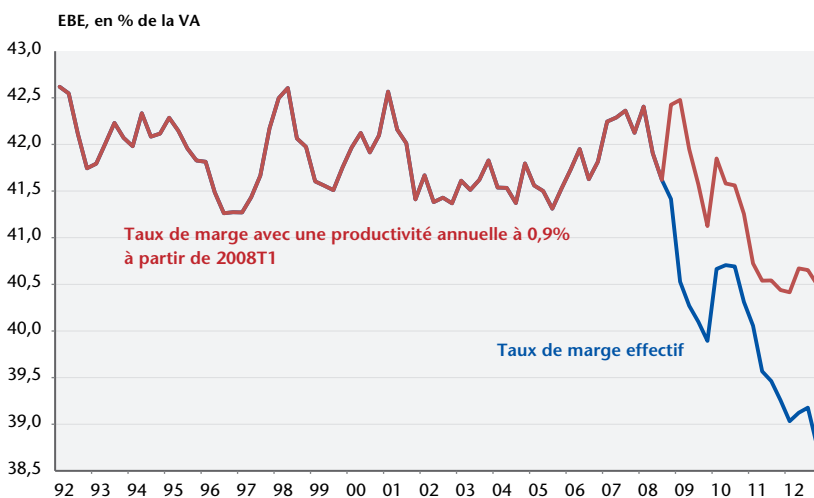
On en déduit l'équation de décomposition du taux de marge :

$$d(tx\ marge_t) \approx$$

$$\left(\frac{ms_{t-1}}{va_{val,t-1}}\right) * (g(productivité_t) + g(ratio\ prix_t) - g(salaires\ réels_t)) + res$$

Afin de mesurer l'impact de la productivité sur les marges des entreprises, le graphique 20 simule l'évolution du taux de marge, en supposant le cycle de productivité à l'équilibre à partir du troisième trimestre 2008 (date à laquelle il revient à l'équilibre).

Graphique 20. Taux de marge des SNF



Source : INSEE, calculs OFCE.

La simulation repose donc sur une évolution inchangée des salaires et des prix, mais avec un rythme de productivité plus dynamique, à 0,9 % annuel sur la période quatrième trimestre 2008-quatrième trimestre 2012. On voit sur le graphique qu'un tel scénario de productivité permet d'amortir de moitié la dégradation du taux de marge des entreprises. Si les entreprises choisissent de rétablir leurs marges par la seule productivité, cela équivaldrait à 450 000 destructions d'emplois pour retrouver le niveau de taux de marge simulé dans le graphique 20, et près d'un million d'emplois pour revenir au taux de marge moyen des années 1990-2007 (soit une hausse de près de 3 points du taux de marge).

### Quel impact de la politique de l'emploi ?

Face à cette dégradation, le gouvernement a pris un certain nombre de mesures qui viendront atténuer l'impact du redressement spontané du cycle de productivité sur l'emploi marchand. *Via* la baisse du coût du travail sur les bas salaires, le CICE et le contrat de génération permettront en effet de ralentir les destructions d'emplois marchands, et les emplois d'avenir de compenser en partie ces destructions *via* des créations d'emplois dans le secteur non-marchand. Nous n'avons pas intégré dans cette prévision l'impact de l'accord issu de la négociation sur la « sécurisation de l'emploi », finalisée le 11 janvier par le patronat et trois syndicats. Il est difficile à ce stade – sans en connaître encore les arbitrages – d'évaluer l'usage qui sera fait dans les entreprises de la possibilité de négocier une baisse du temps de travail ou de la rémunération contre le maintien de l'emploi. Notre prévision repose donc sur une stabilité du temps de travail, qui pourrait être remise en cause par la conjonction de cet accord et de la suppression de la défiscalisation des heures supplémentaires dans le courant de l'année 2012.

### CICE

À la suite de la remise du rapport Gallois, le gouvernement a annoncé l'instauration du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), visant à restaurer la compétitivité des entreprises françaises. Ouvert à toutes les entreprises, le CICE sera égal à 6 % de la masse salariale, hors cotisations patronales, correspondant aux salaires de moins de 2,5 SMIC. Selon l'évaluation réalisée par

Mathieu Plane<sup>17</sup>, le CICE diminuerait en moyenne de 2,6 % le coût du travail du secteur marchand : l'impact sectoriel le plus fort sur le coût du travail serait dans la construction (-3,0 %), l'industrie (-2,8 %) et les services marchands (-2,4 %). En abaissant le coût du travail pour les bas salaires, le CICE créerait donc de l'emploi, à la fois en favorisant la substitution du travail au capital et grâce aux gains de compétitivité.

Le CICE ouvrira des droits dès 2014, calculés sur l'exercice de 2013. Il aura néanmoins des effets positifs sur la croissance dès 2013 (+0,2 %), mais les effets sur l'emploi (+23 000 en 2013) sont plus lents en raison de la montée en charge du dispositif. En revanche, malgré un impact du CICE légèrement récessif de 2014, la substitution du travail au capital due à la baisse du coût relatif du travail accroîtra l'emploi *via* des moindres gains de productivité. Au final, selon cette évaluation, réalisée à l'aide du modèle *e-mod.fr*, le CICE créerait en 2018, soit cinq ans après sa mise en place, 152 000 emplois permettant une baisse du taux de chômage de 0,6 point. A l'horizon de notre prévision, il créerait 23 000 emplois dès 2013, et 46 000 en 2014.

### Contrat de génération

Cette mesure vise à la fois le chômage des jeunes (moins de 30 ans) et celui des seniors (plus de 55 ans). Elle consiste en la création d'un CDI pour un jeune, liée à la promesse de non-licenciement d'un senior sur une période de 5 ans. En contrepartie de cet engagement, l'entreprise recevra 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.

Comme nous le détaillons dans la note de juillet 2012<sup>18</sup>, le risque de ce type de mesure est de générer des effets d'aubaine importants. Les entreprises profiteraient de ces aides y compris pour des emplois qui auraient été créés de toute façon, même en l'absence de la mesure. Les modalités de mise en œuvre devraient limiter ce risque : d'abord, les aides liées à la mise en place du

---

17. Voir Mathieu Plane (2012), « Évaluation de l'impact économique du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) », *Revue de l'OFCE/Débats et politiques*, n° 126.

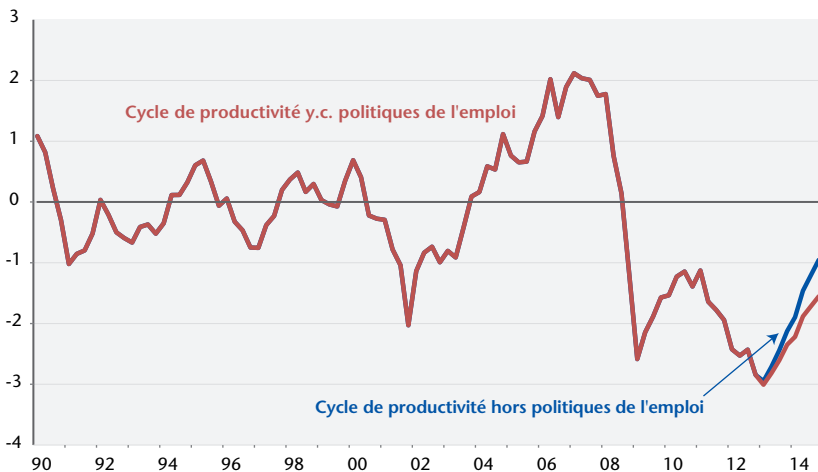
18. Voir Allègre *et al.* (2012), « Quels effets du contrat de génération sur l'emploi et les finances publiques ? », *Revue de l'OFCE/Prévisions*, Hors-série 2012

contrat de génération seront réservées aux entreprises de moins de 300 salariés. Les entreprises de plus de 300 salariés, où le risque d'effet d'aubaine est le plus important, seront contraintes de mettre en place le dispositif sous peine de sanctions financières. Ensuite, le montant forfaitaire de 2 000 euros correspond à une exonération totale des charges patronales au niveau du SMIC, et est dégressive en proportion du salaire au-delà. Cela permet donc de limiter l'effet d'aubaine, dans la mesure où l'élasticité de l'emploi au coût du travail est plus élevée pour les bas salaires.

L'évaluation des effets de la mesure effectivement décidée correspondrait donc à l'hypothèse la plus favorable que nous avons retenue, à savoir 99 000 créations d'emplois dans le secteur marchand pour la signature de 500 000 contrats de génération. La mise en place du contrat étant étalée sur l'ensemble du quinquennat, ce sont 100 000 contrats de génération qui seront signés en 2013, ce qui correspond à une création nette de 20 000 emplois en 2013 et 26 000 en 2014.

Au final, les créations d'emplois marchands associées à ces deux dispositifs atténueront le rebond du cycle de productivité (graphique 21), et limiteront les destructions d'emploi marchand à -152 000 en 2013, et -113 000 en 2014, contre les destructions de -214 000 et -147 000 emplois obtenus dans nos simulations sans tenir compte de la politique de l'emploi.

**Graphique 21. Prévisions du cycle de productivité marchand, avec et sans politique de l'emploi**



Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs de l'auteur.

## Emploi non marchand : une relance timide

Face à la dégradation du marché du travail, le traitement social du chômage a été légèrement réactivé en 2012. La signature de 403 100 contrats en 2012 a permis d'interrompre le mouvement de destructions d'emplois aidés dans le secteur non-marchand observé en 2011. Après un rebond en cours d'année, ces contrats concernaient 213 600 personnes fin 2012, contre 210 100 fin 2011.

Si le nombre de contrats budgétés en début d'année 2012 était le même qu'un an auparavant (340 000, auxquels s'ajoutaient 50 000 emplois dans le secteur marchand), les deux tiers (soit 225 000 contrats) devaient être concentrés sur le premier semestre. Le nombre de personnes concernées par le dispositif a donc crû au premier semestre, atteignant près de 240 000 en mai 2012. Face à l'effondrement annoncé au second semestre (115 000 emplois seulement étaient budgétés au second semestre), le gouvernement Ayrault a donc annoncé en juin 2012 une rallonge de 80 000 contrats, dont 60 000 dans le secteur non-marchand. Un nouveau coup de pouce, portant sur 40 000 contrats, a ensuite été annoncé en octobre 2012. Ce qui porte à 205 000 le nombre de signatures de contrats au second semestre, et 440 000 sur l'année. Grâce à des rallonges successives (dont on peut estimer le coût pour l'État à environ 800 millions d'euros), le nombre de personnes concernées par ce dispositif s'est stabilisé en fin de l'année, au lieu de l'effondrement attendu.

Avec la création des « emplois d'avenir », l'année 2013 verra une montée en charge des emplois aidés dans le secteur non marchand (encadré 3). En plus du report des 340 000 Contrats uniques d'insertion (CUI-CAE) (390 000 avec le secteur marchand), est programmée l'introduction progressive des emplois d'avenir, dont le nombre devrait atteindre 100 000 en fin d'année. Notons tout de même qu'il existe un effet d'aubaine de l'ordre de 20 % pour ce type de dispositif, c'est-à-dire que 20 % des emplois créés dans le cadre des emplois d'avenir l'auraient été, même en l'absence de la subvention – l'effet d'aubaine est particulièrement important dans les collectivités locales, voir Heyer et Plane<sup>19</sup>. L'impact net est donc de 80 000 créations d'emploi en 2013, et 40 000 en 2014. À ces effectifs viendront s'ajouter 50 000 nouveaux emplois d'avenir en

---

19. Heyer et Plane (2012), « Les emplois d'avenir : quel impact sur l'emploi et les finances publiques ? », *Revue de l'OFCE/Prévisions*, Hors-série 2012

2014. L'impact de ces créations d'emploi sera d'autant plus important qu'il s'agit de contrats longs (3 ans), à la différence des CUI-CAE (d'une durée moyenne de 8 mois). Les personnes recrutées en 2012 seront encore en emploi en 2013, et les créations d'emplois d'avenir de 2014 seront bien des créations nettes d'emplois, et non des remplacements de contrats expirés. Au total, les effectifs totaux des salariés en emploi aidé dans le secteur non marchand devraient atteindre 269 100 personnes fin 2013, et 325 400 fin 2014 – soit une augmentation de plus de 55 000 personnes chaque année (tableau 12 et graphique 22).

### Encadré 3. Les emplois d'avenir

Les emplois d'avenir sont un nouveau type de contrats aidés, financés à 75 % par l'État. À l'instar des emplois-jeunes de l'époque Jospin, ces contrats présentent des particularités qui visent à éviter certains effets pervers observés dans d'autres types de contrats :

— Comme les emplois-jeunes, les emplois d'avenir seront des emplois à temps plein et de longue durée (1 à 3 ans). Après la multiplication, pendant une décennie, des contrats courts (9 mois en moyenne pour les Contrats Emploi Solidarité (CES), Contrat d'Accès à l'Emploi (CAE), contrats d'avenir), le retour à des emplois aidés plus durables devraient favoriser l'insertion des jeunes concernés et l'acquisition de compétences. Le ciblage d'activités susceptibles d'offrir des perspectives de recrutement à long terme (filières vertes et numériques, médico-sociales, tourisme, ...) reflète également cette volonté de se placer dans une perspective d'insertion durable.

— Le dispositif est beaucoup plus ciblé que ne l'étaient les emplois-jeunes. Il concernera en premier lieu les jeunes de moins de 25 ans peu ou pas diplômés, en particulier dans les zones urbaines sensibles et les zones rurales. Cette différence majeure répond aux critiques récurrentes adressées aux emplois-jeunes, qui ont souvent été proposés à des jeunes trop qualifiés. Pour ces jeunes-là, les emplois-jeunes ont souvent été synonymes de déclassement et de déqualification, et cette première expérience a pesé sur leur évolution professionnelle et salariale.

Dans ses modalités et ses objectifs, le dispositif met l'accent sur l'insertion et la qualification des jeunes les plus éloignés du marché du travail, qui se trouvent aujourd'hui en bout de file d'attente sur un marché du travail très dégradé. En outre, l'impact sur le chômage de ce type de contrats aidés est important dans la mesure où les effets d'aubaine sont beaucoup plus faibles dans le secteur non-marchand que dans le secteur marchand (20 %, contre 70 à 80 % dans le secteur marchand). Rappelons tout de même que l'effet de ces créations d'emplois d'avenir sera atténué par la baisse du nombre de CUI-CAE (voir plus haut).

Tableau 12. Contrats aidés dans le secteur non marchand, France métropolitaine

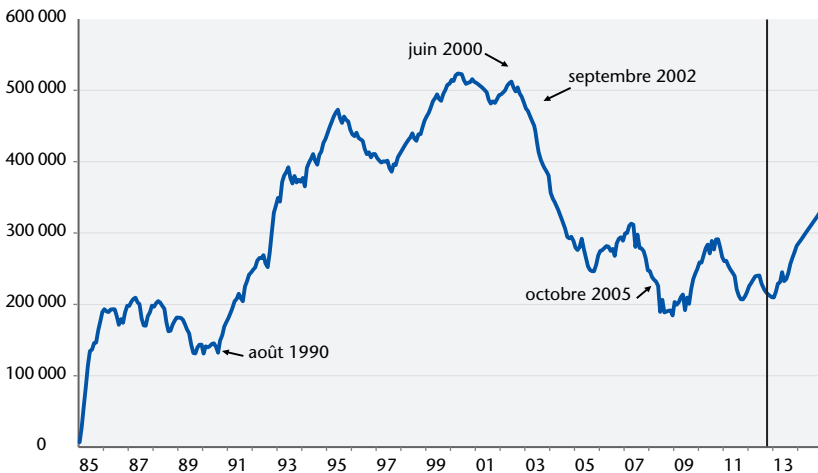
En fin d'année (T4)

		CAE	CA	CUI-CAE	EAV	TOTAL
<b>Durée du contrat (en mois)</b>		9	11	8	36	—
<b>Entrées (en milliers)</b>	2008	169,0	106,3	0,0	0,0	276,3
	2009	260,3	98,0	0,0	0,0	366,3
	2010	0,0	0,0	377,0	0,0	385,2
	2011	0,0	0,0	356,4	0,0	365,1
	2012	0,0	0,0	394,7	0,0	403,1
	2013	0,0	0,0	340,0	100,0	448,4
	2014	0,0	0,0	340,0	50,0	398,4
<b>Effectifs (en milliers)</b>	2008	103,3	81,4	0,0	0,0	190,0
	2009	156,4	70,1	0,0	0,0	238,1
	2010	19,7	7,6	244,7	0,0	283,2
	2011	1,0	0,6	196,3	0,0	210,1
	2012	0,0	0,0	201,2	0,0	213,6
	2013	0,0	0,0	169,2	87,5	269,1
	2014	0,0	0,0	169,2	143,7	325,4

Légende : Les contrats aidés du secteur non marchand comprennent les contrats d'accompagnement à l'emploi (CAE), les contrats d'avenir (CA), les contrats uniques d'insertion (CUI-CAE) et les emplois d'avenir (EAV), qui seront mis en place en 2013.

Source : INSEE et ministère du Travail, prévision OFCE, avril 2013.

Graphique 22. Emplois aidés dans le secteur non marchand



Source : DARES.



## Chômage

Le chômage a à nouveau bondi en 2012 (+266 000 chômeurs en glissement annuel), du fait des 95 000 destructions d'emplois, et du dynamisme de la population active (+171 000 personnes).

Cette forte hausse de la population active est surprenante. En effet, un ensemble d'éléments allait dans le sens d'un ralentissement de la population active en 2012, par rapport à 2011 :

- d'abord, la population active ralentit structurellement pour des raisons démographiques liées aux départs en retraite de la génération du baby-boom ;
- ensuite, la dégradation de la situation du marché du travail pèse traditionnellement sur la population active, *via* un effet de retrait du marché du travail des chômeurs découragés ou une dissuasion à l'entrée des jeunes qui peuvent retarder leur passage à la vie active ou des femmes qui s'étaient arrêtées de travailler pour élever leurs enfants, mais aussi des conventions d'accompagnement et de formation des nouveaux chômeurs *typé* CRP/CTP/CSP.

Le seul élément qui pouvait pousser à la hausse de la population active est la forte hausse du taux d'activité des seniors – impulsée par l'arrêt des dispositifs de retraits d'activité anticipés et l'impact de la réforme de retraite de 2010. Il ne permet toutefois pas d'expliquer l'ampleur de l'augmentation de la population active. Le défaut de bouclage – c'est-à-dire l'écart entre les évolutions observées et théoriques de la population active – est donc très positif – +94 000 personnes pour l'année 2012. L'ampleur de ce défaut de bouclage n'est cependant pas exceptionnelle, notamment sur la période récente, et on observe qu'il est quasi nul en moyenne sur l'ensemble des 10 dernières années. Pour autant, on peut s'attendre à des révisions à la baisse des chiffres de l'emploi pour l'année en 2012 – les chiffres du chômage étant très peu révisés –, ce qui permettrait de rapprocher les chiffres de la population active de leur niveau théorique.

À l'horizon de notre prévision, nous ne maintenons pas le défaut de bouclage et la population active devrait donc ralentir (+89 000 personnes en 2013 et +99 000 en 2014), tandis que les destructions d'emplois se poursuivraient (-134 000 emplois en 2013 et -88 000 en 2014). Le chômage poursuivrait donc sa hausse au cours de ces

deux années (environ +230 000 personnes en 2013 et +190 000 en 2014). Le taux de chômage en France métropolitaine franchirait donc la barre des 11 % au quatrième trimestre 2013, et atteindrait 11,6 % de la population active fin 2014. Il dépasserait d'ici la fin de l'année le pic historique atteint au premier semestre 1997 (soit 10,8 % de la population active), sans perspective d'inversion de la tendance à l'horizon de notre prévision (tableau 13).

**Tableau 13. Projections de population active**

En milliers

Glissement annuel	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
<b>Population active potentielle</b>	163	62	131	166	77	92	99
- Projection tendancielle au sens du BIT	229	214	147	158	135	127	132
- Effet de flexion	-58	-99	-9	-9	-43	-25	-21
- Effet retraits d'activité CTP/CRP/CSP	-8	-54	-7	17	-15	-13	-12
<b>Population active observée</b>	16	198	14	178	171	92	99
<b>Défaut de bouclage</b>	-147	136	-117	12	94	0	0

\* prévision OFCE, avril 2013.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE.

Le tableau 14 montre l'impact agrégé des différents dispositifs de politique de l'emploi détaillés précédemment sur l'évolution de l'emploi et du chômage à l'horizon de notre prévision. Il apparaît que sans ces dispositifs, la hausse du chômage aurait été supérieure à nos prévisions de 68 000 personnes en 2013 et 99 000 en 2014. Le taux chômage aurait ainsi atteint 11,3 % de la population active fin 2013, et 12,1 % fin 2014.

**Tableau 14. Impact de la politique de l'emploi**

En milliers

Glissement annuel	2012	2013	2014
<b>Population active hors politiques de l'emploi</b>	204	87	90
<b>Emplois hors politiques de l'emploi</b>	-92	-207	-196
<b>Évolution du chômage hors politique de l'emploi</b>	263	294	286
<b>Taux de chômage au T4</b>	10,2	11,3	12,2
<b>Effet :</b>			
<b>Emplois d'avenir / contrats aidés non marchands</b>	3	30	36
<b>Contrat de génération</b>		20	26
<b>CICE</b>		23	46
<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>73</b>	<b>108</b>
<b>Population active yc de l'emploi</b>	171	92	99
<b>Emplois yc politiques de l'emploi</b>	-95	-134	-88
<b>Évolution du chômage yc politique de l'emploi</b>	266	226	187
<b>Taux de chômage au T4</b>	10,2	11	11,6

Source : INSEE, calculs de l'auteur.

## L'impact de la crise sur le taux de chômage structurel : évaluations par l'estimation de boucles prix-salaires

La grande récession, débutée en 2008, s'est traduite par une montée continue et inexorable du chômage en France, de 3,1 points entre le point bas atteint au premier trimestre 2008 (7,1 % en France métropolitaine) et le pic du quatrième trimestre 2012. Le taux de chômage atteint désormais un niveau proche des niveaux record atteints à la fin des années 1990. Il s'accompagne d'une montée du chômage de longue durée (12 mois et plus), sa part parmi les chômeurs passant de 37,8 % en 2009 à 41,5 % en 2011 d'après l'INSEE.

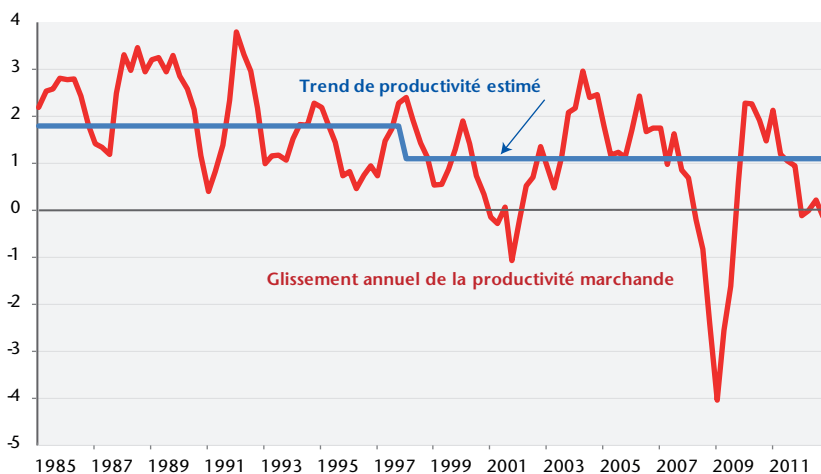
Dans le même temps, la croissance de la productivité a considérablement ralenti (graphique 23). Sur la période 1981-2012, la productivité marchande a ainsi cru en moyenne de 1,5 % par an. Cochard *et al.*<sup>20</sup> l'estiment à 1,8 % avant 1998, et à 1,1 % à partir du premier trimestre 1998. Ce rythme a chuté d'environ 0,9 point pour se situer autour de 0,2 % en moyenne à partir de 2009 (glissement annuel moyen sur les quatre dernières années). La crise s'est donc traduite par une chute brutale à court terme des gains de productivité dans le secteur marchand. Les comportements de rétention de main-d'œuvre des entreprises ont ainsi freiné la hausse du chômage à court terme. Par contre, si ce ralentissement s'avérait permanent, il pourrait avoir un fort impact sur le taux de chômage structurel. Or le chômage structurel donne une information sur la mesure de l'*output gap*, et celle-ci est cruciale pour la mesure du déficit structurel.

En conséquence, les choix de politique budgétaire portant sur la restauration de l'équilibre des finances publiques nécessitent d'établir un diagnostic sur la nature du chômage additionnel dû à la crise. Autrement dit, la crise a-t-elle engendré principalement du chômage conjoncturel ou du chômage structurel ? Quel est l'impact de la croissance de la productivité sur le taux de chômage structurel ?

---

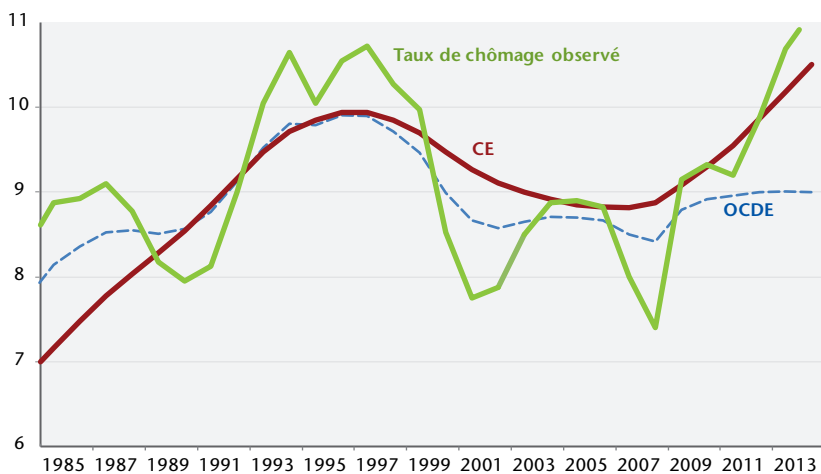
20. Voir Cochard, Cornilleau et Heyer (2010).

Graphique 23. Gains de productivité dans le secteur marchand



Sources : Insee, Cochard et al. (2010), calculs OFCE.

Graphique 24. NAIURU estimé et prévu par l'OCDE et la Commission européenne



Insee, Eurostat, Perspectives économiques de l'OCDE, 92.

L'étude du NAIURU<sup>21</sup> peut être un moyen d'établir un diagnostic sur le caractère structurel ou conjoncturel du chômage. Comme

21. Le NAIURU (*Non-accelerating inflation rate of unemployment*) est le taux de chômage pour lequel le taux d'inflation reste stable. Au-delà, l'inflation ralentit, ce qui permet à terme une hausse de l'emploi et une baisse du chômage. En deçà, le mécanisme inverse conduit à une hausse de l'inflation, à des réductions d'emplois et à un retour du chômage à son niveau d'équilibre.

par le passé, les dernières évaluations (OCDE, Commission européenne) du taux de chômage structurel concluent que la part de chômage conjoncturel est faible (graphique 24), ce qui correspondrait à un écart faible entre production effective et production potentielle. Mais ces estimations suivent généralement la tendance de court terme du taux de chômage, sans identifier les facteurs qui auraient concouru à une hausse de la part structurelle du chômage. C'est particulièrement vrai dans le cas de la Commission européenne qui voit dans la hausse du chômage prévue en 2013-2014 une hausse principalement du chômage structurel. De fait, ces évaluations portent sur le chômage structurel de court terme<sup>22</sup> et ne prennent pas en compte certains mécanismes de plus long terme tels que les effets d'hystérèse<sup>23</sup>. Ce diagnostic est dès lors systématiquement biaisé, quelle que soit la période d'analyse.

Au-delà du NAIRU, il existe plusieurs concepts de taux de chômage<sup>24</sup> qui peuvent être mobilisés pour distinguer chômage conjoncturel et chômage structurel : taux de chômage tendanciel, taux de chômage naturel, taux de chômage de long terme, NAIRU, ... nous utiliserons par la suite la dénomination de taux de chômage d'équilibre (TCE), celle-ci recouvrant plusieurs notions différentes (NAIRU, taux de chômage structurel, ...)

À partir de l'estimation de boucles prix-salaires, nous revenons sur l'évaluation du niveau du taux de chômage d'équilibre, afin de faire apparaître ses déterminants potentiels et d'en identifier la part du chômage conjoncturel.

## La boucle prix-salaire et le taux de chômage d'équilibre

### *Un modèle à quatre équations*

Pour extraire de l'information des prix, il est nécessaire de distinguer dans la hausse des prix ce qui peut provenir de l'évolu-

---

22. Il convient de distinguer NAIRU de court terme et de long terme du fait de possibles effets d'hystérèses. Une hausse du chômage conjoncturel peut en effet conduire à une augmentation du chômage structurel du fait de la perte possible de compétences de certains chômeurs qui, devenus inemployables, ne pèsent plus sur la négociation salariale. Cela implique qu'à court terme, le NAIRU soit proche du taux de chômage observé. Le NAIRU de long terme, qui tient compte de ce mécanisme, est celui qu'il convient de retenir pour mesurer le niveau du taux de chômage structurel. Voir Heyer, Reynes et Sterdyniak (2007).

23. D'autres explications peuvent être mobilisées, par exemple en cas de rigidité des prix ou par des modèles du type *insiders/outside*s. Voir Heyer et Timbeau (2002) par exemple.

24. Voir L'Horty et Thibault (1998).

tion sous-jacente des coûts salariaux liés à la situation sur le marché du travail d'un côté, de ce qui provient des taxes d'une part et de l'évolution des prix des matières premières d'autres part. Ainsi sur la période 1990-2012, le taux apparent de TVA a diminué, ce qui a contribué à minorer le taux d'inflation des prix à la consommation (tableau 15).

Tableau 15. Effet de la TVA sur l'inflation

En %

	1990-2000	2000-2007	2007-2012
Taux d'inflation moyen	1,8	1,9	1,9
dont effet TVA	-0,0	-0,1	-0,2
Taux d'inflation moyen hors TVA	1,8	2,0	2,1

Source : INSEE, calcul et prévision OFCE avril 2013.

Afin de prendre en compte cette distinction, nous avons donc retenu un modèle simple à quatre équations pour calculer le taux de chômage d'équilibre.

La première équation (1) est une relation comptable où l'indice des prix à la consommation ( $P^c$ ) est exprimé comme la somme pondérée des indices des prix à la valeur ajoutée ( $P^{VA}$ ) et des prix à l'importation ( $P^M$ ) hors taxe. Le paramètre  $\alpha$  est imposé et calculé comme la part moyenne des importations dans le PIB. Afin de considérer les prix TTC, nous multiplions cette combinaison linéaire par un taux de TVA apparent ( $tx_{TVA}$ ). La deuxième équation (2) retrace la formation des prix d'importation qui dépendent du taux de change effectif réel ( $TCER$ ) ainsi que du prix du pétrole ( $P^{Pétrole}$ ). L'équation (3) est celle des prix de la valeur ajoutée ( $P^{VA}$ ) : ces derniers sont fonction du coût salarial unitaire qui se décompose comme la différence entre les salaires horaires bruts ( $W$ ) et la productivité horaire du travail ( $\Pi$ ), et du taux d'utilisation des capacités de production ( $TU$ ). Dans notre formulation, nous imposons une élasticité unitaire entre  $P^{VA}$  et  $W - \Pi$ , ce qui revient alors à estimer une équation du taux de marge des entreprises. Enfin, l'équation (4) est l'équation de formation des salaires qui dépend de l'indexation au prix à la consommation ( $P^c$ ), de la productivité horaire du travail ( $\Pi$ ), du salaire minimum horaire ( $smic$ ) ainsi que du taux de chômage ( $U$ ).  $A$ ,  $B$ ,  $C$  et  $D$  sont des constantes.

$$\begin{cases} P^C = f_1((P^M)^\alpha \times (P^{VA})^{1-\alpha})(1 + tx_{TVA}), D) & (1) \\ P^M = f_2((P^{Pétrole})^\beta, (TCER)^\psi, C) & (2) \\ P^{VA} = f_3((W - \Pi), (TU)^\sigma, B) & (3) \\ W = f_4((P^C)^\delta, (\Pi)^\eta, (smic)^\varphi, (U)^{-\lambda}, A) & (4) \end{cases}$$

Pour l'équation (4), deux formulations sont possibles : la première en niveau (modèle « WS »), la seconde en taux de croissance (modèle « Phillips »). On retient, pour l'équation (3), la formulation en niveau (modèle « PS »).

**Le modèle « WS-PS »**

Dans une formulation en niveau de la boucle prix-salaire, le TCE, solution des équations (1) à (4), vaut à taux d'utilisation des capacités constant :

$$\bar{U} = \frac{1}{\lambda} \left[ \frac{(\delta(1 - \alpha)(1 + tx_{TVA}) - 1). P^{VA} + \delta. \alpha(1 + tx_{TVA}). P^M + (\eta - 1).}{\Pi + \varphi. \frac{smic}{PC} + A + B + D} \right]$$

Comme il est fait dans la littérature, on impose une indexation unitaire sur les prix de consommation. Pour éviter que le TCE ne dépende à long terme de la tendance de la productivité, on a aussi imposé une indexation unitaire des salaires sur la productivité<sup>25</sup>.

Sous la condition  $tx_{TVA} = \alpha / (1 - \alpha)$ , il suit :

$$\bar{U} = \frac{1}{\lambda} \left[ \frac{\alpha(1 + tx_{TVA})(\beta. P^{Pétrole} + \psi. TCER)}{+\varphi. \frac{smic}{PC} + A + B + \alpha. (1 + tx_{TVA}). C + D} \right] \quad (5)$$

Le TCE calculé à partir du modèle « WS-PS » dépend fortement des constantes estimées. On s'attend donc à ce qu'il varie peu dans le temps.

**Le modèle « Phillips-PS »**

Lorsque l'équation de salaire suit une courbe de Phillips, le TCE s'écrit maintenant, à taux d'utilisation des capacités constant :

---

25. Si  $\eta > 1$ , le TCE tend vers 0 à long terme puisque la productivité horaire en niveau augmente tendanciellement avec le temps. Voir Heyer, Le Bihan et Lerais (2000) et Reynes (2006) pour une discussion sur ce point.

$$\bar{U} = \frac{1}{\lambda} \left[ (\delta(1 - \alpha)(1 + tx_{TVA}) - 1) \cdot P\dot{V}A + (\eta - 1) \cdot \dot{I} + \varphi \cdot \left( \frac{smuc}{PC} \right) \right] + \delta \cdot \alpha(1 + tx_{TVA})(\beta \cdot P^{Pétrole} + \psi \cdot TCER) + A \quad (6)$$

Si l'indexation de la croissance des salaires sur celle des prix n'est pas parfaite ( $\delta \neq 1$ ) il subsiste un arbitrage inflation-chômage à long terme. On peut cependant calculer un TCE compatible avec un certain niveau d'inflation.

### Estimation des paramètres

Les estimations sont basées sur les estimations de boucles prix-salaires de Blot *et al.* (2012). Les équations de long terme ont été ré-estimées afin de ne retenir que les composantes de long terme dans chaque constante. Les résultats sont résumés dans le tableau 16.

Tableau 16. Estimation des paramètres (données trimestrielles)

Paramètre	Niveau	Différence
<b>Équation de salaire</b>		
$\delta$	1 (NE)	0,66
$\eta$	1 (NE)	0,61
$\varphi$	-0,20	0,11
$\lambda$	4,75	0,18
A	3,34	0,02
<b>Équation du prix de la valeur ajoutée</b>		
B	-2,83	
<b>Équation du prix des importations</b>		
$\beta$	0,05	
$\psi$	-0,45	
C	6,52	
<b>Équation du prix de consommation</b>		
$\alpha$	0,2 (NE)	
D	-0,83	

Période d'estimation : 1980-2011.

Dans le modèle « WS-PS », il faut imposer une indexation unitaire sur les prix à la consommation et sur la productivité, sinon le taux de chômage d'équilibre évolue à long terme en fonction des tendances de prix et de productivité. De plus, l'estimation de l'impact du salaire minimum réel sur le niveau du salaire réel



aboutit à un coefficient négatif<sup>26</sup> et a donc été exclu de l'équation. Il en résulte que le taux de chômage d'équilibre ne dépend que des prix d'imports, donc du prix du pétrole et du taux de change effectif réel, ainsi que des constantes.

Dans le modèle « Phillips-PS », l'indexation unitaire sur les prix et la productivité n'est plus une condition requise à la stabilité du taux de chômage d'équilibre. Les estimations aboutissent d'ailleurs à des coefficients inférieurs à 1 pour chacune des variables. La croissance tendancielle de la productivité a un impact sur le taux de chômage d'équilibre : un ralentissement de la productivité, non intégralement répercuté sur les salaires, fait monter le taux de chômage d'équilibre *via* une hausse des coûts salariaux unitaires. Ainsi dans nos estimations une baisse permanente de 1 point du taux de croissance annuel de la productivité fait monter le taux de chômage d'équilibre de 0,6 point

$$\left( d(\bar{U}) = \frac{1 - \eta}{\lambda} d(\dot{\Pi}) \right).$$

Il existe aussi un arbitrage de long terme entre taux de croissance des prix et taux de chômage. Une baisse permanente de 1 point du taux de croissance annuel du prix de valeur ajoutée se traduit par une hausse de 0,6 point du TCE :

$$d(\bar{U}) = \lambda^{-1} (\delta(1 - \alpha)(1 + tx_{TV_A}) - 1) \cdot d(P^{\dot{V}A}).$$

Les évaluations du TCE dépendent fortement de la valeur estimée pour chaque constante. Afin de prendre en compte la possibilité que les constantes des équations estimées ne soient pas stables, nous avons ensuite procédé à des estimations récursives pour prendre en compte l'évolution de la valeur des paramètres estimés selon la période d'estimation considérée.

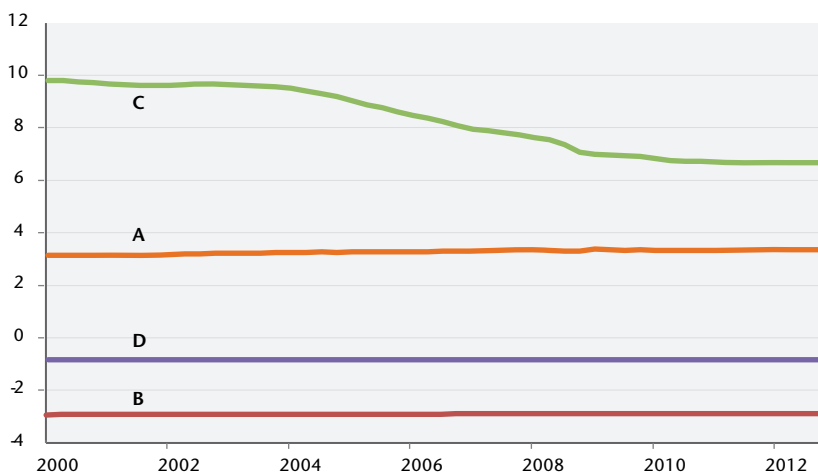
Dans le cas du modèle « WS-PS », nous avons ré-estimé les quatre équations récursivement sur la période 1980-2011 en éten-

---

26. Dans Blot *et al.* (2012), les estimations de modèles « WS-PS » sous la forme de modèles à correction d'erreur n'ont pas permis d'aboutir à des résultats statistiquement significatifs, y compris pour la force de rappel du terme de correction d'erreur lorsque l'indexation unitaire est imposée sur les prix et la productivité, et l'impact du salaire minimum ressortait avec un signe négatif. Lors de la ré-estimation de la relation de long terme, les tests de cointégration ne permettent pas de trancher : le test d'instabilité de Hansen ne permet pas de rejeter la cointégration, tandis que les tests de Engle-Granger et de Phillips-Ouliaris ne permettent pas de rejeter l'hypothèse d'absence de relation de cointégration.

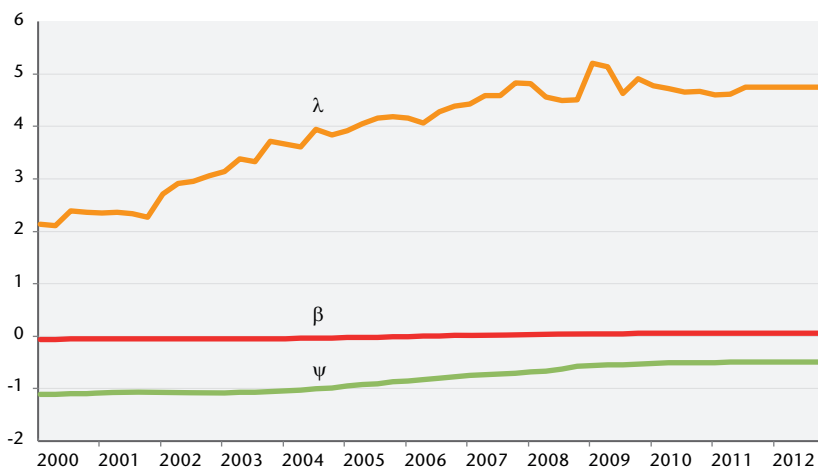
nant progressivement la période d'estimation à partir de 1990. Pour l'équation WS, l'estimation récursive débute en 2000 car avant les estimations de  $l$  sont négatives ou très proches de 0. Globalement, les résultats de l'estimation de l'équation WS montrent une instabilité de  $l$  selon la période d'estimation, qui mettent en doute la pertinence empirique du modèle (graphiques 25 et 26).

Graphique 25. Estimation récursive des constantes (modèle WS-PS)



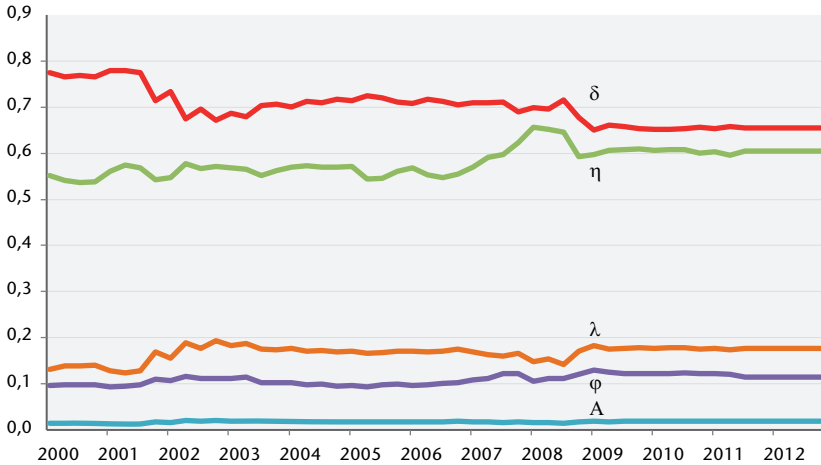
Source : calculs OFCE.

Graphique 26. Estimation récursive des paramètres (modèle WS-PS)



Source : calculs OFCE.

Graphique 27. Estimation réursive de l'équation de Phillips



Source : calculs OFCE.

Pour le modèle « Phillips-PS », seule la constante de l'équation de Phillips entre dans le TCE. L'équation a été estimée récurivement à partir de la période 1980-1990. Le paramètre  $\lambda$  est toujours positif mais sa valeur décroît et se stabilise en dessous de 0,2 à partir de 1995. L'indexation de la croissance des salaires sur l'inflation est toujours inférieure à 1 (graphique 27).

### Estimations du taux de chômage d'équilibre et tensions inflationnistes

L'estimation du TCE à partir d'un modèle « WS-PS » donne un taux de chômage d'équilibre à 8,8 % en moyenne sur la période 2000-2012 (tableau 17). Dans ce modèle les salaires en niveau sont indexés totalement sur les prix à la consommation et la productivité. En conséquence, un ralentissement des gains de productivité n'affecte pas le taux de chômage d'équilibre, qui varie peu au cours du temps (graphique 28).

Par contre, dans le modèle « Phillips-PS » le taux de chômage d'équilibre dépend négativement du taux de croissance de la productivité du travail et de l'inflation. Il est estimé à 7,2 % en moyenne sur la période 2000-2012, avec un taux d'inflation moyen de 1,9 % sur la période. L'estimation réursive de l'équation de Phillips conduit à une rupture au quatrième trimestre 2008, date à laquelle le TCE augmente de 0,6 point (graphique 5). Compte-

tenu de cette rupture, le TCE s'élèverait en moyenne à 7,7 % sur la période 2008-2012 (tableau 17), et à 7,8 % en 2012 (graphique 28).

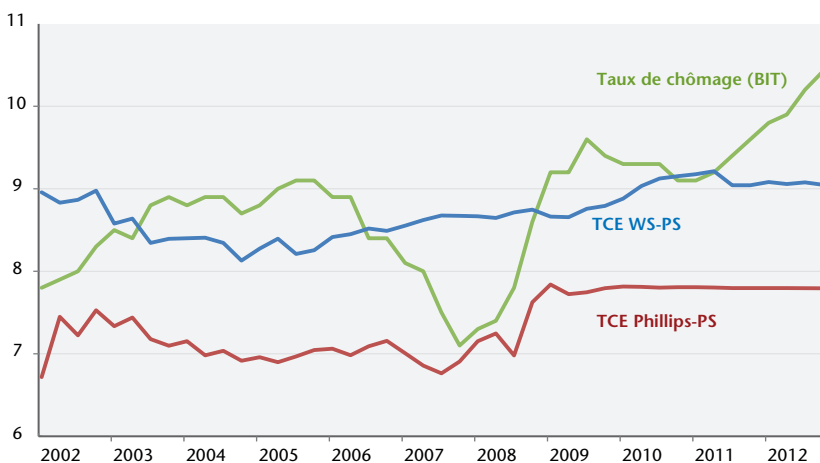
Tableau 17. Estimations du taux de chômage d'équilibre

Modèle	Période		
	2000-2012	2000-2007	2008-2012
WS-PS	8,8	8,7	8,9
Hybride PHILLIPS-PS	7,2	6,8	7,7

Note : Hypothèses sur les exogènes : valeurs observées en moyenne sur les périodes 2000-2007 et 2008-2012. La tendance de productivité vaut 1,1.

Source : Calculs OFCE.

Graphique 28. Taux de chômage d'équilibre estimés



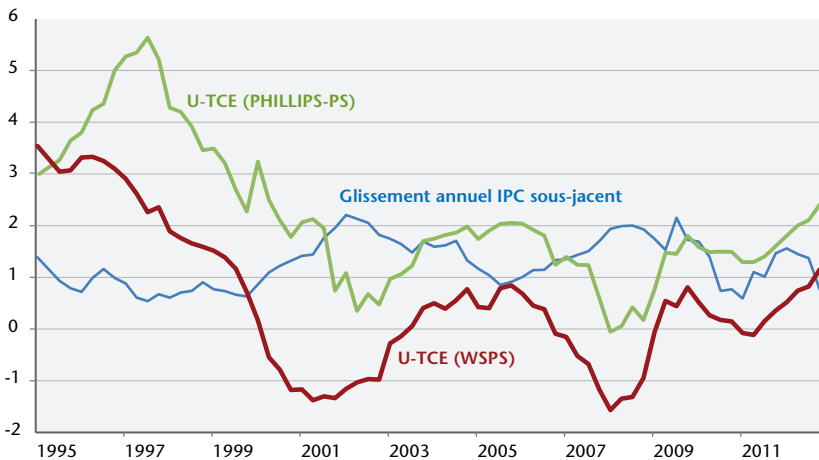
Sources : Insee, calculs et prévision OFCE avril 2013.

Quel TCE doit-on retenir pour mesurer la part du chômage conjoncturel ? Le niveau plus faible du TCE issu du modèle « Phillips-PS » rend mieux compte de l'absence de réelles tensions inflationnistes depuis 1995. En effet, le taux de chômage effectif est constamment supérieur au TCE sur cette période (graphique 29). Or entre 1995 et 2012, l'inflation sous-jacente oscille entre 0 et 2 %. Elle atteint 2 % en 2002 et en 2008, moments où le taux de chômage effectif se rapproche du TCE, sans que cela ne traduise de réelle tension inflationniste. En 2012 la hausse du taux de chômage a creusé l'écart avec le taux de chômage d'équilibre et s'est accompagnée d'un ralentissement de l'inflation sous-jacente qui est repassée sous 1 % en fin d'année.

Par contre, l'écart entre le taux de chômage effectif et le TCE issu du modèle « WS-PS » ne paraît pas cohérent avec les développements de l'inflation sous-jacente : le taux de chômage effectif serait resté durablement sous le TCE entre 2000 et 2003, puis entre 2006 et fin 2008, sans que l'inflation sous-jacente n'accélère fortement. Compte tenu de l'inflation sous-jacente observée durant ces périodes, il est donc difficile d'affirmer que c'est le TCE issu du modèle « WS-PS » qui prévaut.

Au-delà de la question du niveau du TCE, ces estimations montrent que ce dernier aurait augmenté depuis le début de la crise, de 0,4 à 0,9 point selon le modèle considéré (tableau 18). Cette hausse permet donc tout au plus d'expliquer 30 % de la hausse du taux de chômage depuis 2008, le reste provenant d'une hausse du chômage conjoncturel. La composante conjoncturelle du chômage représenterait dès lors 0,8 à 2,1 points de chômage en 2012 selon l'estimation retenue (tableau 18). Cette évolution de l'écart entre le taux de chômage effectif et le taux de chômage d'équilibre est par ailleurs cohérente avec l'inflation sous-jacente, qui diminue depuis 2009. Compte-tenu de notre prévision de chômage, cet écart augmenterait de 1,3 point pour s'établir entre 2,3 et 3,6 % en 2014.

Graphique 29. Écart taux de chômage effectif – TCE et inflation sous-jacente



Insee, calculs et prévisions OFCE avril 2013.

**Tableau 18. Taux de chômage d'équilibre estimé et composante conjoncturelle – Comparaisons**

	Taux de chômage structurel (2012) (en %)	Variation depuis 2007	Composante conjoncturelle (en %)
OCDE	9,0	0,5	0,9
CE	9,9	1,0	0,0
Artus (2013-1)	9,4	1,7	0,5
Artus (2013-2)	12,1	4,6	-2,2
Artus (2013-3)	9,2		0,7
OFCE (PHILLIPS-PS)	7,8	0,9	2,1
OFCE (WS-PS)	9,1	0,4	0,8

Sources : Perspectives économiques de l'OCDE, 92, Eurostat, Natixis, calculs OFCE.

Les estimations du taux de chômage d'équilibre, qu'elles soient issues d'un modèle WS-PS ou Phillips-PS, indiquent que l'écart avec le taux de chômage effectif s'est creusé au cours de la crise. Ainsi, la part du chômage conjoncturel a augmenté quelle que soit la mesure du TCE, et se situerait entre 0,8 et 2,1 points de chômage en 2012 en moyenne annuelle. Cette augmentation du chômage conjoncturel explique environ 70 % de la hausse du taux de chômage depuis 2008. Elle confirme notre diagnostic d'un *output gap* élevé pour l'économie française en 2012, et qui continuera à se creuser à l'horizon 2014 avec la poursuite de la politique d'austérité budgétaire conjuguée à un multiplicateur budgétaire élevé.

### 3. Finances publiques : reculer pour mieux sauter ?

D'après notre prévision centrale, la France réduirait de 4,5 points de PIB son déficit public sur cinq ans, passant ainsi de 7,5 % du PIB en 2009 à 3 % en 2014 (tableau 19). Ce redressement historique des comptes publics résulterait d'un effort structurel de 6,1 points de PIB sur la période 2010-14, dont 5,8 points sur la seule période 2011-14 (tableau 2). En revanche, cette politique conduirait à une dégradation de l'activité menant à une hausse importante des déficits publics conjoncturels (1,8 point de PIB dont 2 sur la seule période 2011-14). Pour 2013, le gouvernement a renoncé à son objectif de ramener le déficit public à 3 % du PIB. Il atteindrait 3,9 % du PIB en 2013 et non pas 3 % comme initialement prévu dans le Projet de loi de finances pour 2013. Avec un

déficit public plus élevé que prévu en 2012 (4,8 % du PIB contre 4,5 % inscrit dans le Projet de loi de finances (PLF) pour 2013) (encadré 4) et une croissance qui devrait être revue à la baisse pour 2013 par rapport à celle inscrite dans le PLF 2013 (autour de 0 % contre 0,8 dans le PLF), le gouvernement ne pourra pas tenir son engagement budgétaire sans un nouveau tour de vis. Pour éviter d'aggraver la crise économique et sociale, le gouvernement préférerait ne pas tenir « coûte que coûte » son engagement budgétaire, la Commission européenne acceptant de laisser une année supplémentaire à la France pour atteindre un objectif de déficit public de 3 % du PIB. C'est une première depuis 2010 mais pour autant le gouvernement ne relâchera pas sa politique d'austérité qui est identique à celle prévue à l'automne 2012. La politique budgétaire pour 2013 reste extrêmement restrictive : 1,8 point de PIB dont 1,4 point de hausse des taux de PO pour cette seule année). Désormais, l'attention se porte sur 2014 et les objectifs de déficit public que va se fixer le gouvernement. Avec une impulsion budgétaire de -0,6 point de PIB, qui correspond à celle affichée dans le programme pluriannuel de la Loi de finances pour 2013, le déficit public ne serait pas de 3 % du PIB en 2014 mais de 3,4 % du PIB. Pour atteindre l'objectif de 3 % en 2014, le gouvernement devrait réaliser un effort structurel de 1,4 point de PIB. Nous faisons l'hypothèse qu'il portera à 70 % sur des économies sur la dépense publique (1 point de PIB), ce qui représente une inflexion sur les arbitrages budgétaires choisis jusqu'à présent. Cela représenterait alors une baisse historique de la dépense publique de -0,3 % en volume. Au-delà de la difficulté de réaliser 20 milliards d'économie de dépense publique, se pose également la question du multiplicateur budgétaire à court terme qui est plus élevé pour la dépense publique que pour les PO. Si bien sûr l'objectif de réduction du déficit public du gouvernement s'avérait encore plus ambitieux (inférieur à 3 % du PIB), alors la politique d'austérité devrait être similaire à celle observée en 2013 et le risque d'une récession ne pourrait pas écarter<sup>27</sup>.

La dette publique, qui représente 90,2 % du PIB en 2012, continuerait sa progression pour atteindre 94,8 % du PIB fin 2014

---

27. Pour plus de détails, le lecteur peut se référer à la partie « Risques » figurant dans la synthèse.

malgré la réduction du déficit public (tableau 19). En effet, celui-ci n'atteindrait pas en 2014 le seuil de stabilisation de la dette qui est de -1,6 % du PIB pour cette année-là.

**Tableau 19. Principaux agrégats des finances publiques**

En % du PIB

	2010	2011	2012	2013*	2014*
<b>Solde public</b>	-7,1	-5,3	-4,8	-3,9	-3,0
<b>Dépenses publiques (DP)</b>	56,6	55,9	56,6	57,3	56,7
<b>Taux de croissance de la DP (en %, en euros constants)</b>	1,3	0,7	1,3	0,7	-0,3
<b>Taux de prélèvements obligatoires</b>	42,5	43,7	44,9	46,3	46,7
<b>Dettes publiques au sens de Maastricht</b>	82,4	85,8	90,2	93,3	94,8

\* Préviation OFCE, avril 2013.

Sources : INSEE, MINEFI, calculs OFCE.

#### **Encadré 4. Retour sur le déficit public de 2012 : pourquoi un tel écart avec la prévision issue du PLF pour 2013 ?**

Le 29 mars 2013, l'INSEE a publié les premiers résultats des comptes nationaux des administrations publiques (APU) pour l'année 2012. Il en ressort un déficit public notifié de 4,8 points de PIB en 2012 au lieu des 4,5 % initialement prévus dans la Loi de finances 2013. Comment peut-on expliquer cet écart de 0,3 point de PIB entre le déficit public prévu et celui issu des premiers comptes fournis par l'INSEE (la somme n'est pas égale à 0,3 à cause des arrondis) ?

- 0,1 point de PIB s'explique par une révision à la hausse du déficit public pour 2011 (5,3 points de PIB contre 5,2 dans la précédente version des comptes) ;
- 0,1 point de PIB s'explique par une révision à la baisse de la croissance pour 2012 (0 % contre 0,3 % initialement prévu) et, mécaniquement, des recettes fiscales et sociales, même si les taux de PO augmentent comme prévu ;
- 0,1 point de PIB s'explique par la mesure exceptionnelle liée à la recapitalisation de la Banque Dexia par l'État français qui, conformément aux règlements européens, est enregistrée en dépense publique ;
- 0,1 point de PIB s'explique par une croissance en volume de la dépense publique plus soutenue que prévue (1 % en euros constants hors recapitalisation de Dexia contre 0,8 % prévus)



De 2010 à 2014, l'effort structurel de réduction des déficits publics réalisé par la France représenterait plus de 6 points de PIB, dont 95 % sur la période 2011-2014 (tableau 2). Sur ces cinq années, deux tiers de l'effort a porté sur la hausse des prélèvements obligatoires (PO) et un tiers sur la réduction structurelle de la dépense publique. Le choix de privilégier l'ajustement des finances publiques par la hausse des PO plutôt que par une baisse drastique de la dépense publique, à contre-courant des choix réalisés par de nombreux pays de la zone euro, semble avoir limité les effets récessifs du choc budgétaire au regard de son intensité.

L'année 2013 est marquée par un effort structurel historique, avec une impulsion budgétaire de -1,8 point de PIB, dont 75 % est dû à la hausse des PO. L'augmentation de la pression fiscale et sociale en 2013 porte à 56 % sur les ménages et à 44 % sur les entreprises. Par ailleurs, la dépense publique augmenterait de 0,7 % en volume en 2013 (1 % hors effet du contrecoup de la dépense supplémentaire liée à la recapitalisation de Dexia), soit un rythme équivalent à celui de 2012 (1 % en volume hors mesure de recapitalisation de Dexia) mais supérieur à celui de 2011 (0,7 % en volume). Cela veut dire que le gouvernement va devoir maintenir la pression sur les dépenses de l'État et la masse salariale, les nouvelles embauches dans l'Éducation nationale, la Justice et l'Intérieur devront en partie être compensés par une accélération de la réduction des effectifs d'autres ministères comme la Défense ou les Finances. Par ailleurs, la croissance de la dépense des administrations de Sécurité sociale resterait contenue du fait notamment de la maîtrise des dépenses de santé (progression de l'ONDAM en valeur de 2,7 % en 2013, soit un rythme inférieur à 3 % pour la quatrième année consécutive) et d'une évolution modérée des dépenses d'assurance vieillesse.

Après trois années de rigueur historique, l'effort budgétaire structurel pour 2014 devrait rester très soutenu. Afin de ramener le déficit public à 3 % du PIB en 2014, l'impulsion budgétaire devrait être de -1,4 point de PIB, soit 0,8 point de plus que ce que prévoyait le gouvernement dans son programme pluriannuel inscrit dans le PLF pour 2013. Dans celui-ci, l'impulsion budgétaire se décomposait entre une hausse des taux de PO de 0,2 point de PIB et une économie structurelle de 0,4 point de PIB sur la dépense publique. Selon nos hypothèses, partant d'une répartition pour 2014 à peu

Tableau 20. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	Variation 2010-14
<b>Solde public</b>	-7,1	-5,3	-4,8	-3,9	-3,0	
<b>Variation du solde public (=A+B+C+D)</b>	0,5	1,8	0,5	1,0	0,9	4,2
<b>(A) Variation des taux de PO (=A1+A2)</b>	0,4	1,2	1,2	1,4	0,4	4,2
<b>(A1) dont mesures nouvelles sur les PO</b>	0,2	1,0	1,2	1,4	0,4	4,0
<b>(A2) dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB</b>	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
<b>(B) Gains dus à l'écart entre la progression des dépenses publiques et le PIB potentiel* (=B1+B2)</b>	0,1	0,4	0,1	0,4	1,0	1,9
<b>(B1) dont dépenses publiques primaires</b>	0,1	0,8	0,1	0,4	1,0	2,1
<b>(B2) dont charges d'intérêts sur la dette publique)</b>	0,0	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,2
<b>(C) Variation solde conjoncturel</b>	0,1	0,1	-0,8	-0,8	-0,4	-1,8
<b>(D) Impact des recettes non fiscales sur le PIB</b>	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>Variation solde structurel* (=A+B1)</b>	0,5	2,0	1,3***	1,8	1,4	6,3
<b>Effort structurel** (=A1+B1)</b>	0,3	1,8	1,3***	1,8	1,4	6,1

\* Cela correspond à l'écart entre la croissance du PIB potentiel (1,5 % en moyenne sur la période 2010-2014) et celle du PIB effectif (c'est-à-dire la variation de l'écart de production à son potentiel), pondéré par la part des dépenses primaires dans le PIB, il reflète le fait que les dépenses primaires augmentent au rythme du PIB potentiel indépendamment de la croissance observée.

\*\* Il s'agit de l'évolution spontanée des recettes fiscales (hors mesures discrétionnaires), qui reflète la différence de dynamique des assiettes fiscales par rapport à celle du PIB.

\*\*\* L'effort structurel n'intègre pas la mesure exceptionnelle de recapitalisation de Dexia qui accroît temporairement la dépense publique de 0,1 point de PIB.

Sources : INSEE, MINEFI, calculs OFCE.

près équivalente à celle contenue dans le programme pluriannuel (70 % ajustement sur la dépense publique et 30 % hausse des PO), la restriction budgétaire attendue pour 2014 serait liée pour 1 point de PIB à la réduction des dépenses publiques, le reste résultant de la hausse des prélèvements obligatoires (0,4 point de PIB) (tableau 20). Ce serait la première fois depuis 2010, début de la période d'austérité, que la réduction des dépenses publiques contribuerait plus que la hausse des PO à l'ajustement budgétaire structurel. Pour 2014, la réduction de 20 milliards d'euros de la dépense publique conduirait pour la première fois à une baisse en volume de celles-ci : le gouvernement a évoqué une économie supplémentaire de 5 milliards d'euros des dépenses de l'État sur une assiette d'environ 140 milliards (sur les 414 milliards d'euros de dépenses de l'État) qui porte sur les dépenses de fonctionnement hors pensions et masse salariale, les dépenses d'investissement, les subventions et

les prestations et transferts sociaux. Cela nécessite donc de trouver encore 15 milliards sur les dépenses des collectivités locales et celles de protection sociale. Les pistes d'économie sur les allocations familiales (plafonnement, dégressivité, ...) et les pensions de retraite ont été évoquées (Désindexation, ...) mais les efforts recherchés nécessiteront des ajustements budgétaires sur d'autres postes de la protection sociale (santé, chômage, ...). Et du côté des recettes fiscales, la hausse de 0,4 point de PIB nécessiterait la mise en place de nouveaux PO pour 14 milliards d'euros (8+6) pour compenser la baisse spontanée des 6 milliards de PO en 2014 liés à des mesures temporaires ayant un effet qu'en 2013, comme le prélèvement sur les assureurs (0,8 milliard), ou des mesures dont le rendement diminue, comme la moindre déductibilité des charges financières des entreprises (1,3 milliard), ou la mise en place du CICE ouvrant droit à un crédit d'impôt de 10 milliards en 2014 pour les entreprises, financé partiellement par une hausse de prélèvement sur les ménages (6,5 milliards liés à la hausse de la TVA).

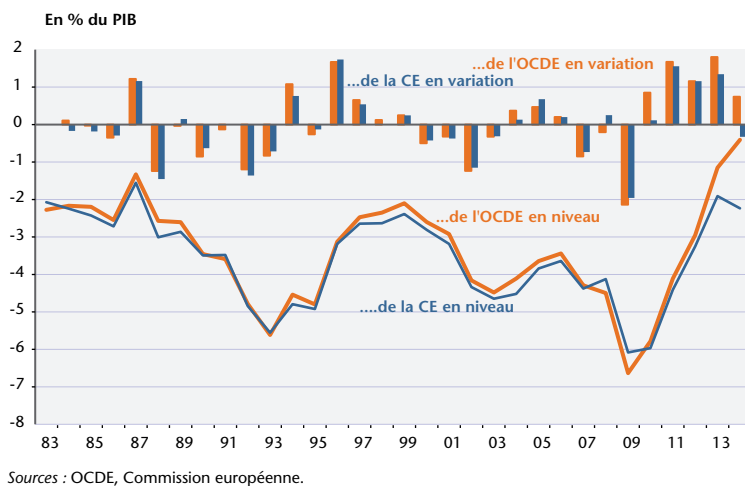
#### **Encadré 5. Quel diagnostic sur le solde public structurel de la France : la grande incertitude de 2014**

La politique budgétaire menée depuis 2011 a amélioré profondément la situation des finances publiques de la France. Quelle que soit la mesure retenue, que ce soit celle de l'OCDE ou même celle de la Commission européenne, le diagnostic est sans appel : en 2013, jamais la France n'aura connu, d'un point de vue structurel, de situation budgétaire aussi favorable depuis trente ans (graphique 30) : selon l'OCDE, le solde structurel s'élèverait, en 2013, à -1,1 point de PIB et à -1,9 point pour la Commission européenne. Le gouvernement, quant à lui, l'estime à -1,6 point de PIB.

Mais la grande divergence porte sur 2014 : en effet, l'OCDE évalue le solde structurel, dans son dernier rapport de mars 2013, à -0,4 % du PIB (et donc un solde structurel primaire excédentaire de plus de 2 points de PIB), soit une amélioration de celui-ci de 0,8 point de PIB en 2014. A l'inverse, la Commission européenne le prévoit, dans son dernier rapport de février 2013, à -2,2 % du PIB pour 2014, soit une dégradation de celui-ci de 0,3 point de PIB. Selon le programme pluriannuel contenu dans le PLF 2013, le solde structurel devrait s'améliorer de 0,6 point de PIB en 2014 et atteindrait -1 point de PIB. Et selon nos calculs, l'effort structurel devrait être de 1,4 point de PIB en 2014 si le gouvernement veut atteindre 3 % de déficit public. D'une impulsion budgétaire positive (+0,3 point de PIB pour la Commission européenne) à une

impulsion budgétaire franchement négative (-0,8 pour l'OCDE et -1,4 pour l'OFCE), l'écart de jugement sur la politique budgétaire pour 2014 est considérable. Si l'on retient la mesure de l'OCDE ou de l'OFCE, les ajustements budgétaires de la France en 2014 vont au-delà de ce qu'exige la règle d'or budgétaire qui veut, conformément aux traités européens, que les pays ne dépassent pas 0,5 % de déficit structurel à moyen terme. Alors qu'au contraire pour la Commission européenne, la France s'écarte de son objectif de moyen terme de réduction du déficit structurel en passant d'une politique de rigueur à une politique de relance en 2014. Si, au regard de la divergence de ces chiffres, les recommandations de politique budgétaire devraient être très différentes (atténuation de l'austérité en 2014 dans un cas et intensification de l'austérité dans l'autre), il n'en reste pas moins que contre toute attente les prévisions de croissance de l'OCDE et de la Commission européenne pour 2014 sont similaires.

Graphique 30. Solde public structurel



## Références bibliographiques

Artus P., 2013-1, « Où la crise a-t-elle emmené le chômage structurel ? Une approche par la variation de l'inflation », Natixis – Recherche Économique, *Flash Économie*, 34.

Artus P., 2013-2, « De combien la crise a-t-elle fait monter le taux de chômage structurel ? », Natixis – Recherche Économique, *Flash Économie*, 84.

- Artus P., 2013-3, « Comment réduire le chômage dans la zone euro ? », Natixis – Recherche Économique, *Flash Économie*, 203.
- Blot C., M. Cochard, B. Ducoudré et E. Heyer, 2012, « Déflation sous-jacente », *Revue de l'OFCE*, 123, avril.
- Cochard M., G. Cornilleau et E. Heyer, 2010. « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et Statistique*, 438-440, 181-204.
- Heyer E., F. Reynes et H. Sterdyniak, 2007, « Structural and reduced approaches of the equilibrium rate of unemployment, a comparison between France and the United States », *Economic Modelling*, 24, (1).
- Heyer E. et X. Timbeau, 2002, « Le chômage structurel à 5 % en France ? », *Revue de l'OFCE*, 80, janvier.
- L'Horty Y. et F. Thibault, 1998, « Le chômage d'équilibre, de quoi parlons-nous ? », *Revue française d'économie politique* 13 (4), automne.
- Heyer E., H. Le Bihan et F. Lerais, 2000, « Relation de Phillips, Boucle prix-salaire : une estimation par la méthode de Johansen », *Economie et prévision*, 146, 43-60, octobre décembre.
- Reynes F. 2006, *La formation des salaires et le concept de taux de chômage d'équilibre – Une tentative de réconciliation des courbes Wage Setting et de Phillips*, Thèse de Doctorat.

## I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %	2012	2013	2014
<b>En % de variation aux prix chaînés :</b>			
PIB	0,0	-0,2	0,6
Importations	-0,3	0,1	1,7
Dépenses de consommation des ménages	-0,1	0,0	0,8
FBCF totale, dont :	0,0	-1,9	-0,5
Sociétés non financières	-0,6	-2,2	0,2
Ménages	0,4	-1,9	-0,9
Administrations publiques	0,2	-1,0	-2,8
Exportations	2,5	0,9	2,2
Contribution des stocks à la croissance, en %	-1,0	-0,3	0,0
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,1	0,6
<b>Compte des ménages, en termes réels %</b>			
Salaires bruts	0,1	0,0	-0,1
Salaires nets	0,0	-0,4	-0,3
Prestations sociales	1,7	2,4	1,2
Prélèvements sociaux et fiscaux	5,3	6,9	1,8
Revenu disponible	-0,4	-0,4	0,3
Taux d'épargne, en % du RDB	16,0	15,6	15,2
Déflateur de la consommation en glissement %	1,3	1,5	0,8
en moyenne %	1,7	1,3	1,1
<b>Compte des sociétés non financières, en %</b>			
Taux de marge	27,9	27,9	28,0
Taux d'épargne	13,1	12,3	12,3
Taux d'investissement (en volume)	17,9	17,5	17,4
Taux d'autofinancement (hors stock)	65,2	64,1	65,2
<b>Compte du reste du monde et des administrations</b>			
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	44,9	46,3	46,7
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-4,8	-3,9	-3,0
Solde commercial, en milliards € (1)	-43,7	-27,1	-14,3
Emploi salarié, en glissement annuel %	-0,4	-0,8	-0,6
Emploi total, en glissement annuel %	-0,3	-0,5	-0,5
Chômage BIT, en millions	3,822	3,089	3,293
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,9	10,7	11,4
Taux de change \$/€	1,29	1,33	1,35
Taux d'intérêt à court terme (2)	0,6	0,2	0,2
Taux d'intérêt à long terme (3)	2,5	2,0	2,0

(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 2013-2014, avril 2013.

## 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 %		
		2012				2013				2014				2012	2013	2014
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	1801	-0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,6
<b>Importations</b>	515	-0,1	1,6	-0,2	-1,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,3	0,1	1,7
<b>Dépenses de consommation des ménages</b>	990	0,2	-0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,8
<b>Dépenses de consommation des administra- tions</b>	370	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	1,4	1,2	0,2
<b>FBCF totale, dont:</b>	368	-1,0	0,3	-0,4	-0,8	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,9	-0,5
<b>Sociétés non financières</b>	192	-1,6	0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,6	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,6	-2,2	0,2
<b>Sociétés finan- cières</b>	14	1,0	0,4	-0,4	0,1	-0,5	-0,4	-0,1	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	4,5	-0,8	0,9
<b>Ménages</b>	101	-0,5	-0,1	-0,1	-0,9	-0,8	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,4	-1,9	-0,9
<b>Administrations publiques</b>	57	-0,7	0,6	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	0,2	-1,0	-2,8
<b>ISBLSM</b>	3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	1,2	1,2	1,3
<b>Exportations</b>	488	-0,1	0,4	1,0	-0,6	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,5	0,9	2,2
<b>Contribution</b>																
<b>Demande inté- rieure hors stocks</b>		0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,6
<b>Variations de stocks</b>		-0,2	0,3	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,3	0,0
<b>Solde extérieur</b>		0,0	-0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	0,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, avril 2013.

## III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Déflateur de la consommation</b>	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0	1,7	1,3	1,1
<b>Salaire horaire moyen brut</b>	0,7	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	2,2	1,9	1,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, avril 2013.

## IV. Emploi et productivité par tête

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2012				2013				2014				2012	2013	2014	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Branches principalement marchandes</b>																
<b>Effectifs</b>	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,7	
<b>Productivité par tête</b>	-0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	-0,1	0,8	1,9	

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, avril 2013.



## V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Masse salariale brute (1)</b>	-0,2	0,2	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1
<b>Masse salariale nette (1)</b>	-0,2	0,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3
<b>Prestations sociales (1)</b>	0,4	0,8	0,8	0,2	0,8	0,6	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7	2,4	1,2
<b>Revenu disponible réel (1)</b>	-0,3	0,4	0,0	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,3
<b>Taux d'épargne en % du RDB</b>	15,7	16,3	16,2	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,4	15,2	15,0	15,0	16,0	15,6	15,2
<b>Taux d'épargne en logement</b>	8,4	8,4	8,4	8,4	8,3	8,3	8,3	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,4	8,3	8,2
<b>Taux d'épargne financière</b>	6,2	6,8	6,8	6,1	6,2	6,3	6,2	6,3	6,1	5,9	5,8	5,7	6,5	6,3	5,9

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, avril 2013

## VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Importations en volume</b>	-0,1	1,6	-0,2	-1,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,3	0,1	1,7
<b>Prix des importations</b>	1,2	-0,6	0,2	0,4	0,1	-0,2	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,3	1,8	-0,2	-1,0
<b>Demande interne</b>	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,0	0,8
<b>Exportations en volume</b>	-0,1	0,4	1,0	-0,6	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,5	0,9	2,2
<b>Prix des exportations</b>	0,7	-0,3	0,8	0,3	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,3	1,4	2,1	0,8
<b>Demande mondiale</b>	0,2	0,5	0,9	-0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	2,6	1,0	2,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, avril 2013.

## VII. Taux d'intérêt et taux de change

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2012				2013				2014				2012	2013	2014	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Taux d'intérêt :</b>																
<b>A court terme (1)</b>	1,0	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,2	0,2	
<b>A long terme (2)</b>	3,0	2,8	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	2,0	2,0	
<b>1 euro = ... Dollar</b>	1,31	1,28	1,25	1,30	1,32	1,33	1,34	1,34	1,35	1,35	1,35	1,35	1,29	1,33	1,35	

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, avril 2013.



### FICHE THÉMATIQUE FICHES PAYS

---

<b>Pétrole : <i>statu quo</i></b> . . . . .	173
Céline Antonin	
<b>États-Unis : sous le poids de l’ajustement budgétaire</b> . . . . .	181
Christine Riffart	
<b>Japon : <i>abnomics</i> ou le retour du <i>policy-mix</i> expansionniste</b> . . . . .	189
Bruno Ducoudré	
<b>Asie : la performance toujours au rendez-vous</b> . . . . .	197
Amel Falah	
<b>Amérique latine : la croissance en sous-régime</b> . . . . .	205
Christine Riffart	
<b>PECO : au ralenti</b> . . . . .	209
Marion Cochard	
<b>Royaume-Uni : l’austérité budgétaire sans fin</b> . . . . .	213
Catherine Mathieu	
<b>Allemagne : la croissance plie mais ne rompt pas</b> . . . . .	223
Sabine Le Bayon	
<b>Italie : crises économique et politique</b> . . . . .	231
Céline Antonin	
<b>Espagne : vers une décennie perdue ?</b> . . . . .	243
Danielle Schweisguth	

---



## PÉTROLE : STATU QUO

Céline Antonin

*Département analyse et prévision*

**A**lors que le premier semestre 2012 avait été marqué par une grande volatilité des cours, les prix du Brent sont restés relativement stables au deuxième semestre avec une moyenne à 110 dollars. Le Brent est actuellement soumis à plusieurs forces antagonistes. D'une part, les cours restent élevés en raison de la concurrence croissante entre pays développés et pays émergents pour l'approvisionnement, de la politique monétaire expansionniste menée par les principales banques centrales et des troubles politiques en Afrique et au Moyen-Orient. Cependant la faiblesse de la demande en provenance des pays industriels, zone euro en tête, ainsi que la présence de capacités inutilisées au sein de l'OPEP jouent en sens contraire et empêchent le pétrole de repartir vers les sommets de 2008.

En conséquence, les prix du Brent devraient se maintenir autour de 115 dollars au premier semestre 2013, puis baisser au deuxième semestre, pour atteindre 105 dollars en fin d'année, sous l'effet d'une hausse de la production non-OPEP et de la faiblesse de la demande des pays industrialisés. En 2014, les prix rejoindraient leur tendance de moyen terme. La persistance de tensions géopolitiques en Afrique et au Moyen Orient et la demande toujours dynamique en provenance des pays non-OCDE justifient le maintien des cours au-dessus de la barre des 100 dollars.

### **Deuxième semestre 2012 : une remarquable constance**

Au deuxième semestre 2012, les prix du Brent sont restés relativement stables au deuxième semestre avec une moyenne à 110

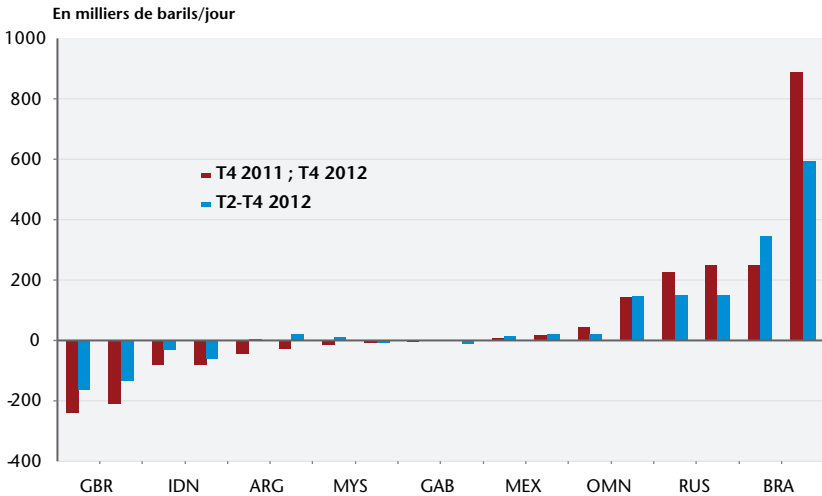
dollars. L'offre est restée constante, à 89 Mbj, la baisse de l'offre OPEP étant intégralement compensée par l'augmentation de la production non-OPEP.

Au sein des pays de l'OPEP, la baisse de l'offre entre le deuxième et le quatrième trimestre 2012 atteint 0,87 Mbj (graphique 1) et s'explique essentiellement par trois pays : l'Iran (-0,42 Mbj), l'Arabie Saoudite (-0,37 Mbj) et le Nigéria (-0,18 Mbj). Au Nigéria, la baisse de production est liée aux inondations qui ont touché les installations pétrolières du pays en octobre 2012. Dans le cas de l'Iran, les sanctions<sup>1</sup> décidées conjointement par l'Union européenne, les Etats-Unis et d'autres pays (Japon, Corée du Sud, Royaume-Uni, Australie, Canada), sont entrées en vigueur le 28 juin 2012 aux Etats-Unis et le 1<sup>er</sup> juillet 2012 dans l'Union européenne, entraînant une baisse de production de près de 1 Mbj entre le dernier trimestre 2011 et le dernier trimestre 2012. Dans ce contexte tendu, l'Arabie Saoudite, gendarme de l'OPEP, a néanmoins décidé de réduire sa production. Cette décision s'explique par l'évolution des prix : la forte chute des cours autour de 90 dollars le baril en juin 2012, liée à la montée en puissance de la production irakienne (+0,4 Mbj entre 2011 et 2012) et la forte reprise des exportations en Libye. La production libyenne, qui était tombée à 0 en août 2011, atteint 1,3 Mbj fin 2012, et la Libye mise sur un retour au niveau d'avant-guerre (1,7 Mbj) dès la fin 2013. Face à cette situation, l'Arabie Saoudite a comprimé son offre comme elle l'avait fait en janvier 2009 : pour éviter une baisse des cours préjudiciable à son budget, elle a réduit sa production, surtout au deuxième semestre 2012.

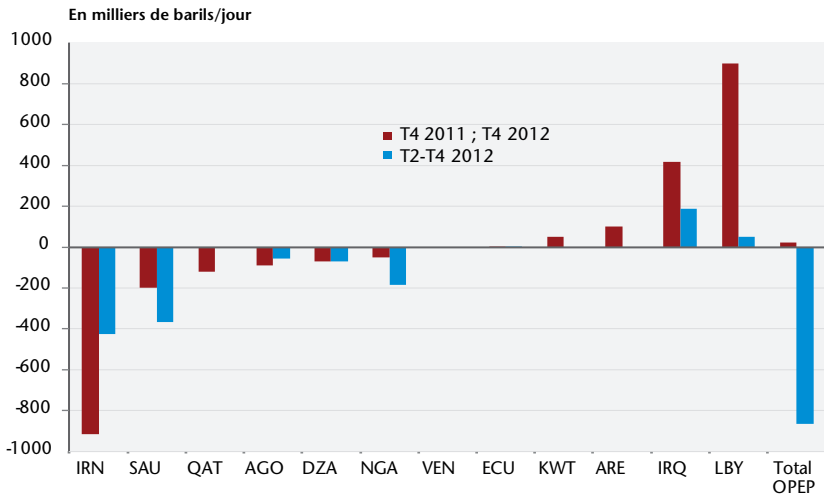
En dehors de l'OPEP, la production des pays non membres a augmenté de 600 000 bj entre le deuxième et le quatrième trimestre 2012. Cette hausse est essentiellement imputable aux pays d'Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada) grâce à l'exploitation croissante des gisements schisteux, ainsi qu'à la Russie, à la Chine et au Brésil. En revanche, le déclin se poursuit au Royaume-Uni, en Norvège, en Indonésie et, sans surprise, en Syrie (graphique 2).

---

1. Pour le détail des mesures, voir Céline Antonin, « Pétrole : la nervosité des acteurs », Prévision OFCE octobre 2012, *Revue de l'OFCE/Prévisions*, 125

**Graphique 1. Hausses et baisses de production au sein des producteurs de l'OPEP**

Sources : Energy Information Administration, calculs de l'auteur.

**Graphique 2. Hausses et baisses de production des producteurs non-OPEP**

Sources : Energy Information Administration, calculs de l'auteur.

Du côté de la demande, la consommation des pays de l'OCDE a décliné de 0,6 % au quatrième trimestre 2012 (glissement annuel), en particulier dans des pays de la zone euro (baisse de 7,4 % en Italie et de 6,6 % au Royaume-Uni) et aux États-Unis (-1,2 %), et malgré une consommation en croissance au Canada et au Mexique (respectivement 3,3 % et 4,1 % au quatrième trimestre 2012). La



consommation des pays non-membres de l'OCDE a en revanche tiré la demande mondiale : au quatrième trimestre, elle a progressé de 5,2 % en Chine, 2,8 % en Inde, 13,8 % en Thaïlande et 5,8 % au Brésil.

Le découplage entre l'Amérique du Nord, qui exploite le gaz de schiste, et la zone Europe/Asie se creuse : le *Brent* s'échangeait 13 dollars au-dessus du *Western Texas Intermediate* en juin 2012 ; en février 2013, l'écart atteignait 21 dollars.

### **Premier semestre 2013 : cours bloqués sur fond d'incertitude**

Au premier semestre 2013, le baril devrait rester autour de 115 dollars, sur fond de signaux contradictoires. D'une part, on observe un regain de spéculation, de tensions géopolitiques non résolues, une demande des pays émergents dynamique et une volonté de l'Arabie Saoudite de maintenir les cours au niveau actuel ; mais d'autre part, la demande est atone, surtout en provenance des pays développés, et la production des pays non-membres de l'OPEP progresse, ce qui conduit à un marché en *contango*<sup>2</sup>, preuve que les marchés anticipent, sinon une baisse, au moins une stabilisation des cours.

Sur le marché des *futures* sur le Brent, la spéculation s'amplifie depuis août 2012 : le nombre de positions ouvertes (*open interest*) est passé de 1 142 000 à 1 527 000 entre août 2012 et février 2013. Certes, cette progression est étroitement liée au prix du Brent<sup>3</sup>, mais étant donné la provisoire stabilité des prix, la forte hausse du nombre de positions ouvertes témoigne d'une hausse de la spéculation.

La volatilité s'explique également par des tensions géopolitiques omniprésentes. Au Nigéria, les violences anti-chrétiens, attribuées au groupe islamiste Boko Haram, ravivent la crainte d'une guerre civile, et créent un climat d'instabilité : Shell pourrait fermer des installations dans le delta du Niger (représentant une production de 150 000 bj) en raison de la recrudescence de vols de pétrole par des organisations criminelles (60 000 bj selon Shell) ; en outre, les actes de piraterie dans le Golfe de Guinée contre des navires pétro-

---

2. Situation dans laquelle les contrats futures s'échangent au-dessus du prix spot.

3. Le coefficient de corrélation entre les deux séries est de 0,8 entre janvier 2009 et février 2013.

liers sont monnaie courante. Le conflit entre Soudan et Sud-Soudan est également loin d'être résolu. Le Sud-Soudan (où se trouvent 80 % des réserves du pays) a fait sécession d'avec son voisin du Nord, dont il était entièrement dépendant pour exporter son pétrole. Des accords intergouvernementaux ont été signés en septembre 2012 avec l'Éthiopie et Djibouti, et le Sud-Soudan est en pourparlers avec le Kenya pour construire une infrastructure de transport. En attendant, les exportations sud-soudanaises sont au point mort. En Syrie, la production est passée de 400 000 bj en mars 2011 à 153 000 bj en octobre 2012, selon l'EIA, sous l'effet de la guerre civile et des sanctions économiques. Selon l'EIA, les champs pétrolifères n'ont pas été beaucoup touchés, mais les difficultés à l'exportation et la faible capacité de raffinage domestique ont entraîné une fermeture de certains sites producteurs. En Irak, des conflits ethniques entre Kurdes et Irakiens, notamment sur la construction d'un oléoduc vers la Turquie fait également planer des doutes sur le rythme d'augmentation de la production irakienne.

### **Fin 2013-2014 : détente limitée des cours**

Entre le deuxième semestre 2013 et la fin 2014, nous anticipons une détente graduelle des cours jusqu'à 105 dollars fin 2013-début 2014, avant un retour sur la tendance de moyen terme en 2014. En effet, nous faisons l'hypothèse d'un marché bien équilibré sur le plan de l'offre et de la demande. En outre, les stocks sont à un niveau élevé et les marges de manœuvre existent du côté des producteurs de l'OPEP (Arabie Saoudite, Iran, Irak). Pour autant, au vu des tensions géopolitiques persistantes dans les pays du Mashrek, de la politique de dollar faible menée par la Fed, et la demande dynamique des pays émergents, il nous paraît peu réaliste que le baril de Brent tombe en-dessous des 100 dollars.

Même si les stocks mondiaux continuent leur décrue, les stocks des pays de l'OCDE se maintiennent à des niveaux élevés : en octobre 2012, ils représentaient 93 jours de demande aux États-Unis et 91 jours en moyenne dans les pays de l'OCDE. La baisse temporaire des stocks stratégiques de l'AIE, liée à l'action « collectif Libye » en juin 2011, qui visait à débloquer 60 millions de barils en raison du gel des exportations de pétrole libyen, a donc été entièrement comblée.

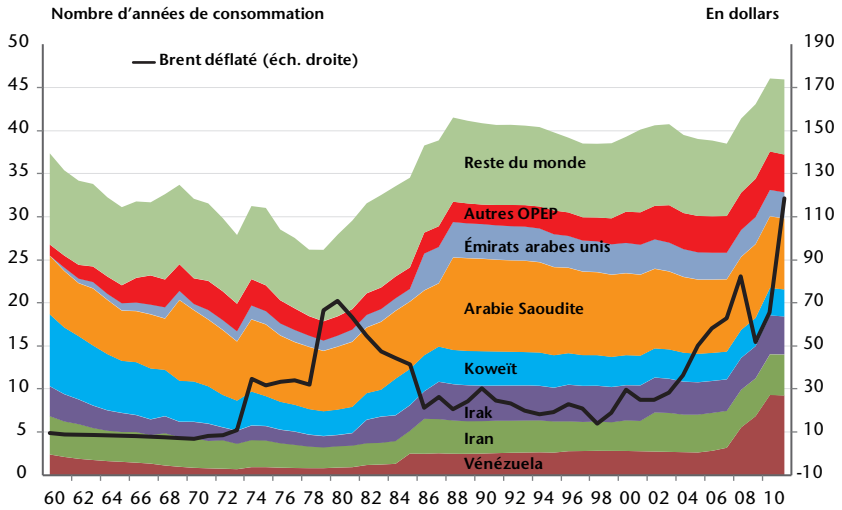
La baisse de production, décidée par les pays de l'OPEP et amorcée dès avril 2012, a porté ses fruits : le niveau de production atteint 30,3 Mbj en janvier 2013, soit une baisse de 1,1 Mbj. Lors de sa 162<sup>e</sup> conférence en décembre 2012, l'OPEP a décidé de laisser inchangé son plafond de production, à 30 Mbj, la production actuelle est donc conforme à ce plafond. Ce ne devrait pas empêcher les pays de l'OPEP d'augmenter leur production : nous faisons ainsi l'hypothèse d'une hausse de production moyenne de 400 000 bj entre 2012 et 2014 : l'Irak et la Libye ont en effet besoin d'augmenter leur production – la Libye dans le cadre de sa reconstruction – et l'Algérie est peu encline à réduire sa production. Quant à l'Arabie Saoudite, nous n'anticipons pas des coupes aussi drastiques qu'en 2009. Par ailleurs, nous anticipons une forte hausse de production dans les pays non-membres de l'OPEP, notamment aux États-Unis, Canada et en Amérique latine. Ainsi, la production pétrolière issue des gisements schisteux devrait soutenir la hausse de production aux États-Unis (champs Bakken, Eagle Ford et Permian), au Canada (champs Kearl, Firebag, Christina Lake). De nouveaux gisements devraient être exploités au Brésil (champ Sapinhoa), en Chine (gisement Peng Lai) et en Russie, ce qui contrebalancerait la baisse de production des champs matures. La baisse de production des pays d'Europe du Nord (Royaume-Uni, Norvège) devrait néanmoins se poursuivre.

La baisse de la demande des pays de l'OCDE se poursuivrait en 2013 et 2014 : l'Union européenne serait en récession en 2013 et les États-Unis verraient leur croissance divisée par deux par rapport à 2012. Combinée à une baisse de l'intensité énergétique, elle conduirait à une baisse de la demande. Aux États-Unis, la faiblesse de la demande liée à une faible croissance intérieure devrait entraîner une baisse du cours du *Western Texas Intermediate*, et indirectement peser à la baisse sur le cours du Brent. En revanche, au sein des pays émergents, la hausse de la demande se poursuit : dans les pays d'Asie, la consommation augmenterait de 1,5 Mbj entre 2012 et 2014 (1 Mbj en Chine et 500 000 bj dans les autres pays d'Asie). Au total, la demande mondiale passerait de 89,2 Mbj en 2012 à 89,9 Mbj en 2013 et 91,3 Mbj en 2014, et la hausse serait plus que compensée par celle de la production mondiale.

Pour conclure, le maintien des cours au-dessus des 100 barils permet la prospection et l'exploitation de nouveaux gisements non

conventionnels, et repousser l'échéance du *peak oil*. Ainsi, selon l'EIA, les réserves prouvées atteindraient 1 481 milliards de barils en 2011 (dont 1 200 pour les seuls pays de l'OPEP), soit 46 années de consommation (graphique 3). Par conséquent, il est difficile de maintenir artificiellement le prix du baril très au-dessus du coût marginal d'exploitation des champs les plus difficiles d'accès (autour de 100 dollars), et cela écarte *de facto* les scénarii au-delà de 150 dollars à moyen terme.

Graphique 3. Réserves prouvées de pétrole, 1960-2011



Source : Energy Information Agency, calculs de l'auteur.

## Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Demande mondiale</b>	88,9	89,2	88,8	89,7	89,7	89,6	89,9	90,5	90,7	91,2	91,6	91,5	89,2	89,9	91,3
<b>En taux de croissance <sup>1</sup></b>													1,0	0,9	1,5
<b>PIB mondial <sup>1</sup></b>													2,8	2,7	3,1
<b>Intensité pétrolière <sup>1</sup></b>													-1,8	-1,8	-1,6
<b>Production mondiale</b>	88,9	89,0	89,0	89,0	89,1	89,7	90,2	90,6	91,0	91,3	91,7	91,9	89,0	89,9	91,5
<b>Dont : OPEP <sup>2</sup></b>	36,6	36,7	36,6	36,1	36,0	36,2	36,4	36,5	36,6	36,6	36,8	36,9	36,5	36,3	36,7
<b>Non OPEP</b>	52,4	52,3	52,4	52,9	53,1	53,5	53,8	54,0	54,4	54,7	54,9	54,9	52,5	53,6	54,7
<b>Variations de stocks</b>	0,0	-0,2	0,2	-0,7	-0,6	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Dont OCDE</b>	0,3	0,0	0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1
<b>Prix du pétrole Brent <sup>3</sup></b>	118,4	108,4	109,7	110,1	112,5	115,0	108,0	105,0	105,0	105,0	110,0	110,0	111,7	110,1	107,5
<b>Prix des matières premières industrielles <sup>1</sup></b>	2,5	-4,9	-6,9	-4,9	3,6	3,1	3,0	3,9	4,2	4,9	5,1	4,1	-5,6	5,3	17,8
<b>Taux de change 1 ? = ... \$</b>	1,30	1,29	1,25	1,30	1,32	1,33	1,34	1,34	1,35	1,35	1,35	1,35	1,28	1,33	1,35

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. Hors Angola et Équateur. Bien que ces deux pays soient membres de l'OPEP depuis 2007, ils ne sont soumis à aucune contrainte de quota.

3. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévisions OFCE, avril 2013.

## ÉTATS-UNIS : SOUS LE POIDS DE L'AJUSTEMENT BUDGÉTAIRE

**Christine Riffart**

*Département analyse et prévision*

**E**n ligne avec la moyenne observée depuis le début de la reprise de 2010, la croissance américaine a atteint 2,2 % en 2012. Le rythme de sortie de crise reste inchangé autour de 2 % l'an. Mais le début de l'année 2013 pourrait marquer un tournant. D'un côté, les conditions d'une reprise plus franche sont réunies avec la levée progressive de la contrainte financière pesant sur les ménages depuis le déclenchement de la crise immobilière ; d'un autre côté, l'ajustement budgétaire devrait prendre une dimension plus contraignante en 2013 et 2014. Les engagements déjà pris au sein du Congrès et la crise politique qui bloque l'adoption des choix budgétaires souhaités par les Républicains se traduisent par des coupes brutales dans les dépenses de l'État. Ces coupes pourraient ramener la croissance de l'économie américaine à 1,5 % cette année et 1,7 % en 2014 et conduire à une hausse du taux de chômage autour de 8,3 % fin 2014.

### **Une croissance qui reste terne en 2012....**

Malgré un quatrième trimestre de croissance décevant (0 % par rapport au trimestre précédent), la dynamique de la croissance américaine est restée plutôt stable en 2012. Hors stock, la contribution trimestrielle de la demande intérieure se maintient autour de 0,4-0,5 point depuis le printemps 2012, affichant cependant un léger ralentissement par rapport à l'année 2011, dû à la moindre consommation des ménages. Celle-ci est passée d'une hausse annuelle de 3,1 % au début de l'année 2011 à 1,9 % sur chacun des trimestres de l'année 2012. On est loin des 5,7 % qui prévalaient

après la récession du début des années 1980 et des 3,7 % affichés après celle de 1990. À la différence de l'année précédente, le ralentissement des dépenses de consommation des ménages en 2012 a été compensé par la reprise de l'activité sur le marché de l'investissement résidentiel.

Deux facteurs expliquent cette inertie de la consommation des ménages : une masse salariale qui reste plombée par la situation dégradée sur le marché du travail malgré la bonne situation financière des entreprises, et un taux d'épargne qui, bien qu'en baisse par rapport à 2011 (3,9 % en 2012, après 4,2 %) est encore contraint par un effet richesse négatif lié à la perte passée de la valeur de l'actif des ménages, notamment immobilier. En 2012, le revenu des ménages a progressé de 1,5 % et les créations d'emplois salariés dans le secteur privé se sont maintenues en moyenne mensuelle annualisée autour de 200 000 sur l'année, avec une légère accélération depuis octobre dernier dans les services et la construction. Comparée à l'ensemble de la population en âge de travailler, la part des actifs en emploi n'a augmenté que de 0,5 point depuis le point bas de mi 2011, insuffisant pour compenser la baisse de 5 points du taux d'emploi de la récession de 2008 et 2009. De plus, entre le début et la fin de l'année 2012, la durée du travail dans les entreprises privées a baissé de 0,3 %. Illustrant malgré tout la bonne résistance de l'emploi à la faible croissance, la productivité horaire du travail, qui s'était fortement redressée en 2009 (+5,6 % sur un an à la fin de l'année), a ralenti progressivement : depuis près de 2 ans, elle évolue sur un rythme moyen de 1 % l'an. Cette faible progression des emplois ne permet pas une détente forte du chômage. Encore, le taux d'activité de la population, revenu à son niveau du début des années 1980, n'augmente pas. Car si une partie de la population qui s'est exclue du marché du travail devait y revenir, cela freinerait la décrue du taux de chômage. Dans ce contexte, les salaires ont continué de ralentir jusqu'à 1,3 % sur un an entre mai et octobre 2012, une progression inférieure à l'inflation plutôt proche de 1,7 % sur la période, puis ils ont réaccélééré légèrement en fin d'année.

Au quatrième trimestre 2012, le revenu des ménages a été soutenu par le versement accéléré des revenus du capital, et notamment de dividendes, en anticipation de la hausse des taux d'imposition sur ces revenus. Le paiement de dividendes a

augmenté de 120 milliards de dollars en rythme annualisé par rapport au trimestre précédent, soit une hausse de 16,4 %.

### **...malgré la levée progressive des effets de richesse négatifs sur le comportement des ménages**

Derrière la situation dégradée du marché du travail qui pèse sur le climat de confiance, la situation patrimoniale des ménages s'améliore nettement. Engagé en 2007, le désendettement s'est poursuivi tout au long de l'année dernière – à la fin de l'année 2012, la dette des ménages atteignait 105 % du RDB, contre 128 % à l'été 2007 – sous l'effet du désendettement hypothécaire. Mais surtout un changement notable s'est produit en 2012. Jusqu'en 2011, une partie importante de l'effort financier était annulé par la baisse concomitante du prix de l'actif engagé. Or, l'année dernière, le retournement observé sur le marché de l'immobilier et notamment, la reprise des prix (+7,3 % sur un an selon l'indice Case&Shiller) ont permis de stabiliser puis de réamorcer l'appréciation de la valeur du bien immobilier des ménages. Ceci a permis de faciliter le rééquilibrage financier des ménages : la valeur de l'actif augmentant, l'ajustement devient plus aisé. Ainsi, en 2012, la dette brute hypothécaire, rapportée à la valeur brute de l'actif immobilier utilisé comme collatéral a baissé deux fois plus vite que sur la période 2009-2011 : le ratio a baissé de 6 points en 1 an contre 3 points en 3 ans. Du côté des financements, les nouveaux crédits nets des remboursements sont toujours négatifs, même si au quatrième trimestre 2012, ils le sont de moins en moins.

Le marché reste toujours fortement marqué par la crise. Les ventes de logements anciens ont retrouvé leur niveau du début des années 2000 mais les ventes de logements neufs sont encore deux fois moins élevées. Et même si la reprise des mises en chantiers et des permis de construire est élevée, elle part d'un niveau extrêmement faible. Depuis la reprise, l'investissement en logements des ménages n'a rattrapé qu'un cinquième du recul enregistré pendant la crise : fin 2012, il reste inférieur de moitié à ce qu'il était au début 2006, à la veille du retournement.

Avec la reprise des prix, l'effet richesse joue moins négativement. Au quatrième trimestre 2012, 10,4 millions des ménages étaient en situation de *negative equity* – c'est-à-dire détenteurs d'une dette supérieure à la valeur du bien acheté –, auxquels il faut



rajouter 2,3 millions de ménages détenant une dette inférieure d'à peine 5 % à la valeur du bien (situation de *near-negative equity*). Au total, ce sont donc 26,2 % des ménages endettés qui sont concernés par cette situation. En plus de cette décreue inscrite depuis plusieurs trimestres, le montant même de ces *negative equity* tend à baisser : 628 milliards de dollars au quatrième trimestre 2012 contre 670 milliards au précédent. Enfin, les saisies immobilières ont décliné de 21 % sur un an, même si 1,2 million de logements sont encore sous le joug d'une procédure en janvier 2013, représentant 2,9 % du stock de logements portant un emprunt.

Face à cette situation, les entreprises ont ralenti leurs dépenses d'investissement en 2012, même si celles-ci ont rebondi à 2,3 % au quatrième trimestre, dopées par les achats d'équipements informatiques et périphériques et de matériel de transport. Le taux d'investissement qui s'était redressé les deux premières années de la reprise a quasiment cessé de progresser en 2012. Face aux incertitudes entourant l'année 2013, les entreprises ne devraient guère être incitées à changer de cap. À court terme, les anticipations de demande sont modérées et les taux d'utilisation des équipements dans l'industrie sont à un niveau plus bas que la moyenne de long terme. Depuis un an, les commandes de biens de capital – hors défense – adressées à l'industrie manufacturière sont en baisse. Sur un an, leur progression est passée de 17 % fin 2011 à 8,3 % fin 2012.

### **En 2013 et 2014, l'ajustement budgétaire l'emportera**

Derrière cette conjoncture morose marquée par un sous-emploi qui frappe plus de 14 % de la population en février 2013, la crise politique et les incertitudes qu'elle suscite en termes de droits à prestations sociales, fiscalité sur les ménages et les entreprises, voire même de services rendus par la collectivité (santé, éducation, ...) pourrait bien porter un coup brutal à la croissance américaine en 2013 et 2014. L'adoption de l'*American Taxpayer Relief Act* du 2 janvier 2013 a permis d'éviter (pour un temps) la chute de la « falaise budgétaire » qui aurait sonné le coup d'arrêt à la croissance. Pour autant les incertitudes demeurent pour cette année, à la fois sur l'ampleur des mesures qui seront prises, mais aussi sur la possibilité même de fonctionner pour le gouvernement (encadré). L'hypothèse faite dans notre scénario est qu'un accord devrait être trouvé qui lie relèvement du plafond de la dette auto-

risée et coupes dans les dépenses publiques dans le prochain budget. Au total, l'impulsion budgétaire retenue dans notre scénario est de -1,6 point en 2013 et autant en 2014, soit presque deux fois plus que l'impulsion de 2012.

### Encadré. La situation budgétaire à la mi-mars 2013

La fin de l'année 2012 a été marquée par une nouvelle étape dans la crise politique qui sévit au sein du Congrès depuis début 2011, avec la question de la pérennisation ou non des baisses d'impôts votés sous la présidence Bush en 2001 (reconduites pour deux ans en 2009) et 2003, et arrivées à terme au 31 décembre 2012 et la menace de l'application des sequestrations (ces coupes automatiques dans les dépenses publiques) prévues dans le *Budget Control Act* de 2011<sup>1</sup>. En l'absence d'une intervention du Congrès, cette « falaise budgétaire » aurait dû conduire à une réduction du déficit de 640 milliards de dollars (soit 4 points de PIB) et une rechute de l'économie américaine dans la récession dès le début de l'année.

Aussi, dans la nuit du 1<sup>er</sup> au 2 janvier, a été signé par le Président des États-Unis l'*American Taxpayer Relief Act* obtenu à l'arraché par un Congrès fortement divisé. Cet accord a évité le scénario du pire mais a laissé en suspens un certain nombre de problèmes. Les principales mesures sont les suivantes :

- les baisses d'impôts sur les revenus, les plus-values et les revenus du capital pour les personnes gagnant moins de 400 000 dollars (450 000 pour les couples) sont rendues pérennes. Pour les ménages les plus riches (soit 1 % de la population), le taux d'imposition sur le revenu passe de 35 à 39,6 % et le taux d'imposition sur les plus values et revenus du capital de 15 à 20 % (contre 39,6 % avant la présidence Bush) ;
- la suppression des déductions d'impôts et autres niches fiscales pour les revenus de plus de 200 000 dollars (300 000 pour les couples) a été annulée ;

1. Le 2 août 2011, alors que la dette du gouvernement fédéral atteignait depuis plusieurs semaines le montant du plafond légal autorisé et que le Trésor menaçait de faire défaut, un accord a finalement été trouvé au sein du Congrès pour mettre fin au blocage institutionnel. Les Républicains ont accepté le relèvement du plafond de la dette en échange de l'adoption du *Budget Control Act* qui contraint à réduire les dépenses du gouvernement de 2 300 milliards de dollars sur 10 ans. Une commission législative bipartisane (le *Joint select Committee*) a été créée pour négocier un accord. En cas d'échec, la loi prévoit des coupes uniformes et automatiques de 1 200 milliards de dollars sur 10 ans (dont la moitié dans la défense) dans les dépenses (séquestrations) à compter du 1er janvier 2013.

- les taux d'imposition sur les droits de succession passent de 35 à 40 % au-delà du seuil d'exemptions de 5 millions de dollars (contre 55 % avant la présidence Bush) ;
- l'indexation du seuil des revenus sujets à l'Alternative Minimum tax<sup>2</sup> sur l'inflation est rendue permanente afin de protéger les classes moyennes<sup>3</sup> ;
- par contre, les crédits d'impôts pour les familles les plus pauvres sont maintenues pour 5 ans ;
- les allègements fiscaux sur les entreprises sont également prolongés.

Par ailleurs, la mise en œuvre des coupes dans les dépenses publiques (séquestrations) a été reportée de deux mois, au 1<sup>er</sup> mars 2013. Au total, les coupes portent sur un montant de 85 milliards de dollars jusqu'en septembre (fin de l'année fiscale 2013), réparties à parts égales entre la défense et les autres grands domaines.

Le 4 février, le Président signe le *No Budget, No Pay Act* de 2013, qui suspend la législation concernant le plafond de la dette statutaire jusqu'au 18 mai 2013. Compte tenu de la disponibilité de liquidités permises par les mesures extraordinaires pendant quelques semaines, le risque de défaut est écarté mais la menace est de ne pas payer les membres du Congrès si aucun accord sur le Budget 2014 n'est trouvé d'ici le 15 avril.

Enfin, dernière manifestation du blocage institutionnel, face à l'impossibilité de voter la loi de finances pour l'année fiscale 2013 (du 1<sup>er</sup> octobre au 30 septembre 2013), le gouvernement opère depuis le début de l'année fiscale selon la *Continuing Appropriation Resolution*, résolution provisoire qui permet de financer les programmes existants jusqu'au 27 mars à coups d'ouvertures de crédits affectés. Le 6 mars dernier, la Chambre des représentants (à majorité républicaine) a approuvé la nouvelle résolution qui prolonge jusqu'au 30 septembre prochain l'autorisation temporaire de financement<sup>3</sup>.

Si la situation conjoncturelle de 2012 a été meilleure qu'en Europe, elle n'en demeure pas moins préoccupante. La croissance reste trop faible pour combler le déficit de production apparu avec

2. L'AMT est une façon différente de calculer les impôts sur le revenu. À la différence du *regular income tax*, le revenu imposable ne prend pas en compte la plupart des exonérations et déductions diverses mais se voit appliquer deux taux d'impositions : 26 % sur la première tranche jusqu'à 175 000 dollars et 28 % au-delà. Les contribuables dont l'AMT est supérieure à leur impôt « normal », doivent ajouter la différence.

3. Cette situation n'est pas nouvelle puisque depuis 2009, les dépenses fédérales sont approuvées par ces résolutions temporaires plutôt que par un budget adopté.

la crise puisqu'avec 2,2 % en 2012, l'économie évolue au même rythme que celui de sa production potentielle. Cela ne permet pas à l'économie de rattraper son retard de production et de revenir sur son ancien sentier de croissance. Selon les données de l'OCDE, l'économie reste depuis deux ans à un niveau d'activité inférieur de 4 points à son niveau potentiel, ce qui est confirmé par l'ampleur du chômage.

Compte tenu de cet écart de production et des rythmes passés de sortie de crise, on peut supposer qu'en l'absence d'ajustement budgétaire et d'autres facteurs contraignants (effet richesse), la croissance spontanée de l'économie serait voisine de 3,2 % l'an en 2013 et 2014 (ce qui permettrait de refermer l'écart de production d'un point par an). Si l'on prend en compte l'impact de l'ajustement budgétaire national sur l'économie prévu pour 2013 et 2014 (-1,8 point de croissance, avec un multiplicateur évalué à 1,1) ainsi que la contraction de la demande extérieure du fait des politiques budgétaires restrictives qui sont menées en Europe (-0,2 point de croissance), la croissance spontanée est ainsi ramenée autour de 1,2 % en 2013 et 2014. Avec l'effet d'acquis, la croissance prévue pour les deux années est donc de 1,5 % en 2013 et 1,7 % en 2014.

**Tableau 1. Décomposition de la croissance américaine en 2013 et 2014**

	2013	2014
<b>Taux de croissance « spontané »</b>	3,2	3,2
<b>Impact de :</b>		
– la politique budgétaire	-1,8	-1,8
– l'environnement extérieur	-0,2	-0,2
– Autres	-0,2	-0,2
<b>Acquis en début d'année</b>	0,5	0,7
<b>Prévisions OFCE</b>	1,5	1,7

Source : Calculs de l'auteur.

## États-Unis : résumé des prévisions

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

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	0,5	0,3	0,8	0,0	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,2	1,5	1,7
<b>PIB par tête</b>	0,3	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,1	1,4	0,7	0,9
<b>Consommation des ménages</b>	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	2,5	1,9	1,7	1,9
<b>Dépenses publiques <sup>1</sup></b>	-0,8	-0,2	1,0	-1,8	-1,4	-0,9	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-3,1	-1,7	-3,2	-1,5
<b>FBCF privée dont</b>	2,4	1,1	0,3	2,7	1,2	1,0	1,1	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	6,6	8,6	5,3	2,7
<b>Logement</b>	4,8	2,0	3,2	4,1	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-1,4	12,1	11,6	8,2
<b>Productive</b>	1,8	0,9	-0,5	2,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6	7,7	3,8	1,2
<b>Exportations de biens et services</b>	1,1	1,3	0,5	-1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	6,7	3,3	1,8	3,8
<b>Importations de biens et services</b>	0,8	0,7	-0,2	-1,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,8	2,4	0,0	1,9
<b>Variations de stocks</b>	56,9	41,4	60,3	12,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	31,0	42,7	30,0	30,0
<b>Contributions</b>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,6	0,4	0,5	0,4	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	2,0	2,1	1,4	1,5
<b>Variations de stocks</b>	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3	0,2
<b>Prix à la consommation <sup>2</sup></b>	2,8	1,9	1,7	1,9	1,6	1,8	1,5	1,1	1,0	0,9	1,0	1,2	3,1	2,1	1,5	1,0
<b>Taux de chômage, en %</b>	8,2	8,2	8,0	7,8	7,8	7,7	7,7	7,6	7,6	7,5	7,5	7,5	8,9	8,1	7,7	7,5
<b>Solde courant, en points de PIB</b>	-3,5	-3,0	-2,7	-2,9	-2,7	-2,6	-2,5	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-3,1	-3,0	-2,6	-2,3
<b>Solde public, en points de PIB</b>													-10,2	-8,7	-7,8	-6,8
<b>Impulsion budgétaire</b>													-1,1	-0,9	-1,6	-1,6
<b>PIB zone euro</b>	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-0,5	-0,4	0,9

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 avril 2013.

## JAPON : ABENOMICS OU LE RETOUR DU POLICY-MIX EXPANSIONNISTE

Bruno Ducoudré

*Département analyse et prévision*

Après une année 2012 moins bonne que prévue (+2,0 % de croissance contre +2,4 % prévu en octobre 2012), l'année 2013 sera marquée par un *policy-mix* dont l'objectif principal est un retour de la croissance associé à une sortie rapide de la déflation, avant la hausse de 3 points de la TVA qui devrait intervenir en avril 2014 si la croissance est au rendez-vous.

Ce *policy-mix*, aussi dénommé « Abenomics », en référence au nouveau premier ministre, leader du Parti libéral démocrate sorti vainqueur en décembre 2012 des élections législatives à la Chambre basse, s'appuie en premier lieu sur une politique budgétaire expansionniste, concrétisée par un plan de relance sur quinze mois d'un montant équivalent à 2 points de PIB.

Le deuxième pilier consiste en une reprise en main de la politique monétaire. Dans la foulée du relèvement de la cible d'inflation de la Banque centrale japonaise, l'ancien gouverneur, Maasaki Shirakawa, a été remplacé par Haruhiko Kuroda, qui a plaidé pour un assouplissement important de la politique monétaire et une dépréciation du taux de change.

Le troisième pilier comporte des politiques actives de croissance, comprenant entre autres des mesures de réduction des inégalités et d'incitations pour les entreprises à investir et à augmenter les salaires.

Le gouvernement a annoncé une mise en œuvre rapide de ces mesures, afin de stimuler la croissance avant les prochaines élections de juillet 2013 et créer les conditions nécessaires à la hausse de la TVA en 2014. La croissance accélérerait en 2013 pour atteindre 2,3 % en glissement annuel au quatrième trimestre, ce

qui refermerait temporairement l'écart de production. Compte tenu des effets d'acquis, le PIB augmenterait de 1,0 % en moyenne annuelle. En l'absence de nouvelles mesures de soutien à l'activité, et compte tenu de la hausse de TVA, l'activité ralentirait sensiblement en 2014, le PIB augmentant de 0,7 % en moyenne annuelle.

### **Effondrement des exportations et de l'investissement au deuxième semestre 2012**

L'économie japonaise sort d'une deuxième récession en deux ans. Les trois derniers trimestres de l'année 2012 ont été marqués par un repli du PIB, notamment au troisième trimestre (-1 % en variation trimestrielle) suivi d'une stagnation au quatrième trimestre. La fin de la prime à l'achat de véhicules écologiques s'est répercutée sur la consommation (-0,5 % au troisième trimestre). Les exportations ont aussi chuté de 5,1 % du fait du ralentissement du commerce mondial : au troisième trimestre elles ont baissé en valeur quel que soit le partenaire commercial. La baisse a principalement touché les exportations vers l'Asie (Chine comprise), l'Amérique (États-Unis et Amérique Latine) et l'Union européenne. La baisse de la production industrielle et le ralentissement des commandes publiques se sont traduites par une chute du taux d'utilisation des capacités de production, ce qui a contribué à la baisse de l'investissement productif privé au troisième trimestre (-3,3 % en variation trimestrielle), baisse qui s'est poursuivie au quatrième trimestre.

Le rebond de la consommation privée soutenue par la baisse du taux de chômage, l'accélération de l'investissement logement ainsi que la hausse des dépenses publiques ont en revanche contribué à éviter un deuxième trimestre consécutif très négatif, puisque le PIB est resté stable au quatrième trimestre. Les exportations ont à nouveau reculé, pénalisées par les tensions diplomatiques entre la Chine et le Japon à propos des îles Senkaku/Diaoyu, conflit qui a conduit à un boycott des produits japonais et à la fermeture d'usines japonaises sur le territoire chinois.

### **Politique budgétaire : « go-and-stop »**

À son arrivée au pouvoir, le nouveau gouvernement a mis en œuvre un plan budgétaire sur 15 mois, composé d'un budget pour l'année fiscale 2013 en hausse de 3,4 % pour son volant de

dépenses primaires, ainsi qu'un plan de relance additionnel de 2 point de PIB sur le budget de l'année fiscale 2012. Côté recettes fiscales, les impôts et taxes augmenteraient de 3,7 %. Une partie des dépenses additionnelles s'étalant sur l'année 2014, nous estimons l'impulsion budgétaire pour l'année 2013 à 1,9 point de PIB (tableau 1).

Pour 2014, la hausse du taux de TVA a été votée par le Parlement, mais celui-ci a laissé une marge d'appréciation au gouvernement pour sa mise en œuvre : le texte de loi rappelle l'objectif de croissance du PIB de 2 % sur la période 2011-2020, combiné à un objectif de croissance nominale de 3 %, ce qui laisse théoriquement une marge de manœuvre au gouvernement pour différer la hausse de TVA. Cependant, dans le passé, de telles dispositions existaient déjà et n'ont jamais été mobilisées. La hausse de 3 points de la TVA rapporterait 1,2 point de PIB de recettes fiscales additionnelles. Dès lors, la fin du plan de relance impliquerait une impulsion budgétaire négative de l'ordre de 1,7 point en 2014 s'ajoutant à l'impulsion négative liée à la hausse du taux de TVA. Compte tenu de l'objectif du gouvernement de sortir de la déflation, nous avons fait l'hypothèse que le plan voté en 2013 serait pérennisé en 2014. L'impulsion retenue pour 2014 s'élève donc à -1,3 point de PIB.

**Tableau 1. Composition de l'impulsion budgétaire (% du PIB)**

	2013	2014
Dépenses publiques	2,5	-1,9
Impôts et taxes	-0,4	-1,3
Report sur 2014	-0,2	0,2
Pérennisation du plan additionnel de 2012 en 2014		1,7
Impulsion budgétaire totale	1,9	-1,3
Multiplicateur	0,5	0,5
Effet sur la croissance	0,9	-0,6

Source : prévision OFCE avril 2013.

Avec un multiplicateur budgétaire estimé à 0,5, l'effet des impulsions budgétaires internes sur la croissance s'élèvera à +0,9 point en 2013 et -0,6 point en 2014. Les politiques de consolidation budgétaire poursuivies par les partenaires commerciaux du Japon amputeront la croissance à hauteur de 0,3 point de PIB en



2013 et en 2014 (tableau 2). L'anticipation de hausse de la TVA aura un faible effet positif sur la croissance en 2013, qui s'annulera en 2014. L'économie japonaise croîtra à un rythme trimestriel moyen de 0,6 % en 2013 et -0,1 % en 2014.

Tableau 2. Décomposition des prévisions de croissance

	2013	2014
Reprise spontanée	1,6	0,7
Effet total des politiques budgétaires sur la croissance	0,6	-0,9
<i>politique budgétaire interne</i>	0,9	-0,6
<i>politique budgétaire des partenaires</i>	-0,3	-0,3
Autres raisons	0,1	-0,1
Croissance du PIB en glissement au quatrième trimestre	2,3	-0,3
Croissance du PIB en moyenne annuelle	0,8	0,7

Source : prévision OFCE avril 2013.

### La demande intérieure soutenue par le *policy-mix* expansionniste en 2013

Le *policy-mix* expansionniste engagé par le gouvernement doit enclencher un cercle vertueux en 2013. Le plan de relance, axé en grande partie sur l'investissement public et la poursuite de la reconstruction des zones sinistrées en 2011, stimulera l'emploi dans le secteur du BTP, avec toutefois un accroissement des difficultés de recrutement pour les entreprises. Le rythme trimestriel d'augmentation de l'investissement logement ralentirait début 2013, la croissance des mises en chantiers poursuivant son ralentissement en janvier. Il accélérerait fin 2013-début 2014, avant la hausse de TVA.

Côté investissement, les indicateurs conjoncturels se sont améliorés fin 2012 avec la dépréciation du yen face au dollar et à l'euro, et les commandes de machines sont reparties à la hausse après un point bas atteint en octobre. Le taux d'utilisation des capacités productives se redresse progressivement avec la hausse de la production industrielle en janvier pour le deuxième mois consécutif, mais demeure encore à 15 points sous sa moyenne de long terme en janvier. Les expéditions de biens d'équipement (un indicateur avancé de l'investissement productif) restent en baisse de 10 % en janvier en glissement annuel, et la reprise de l'investissement productif se concrétiserait à partir du deuxième trimestre. Il

resterait dynamique jusqu'à la fin d'année 2014, stimulé en 2013 par les commandes publiques et la consommation des ménages, ainsi que des gains de parts de marché à l'exportation sur l'ensemble de la période 2013-2014.

L'augmentation de l'investissement et de la dépense publique soutiendront l'emploi, qui augmenterait de 0,6 % en 2013, et le revenu des ménages. La fermeture du cycle de productivité fin 2013 s'accompagnera ainsi d'une remontée de la durée hebdomadaire de travail. De plus, la baisse du taux de chômage, conjuguée aux mesures d'incitations fiscales pour les entreprises à augmenter les salaires, se traduira par une hausse des salaires nominaux de 1,4 % (*via* principalement une hausse des primes) et une augmentation de la masse salariale de 1,7 % en glissement annuel fin 2013. Compte tenu des hausses d'impôts et de l'évolution des prix, le revenu disponible net réel des ménages augmenterait de 0,7 % en glissement annuel fin 2013.

Dans la foulée de la hausse marquée de la confiance des consommateurs (+7 points en février 2013 par rapport à décembre 2012), et malgré un tassement des ventes de détail réelles (-0,8 % en janvier 2013) la consommation des ménages poursuivra début 2013 son rebond engagé au quatrième trimestre 2012. En 2013, la consommation sera soutenue par la hausse des revenus des ménages, et par la baisse du chômage qui favorisera une baisse du taux d'épargne. Par contre, la dépréciation du yen freinera la hausse de la consommation *via* le renchérissement des importations. On s'attend également à une accélération du rythme de croissance de la consommation fin 2013 anticipant la hausse du taux de TVA. Cette dernière impactera négativement le pouvoir d'achat des ménages, la consommation, l'activité et l'emploi principalement aux deuxième et troisième trimestres 2014.

### **Changement de paradigme de la politique monétaire**

Le deuxième pilier de la stratégie du nouveau gouvernement consiste en une reprise en main de la politique monétaire par le gouvernement, avec le constat que la mission confiée à la Banque du Japon n'a pas été remplie. À cette fin, la supervision des poli-

tiques macroéconomiques, incluant la politique monétaire, a été confiée au Conseil des politiques économiques et budgétaires<sup>1</sup>.

L'objectif est de sortir de la déflation rapidement par tous les moyens possibles. Dès avant l'arrivée de Haruhiko Kuroda et de deux nouveaux sous-gouverneurs en accord avec cette stratégie, la Banque du Japon avait décidé d'un relèvement du plafond de son programme de rachats d'actifs de 2 points de PIB fin 2013, puis à nouveau 2 points de PIB supplémentaires fin 2014, ainsi que d'une hausse de la cible d'inflation à 2 %. D'autres mesures plus radicales pourraient suivre, tels une ouverture du programme de rachat à des actifs plus risqués, ou encore un déplafonnement du programme et un financement direct du déficit public qui permettraient de repousser l'ajustement budgétaire et neutraliser une hausse des taux d'intérêt sur la charge de la dette en cas de sortie de la déflation.

Pour le moment, ces annonces se sont traduites par une dépréciation du yen et une forte hausse des indices boursiers mais n'ont pas eu d'effet sur les taux d'intérêt et les anticipations d'inflation. Les conséquences à court terme sur l'inflation passeront par une hausse du prix des importations, notamment les importations de fuel et de gaz dont le Japon est actuellement très dépendant depuis l'arrêt de la plupart de ses centrales nucléaires. La hausse du taux de TVA de 3 points en avril 2014 permettra une accélération temporaire de l'inflation, qui atteindrait 2 % en glissement annuel fin 2014. Cependant, sans hausse durable des salaires, les conditions ne semblent pas réunies pour l'enclenchement d'une boucle prix-salaire permettant de retrouver une inflation positive, du fait du ralentissement attendu de l'activité en 2014.

### **Des gains de parts de marché à l'exportation**

La dépréciation du taux de change effectif réel de 15 % depuis son dernier point haut atteint en juillet 2012 (-15 % face au dollar et -25 % face à l'euro), encouragée par les annonces volontaristes du gouvernement, s'est traduite par une forte amélioration des

---

1. « Le Conseil de la politique économique et budgétaire examinera régulièrement les progrès réalisés dans la conduite des politiques macroéconomiques, y compris la politique monétaire, la situation actuelle et les perspectives des prix dans le cadre de l'objectif de stabilité des prix fixé dans le cadre de ces politiques économiques et en fonction de la situation économique et budgétaire, y compris la situation de l'emploi, et les progrès des réformes structurelles de l'économie ». Décision du Cabinet du Premier ministre, 28 février 2013.

perspectives des entreprises exportatrices et un rétablissement de leurs marges. Par ailleurs, on observe une accalmie dans les tensions diplomatiques avec la Chine à propos des îles Diaoyu/Senkaku, qui s'est traduite par une reprise du commerce entre la Chine et le Japon au mois de janvier 2013 avec une hausse de 15 % des exports vers la Chine (données corrigées des variations saisonnières) et de 9 % des imports en provenance de Chine (en dollars, données corrigées des variations saisonnières) par rapport à décembre 2012. Cette reprise s'explique aussi par l'anticipation du nouvel an chinois qui a eu lieu en février. On s'attend à une reprise des exportations japonaises au premier semestre 2013. Au-delà, la dépréciation du taux de change réel se traduira par des gains de parts de marché à l'export, mais les politiques de consolidation budgétaire en Europe et aux États-Unis ne permettront pas de retrouver les rythmes de croissance d'avant-crise.

## Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	1,5	-0,2	-0,9	0,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,8	-1,1	-0,2	0,2	-0,5	2,0	1,0	0,7
<b>PIB par tête</b>	1,6	-0,2	-0,9	0,0	0,7	0,7	0,5	0,5	0,8	-1,1	-0,2	0,2	-0,4	2,2	1,1	0,8
<b>Consommation des ménages</b>	1,2	0,0	-0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	1,0	-2,5	-0,8	0,0	0,5	2,4	1,0	-0,7
<b>Consommation publique</b>	1,5	0,4	0,4	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,1	1,4	2,7	2,0	0,8
<b>FBCF totale dont</b>	-0,2	1,6	-1,3	0,0	0,2	1,1	1,1	0,7	0,5	0,2	0,2	0,3	1,2	4,4	1,5	2,2
<b>Productive privée</b>	-2,5	-0,1	-3,3	-1,5	0,1	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	3,3	2,0	-1,8	2,1
<b>Logement</b>	-1,7	2,2	1,7	3,5	1,0	1,0	1,0	1,3	1,2	-1,5	-1,0	0,0	5,5	2,9	6,7	1,2
<b>Publique</b>	8,5	6,2	2,6	1,8	1,2	2,5	2,5	1,0	0,3	0,2	0,0	0,0	-6,9	12,5	8,9	3,1
<b>Exportations de biens et services</b>	3,4	0,0	-5,1	-3,7	2,5	2,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	-0,4	-0,2	-0,8	4,8
<b>Importations de biens et services</b>	2,1	1,7	-0,5	-2,3	1,0	1,2	1,2	1,0	0,8	-1,0	-0,2	0,2	5,9	5,3	1,1	1,6
<b>Variations de stocks, en points de PIB</b>	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
<b>Contributions</b>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	1,0	0,4	-0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,7	-1,5	-0,4	0,0	0,8	2,8	1,3	0,2
<b>Variations de stocks</b>	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,3	-0,2	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	-0,8	-0,8	-0,3	0,5
<b>Prix à la consommation*</b>	0,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	0,5	0,5	0,4	2,2	2,1	2,1	-0,3	0,0	0,1	1,7
<b>Taux de chômage, au sens du BIT</b>	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	4,0	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	4,6	4,4	3,9	3,7
<b>Solde courant, en points de PIB</b>	1,3	1,3	0,7	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	1,2	1,3	1,5	2,0	1,0	0,8	1,2
<b>Solde public, en points de PIB</b>													-9,3	-9,6	-11,7	-10,7
<b>Impulsion budgétaire</b>													0,2	0,6	1,9	-1,3
<b>PIB zone euro</b>	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-0,5	-0,4	0,9

\* Pour les trimestres, glissement trimestriel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office ; Ministry of Internal Affairs and Communications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE avril 2013.

## ASIE : LA PERFORMANCE TOUJOURS AU RENDEZ-VOUS

**Amel Falah**

*Département analyse et prévision*

**E**n 2012, l'Asie apparaît encore comme la principale zone de croissance dans le monde, même si les scores ne sont plus aussi flamboyants qu'auparavant. Elle affiche une croissance de 5,8 %, en net repli par rapport aux 7,5 % de 2011. Ces dernières années, les pays émergents s'en sont, d'une manière générale, beaucoup mieux sortis que les pays développés, que ce soit en termes de croissance économique, d'endettement public ou de balance commerciale. Non seulement les principaux pays émergents ont tiré la croissance mondiale en 2012, mais ils s'avèrent aussi mieux armés pour résister à la contagion européenne. Ils continuent leur rattrapage à un rythme d'enfer, avec +9,3 % en 2011 et +7,8 % en 2012 de croissance en Chine. Cela s'explique par le dégonflement de la bulle immobilière (dû aux mesures prises dès 2010 par le gouvernement central pour lutter contre l'inflation) et par l'affaiblissement de la demande extérieure qui a freiné significativement les exportations. Ce ralentissement de l'économie chinoise s'est diffusé au reste de l'Asie par le canal du commerce extérieur. Autre géant d'Asie, l'Inde subit également les méfaits de la conjoncture mondiale, auxquels s'ajoutent des difficultés institutionnelles qui découragent les investisseurs étrangers. La situation macroéconomique s'est dégradée, avec une croissance molle de 4,1 % en 2012 contre 7,5 % en 2011, bien loin des 9 % de ces dernières années. Pour 2013 et 2014, nous prévoyons que la plupart des pays de la région vont bénéficier de la légère reprise des pays développés, ainsi que de la poursuite d'une forte demande intérieure. Nous tablons donc sur une croissance de respectivement +6,7 % et +7,0 %.

Tableau 1. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2011	2012	2013	2014
Corée du Sud	6,8	3,6	2,1	2,9	4,0
Asie Rapide	20,3	4,2	4,7	4,9	5,2
Taiwan	3,9	4,1	1,2	3,4	4,2
Hong Kong	1,5	4,9	1,4	3,1	4,2
Singapour	0,9	5,2	1,3	2,5	4,1
Thaïlande	3,6	0,0	6,5	5,0	5,1
Indonésie	6,0	6,5	6,2	6,2	6,2
Malaisie	1,7	5,1	4,7	5,0	5,4
Philippines	2,6	3,9	6,6	5,7	5,5
Chine	48,5	9,3	7,8	8,2	8,0
Inde	24,4	7,5	4,1	6,3	7,2
Asie hors Chine	51,5	5,7	4,1	5,3	6,0
Total	100,0	7,5	5,8	6,7	7,0

Sources : CEIC, calculs et prévisions OFCE, avril 2013.

Tableau 2. Zone Asie : résumé des prévisions de commerce

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011	2012	2013	2014
Importations	14,5	3,0	3,7	4,0
Exportations	12,7	1,4	3,4	3,6
Demande adressée	11,2	2,7	2,3	3,2

Sources : FMI, prévisions OFCE, avril 2013.

## L'activité ralentit mais ne s'interrompt pas

L'activité en **Chine** a sensiblement ralenti au cours de l'année 2012, du fait d'un tassement du rythme de croissance de la consommation des ménages, qui était très dynamique en 2011, et de l'investissement privé. Le commerce extérieur a eu une contribution quasi-nulle à la croissance chinoise, comme en 2011. La Chine a pâti de la crise en zone euro, puisqu'elle a connu une baisse des exportations vers l'Europe au deuxième semestre 2012. Les États-Unis sont ainsi devenus le premier débouché des exportations chinoises en 2012. La demande intérieure chinoise reste très dynamique, avec une hausse des salaires proche de 10 % par an, tandis que l'inflation est contenue en dessous de 3 % depuis la mi-2012. La Chine a dépassé l'Europe pour les ventes de véhicules

passagers, et se trouve donc être le premier marché mondial avec 19,3 millions de véhicules vendus en 2012. La reprise de la hausse des prix immobiliers mi-2012, après une pause en 2011, inquiète les autorités. De nouvelles mesures de régulation du marché ont été mises en place début 2013. Elles incluent un contrôle des prix et le renforcement des restrictions d'achat (dont une taxe de 20 % sur les plus-values). Cependant, la construction de logements sociaux devrait continuer à soutenir l'activité en 2013. Globalement, nous anticipons une contribution positive du commerce extérieur au PIB en 2013 et 2014, grâce à une légère amélioration de la situation internationale. La demande intérieure chinoise resterait dynamique, grâce à une croissance soutenue du salaire réel et des investissements nourris par des profits en hausse (+5% en 2012). Le PIB chinois progresserait donc de 8,2% en 2013 et de 8% en 2014.

Malgré un bon quatrième trimestre (+2,5 % contre +0,2 % au troisième trimestre), **l'économie indienne** n'a progressé que de 4,1 % en 2012. Cette chute importante du taux de croissance de l'économie indienne, estimée à 7,5 % pour la même période l'année dernière, reflète la perte de vitesse de plusieurs secteurs, en particulier l'industrie, affaiblie par une forte inflation et la hausse répétée des taux d'intérêts par la banque centrale depuis un an. Depuis le dernier trimestre 2011, l'Inde se trouve confrontée à un double déficit, (budgétaire (9,5 % du PIB en 2012) et des comptes courants (3,8 % du PIB en 2012) décourageant la confiance des investisseurs. Du fait de l'importance des déficits, de la dépréciation de la roupie (qui a perdu près de 11,0 % de sa valeur depuis son point haut de février 2012) et des tensions inflationnistes (+11,0 % en décembre 2012 en glissement annuel), le gouvernement indien dispose de faibles marges de manœuvre pour relancer l'économie. Il a décidé, début 2012, de mettre en place des mesures d'austérité visant à réduire le poids des subventions dans le budget de l'État. La croissance en Inde a été soutenue principalement par la consommation intérieure d'une classe moyenne émergente, atteignant +3,4 % au quatrième trimestre 2012. La production industrielle a baissé de nouveau en décembre 2012 (-0,5 %) et les ventes de voitures ont fortement décéléré ces derniers mois (-12,6 % en décembre 2012). Le ralentissement s'explique aussi par la paralysie politique du pays.



**La Corée du Sud** n'échappe pas au ralentissement économique mondial. La croissance du PIB n'a atteint que +0,4 % au quatrième trimestre 2012. Ce ralentissement est dû à une nette baisse des exportations (-1,2 %). La contribution du commerce extérieur reste ainsi négative (-0,2 % sur la même période). Le ralentissement de la croissance en fin d'année est dû aussi au recul de l'investissement (-2,0 %), et surtout au fort recul de l'investissement productif (-1,7 % l'an avec -2,8 % au quatrième trimestre). La progression de la consommation privée est restée faible (+0,8 % au dernier trimestre 2012), en dépit d'une bonne tenue du marché du travail (le taux de chômage est inférieur à 3,5 % depuis plus de huit ans), de l'augmentation continue des salaires et de la confiance des consommateurs. En moyenne annuelle, le PIB a progressé de 2,1% en 2012 contre 3,6 % en 2011. Les pressions inflationnistes restent contenues (+1,8 % en juillet 2012, contre +4,0 % en 2011). Le climat des affaires s'est dégradé, dans un contexte d'incertitudes électorales (Mme Park Geun-hye a été élue présidente de la Corée du Sud le 19 décembre dernier pour un mandat de cinq ans non renouvelable, sur un programme conservateur).

Depuis la crise mondiale de 2009, la croissance de **Singapour** a subi de fortes fluctuations : un rebond de +14,8 % en 2010, puis des croissances de +5,2 % en 2011 et +1,3 % seulement en 2012. Les exportations et réexportations pâtissent du ralentissement de l'économie américaine et de la récession de la zone euro (ses principaux clients), mais elles sont partiellement compensées par la demande asiatique (Singapour vend une part croissante de ses marchandises à ses voisins de l'ASEAN : 30 % des exportations en 2011). Le climat des affaires s'est de nouveau détérioré. Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir la croissance sont limitées par l'inflation, qui demeure plus forte (+4,2 % en décembre 2012) que la moyenne de 2% observée avant la crise financière. Certes la hausse des prix de vente de logements fut modérée en 2012 grâce aux mesures prises pour limiter la bulle immobilière (taxe sur les achats immobiliers des non-résidents et des entreprises), mais les coûts locatifs restent élevés.

**L'Indonésie** connaît une croissance robuste en 2012 (+6 %). Elle est tirée par la consommation des ménages (+5,3 % en 2012 après +5,0 % en 2011), qui bénéficient d'une croissance soutenue du crédit et du faible niveau des taux d'intérêt. La croissance est

surtout dynamisée par une relance massive des investissements (privés et publics) de +11,9 % en 2012, et par les exportations de matières premières et de biens de consommation (+9,5 % en 2012. L'inflation s'est accélérée en 2012 (+6 % contre +5,4 % en 2011).

En 2012, la croissance de la **Malaisie** est presque restée stable, avec +4,7 % contre +5,1 % en 2011. La consommation des ménages est le principal moteur de l'activité (+7,7 % en troisième trimestre 2012). Le plein emploi, la hausse des salaires et la croissance du crédit à la consommation ont contribué à soutenir la consommation et les ventes de détail. Les dépenses accrues en infrastructures décidées dans le cadre d'un vaste programme de réformes structurelles pour 2011-2015 ont soutenu l'investissement (+7,2 % aux premier et second trimestres 2012). La consommation et l'investissement compensent la baisse des exportations (-4,3 % au troisième trimestre 2012).

Après les perturbations des chaînes de production à la suite du tsunami au Japon et des inondations en 2011, la croissance en **Thaïlande** est passée de 0 % à +6,3 % en 2012. Tirés par la reconstruction, la consommation des ménages progresse de +2,6 % au dernier trimestre 2012 et l'investissement de +4,5 %. La rapidité et la vigueur du rebond économique s'expliquent par le plan de relance pour la reconstruction des infrastructures, les hausses de salaires, les baisses d'impôts sur les bénéfices des entreprises, la mise en place d'un programme de rachat de riz à un prix supérieur à celui du marché, les prêts à taux bonifiés aux ménages et aux entreprises touchés par les inondations. Les investissements en infrastructures visent notamment à mieux protéger à l'avenir les régions affectées par la montée des eaux. La croissance de la Thaïlande est aussi portée par une augmentation des flux de capitaux et d'IDE, surtout vers l'automobile et l'agroalimentaire. Les principaux investisseurs sont asiatiques, avec une prépondérance du Japon (qui reste le principal investisseur en Thaïlande avec 56% du montant des IDE nets en 2011, soit 4,4 Mds USD) et de la Chine (324 M USD ; les flux nets d'IDE chinois en 2011 sont 10 fois supérieurs aux montants moyens des années 2006-2009).

En 2012, la croissance du PIB de **Taiwan** n'a atteint que 1,2%. L'économie a stagné au deuxième trimestre (0 %) avant de rebondir aux troisième et quatrième trimestres (+1,2 % et +1,8 %). L'investissement productif est le principal moteur de l'activité,

avec +5,5 % au second trimestre 2012, la consommation des ménages reste atone, avec -0,1 % au troisième trimestre 2012. Les exportations ont pâti du ralentissement mondial en début d'année, mais un redressement s'est manifesté en fin d'année (+2,3 % au troisième trimestre 2012) notamment grâce aux ventes en Chine.

En dépit de la résistance de la demande interne (+3,4 % en 2012), soutenue à la fois par la bonne tenue du marché de l'emploi, l'augmentation exponentielle du nombre de visiteurs de Chine continentale et la mise en place d'un programme de grands travaux d'infrastructures, l'économie **hongkongaise** a fortement ralenti en 2012, avec une croissance de +1,4% seulement contre +4,9 % en 2011. La croissance du PIB s'est accélérée en fin d'année 2012 avec +0,6 %), dans le sillage de la reprise des exportations (+2,3 % au troisième trimestre).

Bien que solide (+6,6 % en 2012), la croissance des **Philippines** ne retrouve pas son niveau de 2010 (+7,6 %). Son principal moteur demeure la consommation des ménages, restée très dynamique (+2,1 % au dernier trimestre 2012). Celle-ci est soutenue par une forte croissance du crédit, par l'augmentation du revenu disponible et par des transferts des expatriés orientés à la hausse depuis avril (ces transferts représentent plus de 9 % du PIB). En revanche, l'activité manufacturière s'est essoufflée, après son record d'octobre 2012 (+17,0 %) du notamment à un repli des exportations (-7,6 % au troisième trimestre 2012).

### **2013-2014 : Des perspectives de croissance assez solides**

Après une activité plus faible que prévu en 2012, la croissance devrait amorcer une reprise dans les économies de marché émergentes, l'orientation de plus en plus expansionniste des politiques monétaire et budgétaire compensant le freinage exercé par la faiblesse de la demande extérieure. Nous prévoyons une croissance dans la région Asie de 6,4 % en 2013 et 7,0 % en 2014, après 5,8 % seulement en 2012 (la plus mauvaise performance depuis 2009). Les deux plus grandes économies de la région, la Chine et l'Inde ont en effet accusé un net ralentissement en 2012. La Chine devrait connaître une croissance économique de 8,2 % en 2013 et de 8,0 % en 2014, tandis qu'en Inde la progression du PIB devrait également

s'accélérer (+6,3 % en 2013 et +7,2 % en 2014), même si le niveau atteint est plus faible qu'en Chine. Les performances globales positives ne suffiront pas à surmonter les difficultés rencontrées par les deux géants que sont la Chine et l'Inde pour évoluer vers de nouveaux modèles de croissance. En Inde, le ralentissement passé du PIB pourrait déclencher un assouplissement monétaire en 2013, mais la Banque centrale devrait rester prudente face aux pressions inflationnistes. Les récentes réformes économiques initiées dans le secteur aérien et la distribution doivent être étendues aux autres secteurs, afin de restaurer la confiance et stimuler la croissance. Hong Kong et Taïwan ont été particulièrement affectés par le ralentissement mondial en 2012 ; leur croissance a à peine dépassé 1,0 % en 2012, mais pourrait s'accélérer en 2013 (vers un peu plus de 3 %) et 2014 (à 4,2 %). La Corée a subi une décélération (+2,1 % en 2012), mais devrait enregistrer une reprise graduelle en 2013 et 2014 (+2,9 et +4,0). La plupart des économies asiatiques devraient ainsi faire preuve d'un bon niveau de résistance, tout particulièrement les plus grandes d'entre elles. Les pays émergents ont réussi à maintenir leur croissance en dépit du ralentissement des pays développés. Le poids économique des pays émergents se rapprochant de celui des pays développés, la croissance des pays émergents devient un peu moins tributaire du commerce avec les pays développés et de leurs investissements à mesure que les revenus et la consommation des ménages augmentent, bien que les perspectives économiques des deux groupes soient étroitement liées. Cela étant, si le ralentissement perdure dans les pays développés, il risquerait de mettre un frein aux transformations structurelles en cours dans les pays de la zone.



## AMÉRIQUE LATINE : LA CROISSANCE EN SOUS-RÉGIME

Christine Rifflart

*Département analyse et prévision*

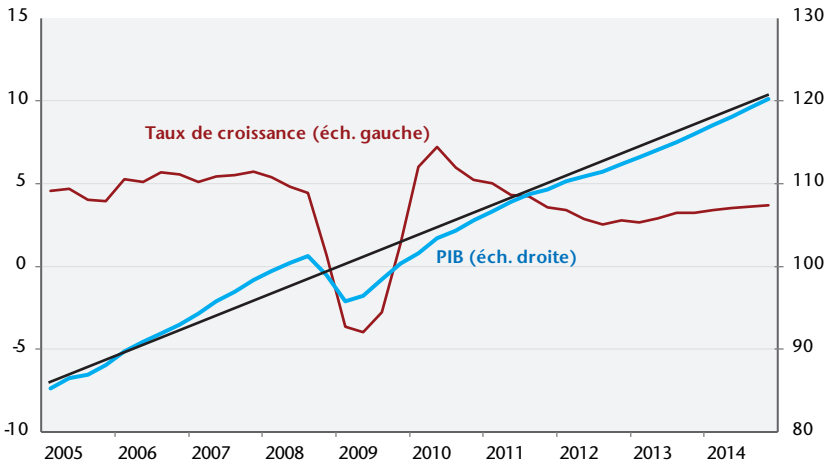
Après la reprise soutenue de 2010, l'économie latino-américaine a ralenti, la croissance de la région atteignant 2,9 %, contre 6,1 % en 2010. Dans un environnement international en berne, les dynamiques nationales reprennent une place prépondérante. Or la situation reste contrastée selon les pays. Si les petits pays s'en sortent plutôt bien, le Brésil et l'Argentine connaissent un certain ralentissement. En 2013 et surtout 2014, la situation devrait cependant s'améliorer.

### Une croissance 2012 contrastée selon les pays

Mesurée sur un an, la croissance moyenne de l'ensemble de la région est passée de 7,2 % au deuxième trimestre 2010 à 2,8 % fin 2012. Si l'on considère que le rythme de croissance potentielle de la région est de 4 % par an et que les années précédant le retournement de 2009 étaient des années de surchauffe économique et de tensions inflationnistes, la production actuelle reste en-deçà de son niveau potentiel. Bien qu'en hausse, le PIB se situe toujours en dessous sur sa tendance de long terme, la croissance restant trop faible pour le ramener sur sa tendance (graphique).

Le ralentissement est concentré dans deux pays : le Brésil dont la croissance est passée de 7,5 % en 2010 à 0,9 % en 2012 et l'Argentine, qui a vu sa croissance entre ses deux années fléchir de 9,2 % à 1,9 %. Les autres pays ont par contre maintenu de bonnes performances : le Chili, le Venezuela, le Pérou sont restés sur un rythme supérieur à 5,5 % l'an, le Mexique et la Colombie connaissent une croissance voisine de 4 %.

Graphique. Le PIB d'Amérique latine



Sources : FMI, calculs des auteurs.

En 2012, tous les pays, ont subi l'impact du ralentissement du commerce mondial. La demande étrangère adressée à la zone a progressé en 2012 de 1,9 %, après 9,4 % en 2011 et 17,3 % en 2010. Par ailleurs, la décreue de la demande mondiale a pesé sur les prix des matières premières. Selon l'indice de Hambourg, le prix des matières premières industrielles a baissé de plus de 15 % l'année dernière. Or beaucoup de pays sont dépendant de leurs exportations de ce type de produits. Enfin, à l'exception du Brésil et de l'Argentine, les pays de la région ont vu leur monnaie s'apprécier par rapport au dollar américain en 2012, et donc leur compétitivité-prix s'éroder. Corrigé de l'inflation des principaux partenaires commerciaux, le taux de change effectif réel du Pérou, du Chili et de la Colombie s'est légèrement apprécié. C'est également le cas en Argentine où, pourtant, les autorités mènent depuis 2011 une politique de peso faible pour stimuler les exportations. Entre janvier 2011 et février 2013, le peso a perdu 20 % de sa valeur par rapport au dollar. Mais cette politique attise les pressions inflationnistes. Proche officiellement de 10 % l'an, l'inflation, *via* notamment les importations, grignote les bienfaits de la dépréciation du taux de change et depuis deux ans, le taux de change effectif réel reste stable. Si l'on considère que l'inflation effective est plutôt proche de 25 % l'an, la perte de compétitivité est alors considérable. L'Argentine semble être prise dans un cercle dange-

reux où la recherche d'un taux de change faible nourrit l'inflation importée, qui elle-même renchérit l'inflation domestique et rend les produits nationaux peu compétitifs sur les marchés étrangers. À la différence de ses voisins, le Brésil est le seul pays qui a réussi à améliorer sa compétitivité depuis l'été 2011. La politique mise en place pour contrer les entrées de capitaux spéculatifs qui avaient alimenté une forte appréciation du real de 2010 à l'été 2011 a permis d'inverser le mouvement. Depuis, la monnaie a reculé de 20 % face au dollar et retrouvé son taux du début 2007. Globalement, donc, le Brésil a cessé de perdre des parts de marché à l'exportation en 2012 (au quatrième trimestre, les volumes exportés ont même augmenté de 4,5 % par rapport au trimestre précédent !) tandis que le reste de la région a cessé d'en gagner.

Si les performances à l'exportation ont été mauvaises, certains pays ont vu leur demande intérieure bien résister. C'est notamment le cas du Chili et de la Colombie. À l'inverse, en Argentine et au Brésil, la consommation des ménages et l'investissement ont nettement ralenti au point que les autorités brésiliennes craignent le risque d'une entrée en stagflation. De fait, en dépit de la faible croissance, l'inflation s'est accélérée au Brésil depuis plusieurs mois pour atteindre 6,2 % en février (la cible d'inflation est de 4,5 % +/-2 points). Pour stimuler la croissance, la Banque centrale du Brésil a ramené le taux directeur de 12,5 % en août 2011 à 7,25 % début octobre 2012, ce qui rend les taux d'intérêt réels particulièrement faibles. Dans les autres pays, les politiques monétaires restent plutôt vigilantes.

### **et qui restera modérée en 2013 et 2014**

En 2013, la quasi-stagnation du commerce international se traduira par un recul des exportations de la région d'autant que les pertes de compétitivité devraient jouer à plein. Ces mauvaises performances devraient être contrebalancées au moins partiellement par la dynamique des demandes intérieures dans les petits pays. Au Brésil, par contre, la croissance pourrait s'accélérer avec le relâchement de la politique monétaire depuis l'été 2011, sans que les pressions inflationnistes ne progressent davantage. Le Mexique, lui, pâtirait du ralentissement de la croissance des États-Unis en 2013 et 2014. Quant à l'Argentine, toujours en marge des marchés financiers, elle devrait être confrontée à des désordres



macroéconomiques croissants en 2013 et 2014 (notamment dégradation des finances publiques, baisse des entrées de capitaux, financement de la dette extérieure) qui pèseront sur sa croissance. Au total, la croissance de la zone devrait rester autour de 3 % en 2013 et s'accélérer légèrement à 3,6 % en 2014, un rythme proche de la tendance de long terme mais qui ne permet toujours pas de rattraper l'écart de production.

### Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011	2012	2013	2014
<b>PIB</b>	4,3	2,9	3,0	3,6
<b>Argentine</b>	8,9	1,9	2,9	2,8
<b>Brésil</b>	2,7	0,9	2,4	3,7
<b>Mexique</b>	3,9	3,9	2,7	2,8
<b>Importations</b>	12,9	1,7	1,8	4,8
<b>Exportations</b>	13,5	0,6	-1,2	2,8
<b>Demande adressée</b>	9,4	1,9	1,4	3,2

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2013.

## PECO : AU RALENTI

**Marion Cochard**

*Département analyse et prévision*

**L**e ralentissement de l'activité s'est poursuivi dans les pays d'Europe centrale et orientale au second semestre 2012, à la fois du fait de l'intégration commerciale et financière avec la zone euro et des politiques de restriction budgétaire. À la fin de l'année 2012, aucun pays de la zone, à l'exception de la Pologne, n'avait retrouvé son niveau d'activité d'avant-crise. La persistance d'indicateurs conjoncturels au plus bas et de perspectives moroses pour la zone euro annoncent une année 2013 à l'image de 2012 (+0,7 % en 2012 sur l'ensemble de la zone), avant un léger mieux en 2014. Toujours tirée par le haut niveau du prix des matières premières, la Russie devra quant à elle faire face à un risque de surchauffe en limitant l'accès au crédit, ralentissant ainsi la croissance en dessous de 4 % à l'horizon de la prévision.

### **Europe centrale**

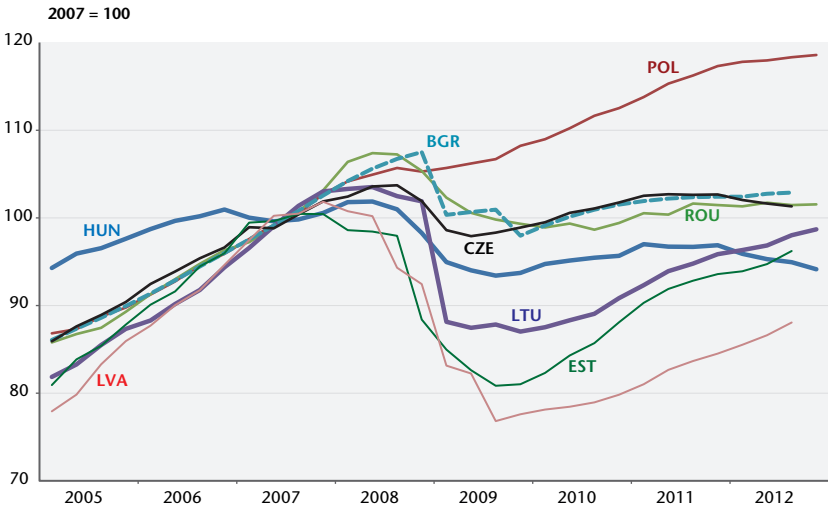
Après une année 2011 plutôt dynamique (+3,2 % de croissance du PIB), la croissance a marqué le pas en 2012 dans les Nouveaux Pays Membres (NPM). L'activité s'est contractée au second semestre 2012 en Hongrie, Roumanie, République Tchèque, et est en fort ralentissement dans les autres pays de la zone (graphique). À la baisse de la demande de la zone euro – allemande en particulier – s'est ajouté l'effet de l'austérité dans tous les nouveaux pays membres de l'UE (avec une impulsion budgétaire moyenne de -1,9 point de PIB). En outre, le désendettement des agents privés depuis 2008, dans un contexte de consolidation des bilans des banques de la zone – qui dépendent fortement des financements venant des groupes bancaires étrangers –, après des années de forte expansion du crédit, pèse sur la demande intérieure.

La Hongrie, en particulier, est l'un des pays les plus ouverts de la zone, et n'est sortie du marasme en 2010-2011 que grâce au commerce extérieur, tandis que sa demande intérieure continuait à se contracter. En 2012, la dégradation de la conjoncture en zone euro est venue s'ajouter à la contraction du crédit et à l'austérité budgétaire engagée depuis 2006. Ces éléments perdureront en 2013, et la Hongrie connaîtra une nouvelle année de récession (-0,2% de PIB). Le phénomène de désendettement, dans un pays où l'endettement privé – en grande partie libellé en devises – a explosé avec la dépréciation du forint, se poursuivra. La politique de restriction budgétaire se poursuivra également – *via* essentiellement des créations de taxes nouvelles –, et pourrait permettre au déficit hongrois de passer en dessous de la barre des 3 % en 2013. Mais le risque d'un dérapage budgétaire en 2014 est important en raison du contexte électoral. Ce risque sera particulièrement surveillé par les marchés car le gouvernement Orban souffre d'un déficit de confiance, matérialisé par des conditions de refinancement tendues, alors même que la dette hongroise est libellée à 42 % en devises et sur des échéances courtes, et donc extrêmement sensible au climat de confiance.

La Pologne, seule rescapée de la crise économique depuis 2008 – avec un seul trimestre de récession en 2008 et une croissance de plus de 4 % en 2011 – connaît un net ralentissement de son activité depuis début 2012. Grâce à une demande intérieure dynamique et une moindre dépendance extérieure, la croissance est demeurée positive jusqu'en fin d'année 2012. Mais les exportations en direction de la zone euro ont marqué le pas, pesant sur l'investissement, et la poursuite de ce mouvement pèsera encore sur la croissance polonaise à l'horizon de notre prévision. Par ailleurs, le gouvernement poursuivra l'assainissement budgétaire, malgré la baisse du déficit public de 5 % du PIB en 2011 à 3,5 % environ en 2012.

En 2013, la crise de la zone euro continuera donc de peser sur la croissance des pays de la zone (+1,1 % de PIB), et les pays les plus intégrés avec la zone euro verront leur activité stagner. L'année 2014, marquée par un léger mieux en zone euro, un allègement de la contrainte de crédit et un assouplissement budgétaire, verra une reprise timide de la croissance (+2,4 %).

Graphique. PIB en volume des Nouveaux Pays Membres



## Russie

Après un début d'année en forte croissance, la Russie a connu un ralentissement de son économie au second semestre 2012, en raison notamment des mauvaises récoltes de céréales, qui ont entraîné une forte contraction de la production agricole du pays en 2012. Mais structurellement, la croissance russe demeure très dépendante des matières premières non agricoles – qui représentent 70 % des exportations russes et la moitié des revenus de l'État –, tandis que les parts de marché de l'industrie et l'investissement productif du pays ne cessent de décroître depuis des années. L'économie russe repose donc principalement sur l'expansion de la consommation, en partie alimentée par les ressources pétrolières et gazières, mais aussi par l'explosion des crédits à la consommation (+20 % sur un an en 2012), qui commencent à faire peser un risque de surchauffe important au pays. La banque centrale a donc entamé un mouvement de hausse de son taux principal directeur en octobre afin d'endiguer la progression du crédit et de contenir une inflation qui a progressé de près de 4 points en un an, pour atteindre 7,3% en janvier 2013. À l'horizon de notre prévision, le renforcement des règles prudentielles sur les octrois de crédit et un retour à une politique budgétaire plus habituelle après l'année électorale passée devraient maintenir la croissance sous la barre des 4 %.

## Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

Croissance du PIB	Poids	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Nouveaux pays de l'UE</b>	<b>34,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>
<i>Pologne</i>	13,8	3,9	4,3	2,0	1,4	2,8
<i>République tchèque</i>	5,7	2,5	1,9	-1,2	0,1	1,8
<i>Hongrie</i>	4,9	1,3	1,6	-1,8	-0,2	1,3
<i>Pays baltes</i>	2,2	1,2	6,3	4,0	3,2	3,6
<b>Russie</b>	<b>46,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>
<b>Autres CEI <sup>1</sup></b>	<b>17,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>

1. Communauté des États indépendants.

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2013.

## ROYAUME-UNI : L'AUSTÉRITÉ BUDGÉTAIRE SANS FIN

Catherine Mathieu

*Département analyse et prévision*

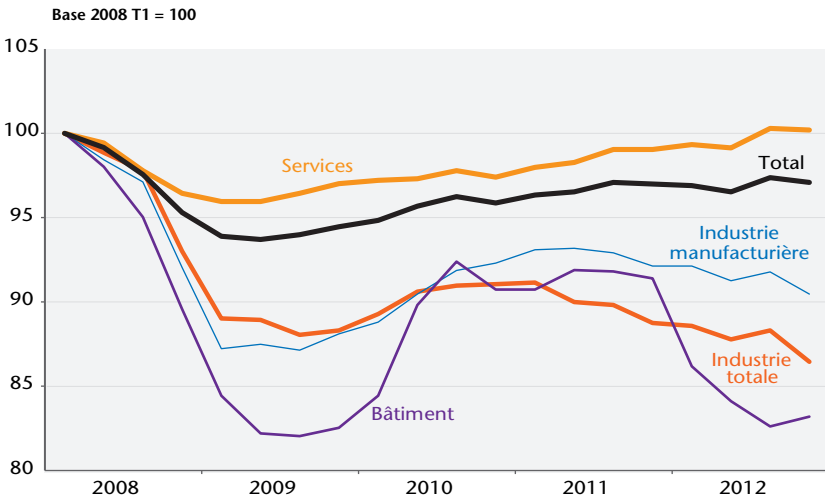
**E**n ce début de printemps, la croissance britannique est quasiment nulle. Le PIB a augmenté de 0,3 % seulement en moyenne annuelle en 2012, après 1 % en 2011. A la fin 2012, le PIB restait encore près de 3 % en dessous de son niveau d'avant-crise, celui du premier trimestre 2008. Cependant, le taux de chômage, au sens du BIT, a baissé de 0,5 point entre la fin 2011 et la fin 2012, pour atteindre 7,8 %. Malgré des capacités de production sous-utilisées, une faible demande et un ralentissement de la hausse des salaires nominaux (à peine plus de 1 % en rythme annuel en 2012), l'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisés (IPCH), est restée relativement soutenue, sous l'effet des hausses des prix des matières premières et alimentaires ainsi que, plus récemment, de la hausse des frais d'inscription universitaires. L'inflation est ainsi passée de 2,2 % en glissement sur un an en septembre 2012 à 2,8 % en février 2013. Le 20 mars 2013, le gouvernement britannique a publié son budget pour l'année fiscale 2013 (qui débute en avril) et les quatre années suivantes. Le budget affiche une prévision de croissance révisée en baisse pour 2013 : 0,6 % au lieu de 1,2 % dans le pré-budget de décembre dernier, et dans une moindre mesure pour 2014 : 1,8 % au lieu de 2 %. Le gouvernement avait, à son arrivée au pouvoir, fait de la baisse des déficits et de la dette publics son premier objectif. Il avait annoncé que le ratio de dette publique rapportée au PIB commencerait à baisser à partir de 2015. Prenant acte des révisions à la baisse de la croissance depuis deux ans, le gouvernement ne change pas sa stratégie de réduction des déficits publics, mais repousse le début de la baisse du ratio de dette publique à 2017. Selon le budget, le déficit public au sens de Maastricht, qui était de

7,8 % du PIB en 2011-2012, serait encore de 6 % du PIB en 2014-15, tandis que la dette publique atteindrait 99 % du PIB en 2015.

### Indicateurs conjoncturels : les frimas de l'hiver

En 2012, le PIB a baissé chaque trimestre, sauf au troisième, où il a augmenté de 0,9 %. Ces chiffres reflètent, comme c'est coutume au Royaume-Uni depuis plusieurs années, plusieurs effets exceptionnels. Ainsi, le report du *'Bank holiday'*, jour de congé ayant lieu habituellement début mai, au lundi 4 juin ainsi que le jour de congé supplémentaire accordé à l'occasion de la célébration du jubilé de diamant de la reine d'Angleterre, ont conduit à une baisse de la production en juin 2012, dont l'impact aurait été proche de 0,5 point sur le PIB au deuxième trimestre, selon les indications de l'ONS (*Office for National Statistics*). Le retour au nombre de jours travaillés habituels a augmenté mécaniquement le PIB de 0,5 % au troisième trimestre. A cet effet s'est ajoutée la tenue des jeux olympiques d'été à Londres, dont l'ONS estime que la seule vente des billets d'entrée a augmenté le PIB de 0,2 point au troisième trimestre.

Graphique. Évolution de la valeur ajoutée en volume par secteur, depuis le début 2008



Source : ONS.

En 2012, seuls les services (environ 75 % de la valeur ajoutée) ont tiré la croissance. Ce sont aussi les seuls secteurs où la valeur ajoutée a retrouvé son niveau du début 2008 (graphique). Depuis la

mi-2011, la production manufacturière est en baisse et était à la fin 2012 près de 10 points inférieure à son niveau du début 2008. La baisse de la production industrielle a été encore plus forte, du fait du recul de la production de pétrole en mer du Nord, à la fois pour des raisons de maintenance des équipements et d'épuisement des ressources. Enfin, dans le bâtiment, la valeur ajoutée a chuté en 2012 pour retrouver pratiquement son plus bas niveau de la mi-2009.

Au premier trimestre 2013, les épisodes de forte neige en janvier et fin mars auront probablement un impact négatif sur le PIB. En faisant l'hypothèse que l'activité aura été fortement ralentie pendant un peu moins d'une semaine, l'impact sur le PIB pourrait être proche de 0,1 point, si l'on se réfère à ce qui s'était passé au quatrième trimestre 2010, lorsque les épisodes de neige de la fin novembre et de la mi-décembre avaient réduit la croissance de 0,5 point de PIB sur le trimestre. Hors effets exceptionnels, les indicateurs conjoncturels récents suggèrent une croissance à proche de 0 au premier trimestre. Dans l'industrie, les perspectives de production à l'horizon des prochains mois sont à peu près stables, tandis que les opinions des industriels sur les carnets de commandes à l'exportation se sont dégradées depuis plusieurs mois. Par contre, l'enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie s'est redressée en janvier. Dans le bâtiment, les enquêtes suggèrent une reprise de l'activité, notamment en ce qui concerne les nouvelles commandes.

Depuis le début de la crise, les évolutions du marché du travail britannique sont pour le moins difficiles à comprendre. Ainsi, dans un premier temps, les entreprises ont moins réduit leurs effectifs que l'ampleur de la chute de la production l'aurait suggéré, au vu des cycles précédents de l'économie britannique. La forte baisse de la productivité horaire du travail dans le secteur marchand du début 2008 à la fin 2009 (de près de 5 points) a donné lieu à de nombreuses tentatives d'explications, qui n'apportent que des éléments de réponse partiels : les entreprises ont fait de la rétention de main-d'œuvre anticipant une sortie de récession plus rapide qu'observé et ont ajusté les salaires à la baisse. La déconnexion entre les évolutions de l'emploi et de la production suggérait aussi que cette dernière ait été sous-estimée par l'ONS. Mais l'ONS n'a pas



révisé depuis la croissance à la hausse et le mystère de la productivité demeure.

Ce mystère s'est encore épaissi plus récemment. Entre la fin 2011 et la fin 2012, l'emploi a augmenté de 708 000 personnes dans le secteur privé, alors qu'il baissait de 117 000 dans le secteur public<sup>1</sup>. Dans le secteur marchand, les productivités, horaire, et par tête, ont baissé respectivement de 3,1 % et de 3,3 % entre le quatrième trimestre 2011 et le quatrième trimestre 2012. La productivité a baissé dans la plupart des secteurs. Dans l'industrie manufacturière, seules font exception : la production d'équipements électroniques et informatiques (+4 %), de transport (+1 %), et l'industrie pharmaceutique (0 %) ; dans les services marchands, seuls les services techniques et scientifiques aux entreprises n'ont pas vu leur productivité baisser. Plusieurs éléments d'explication peuvent être donnés mais ils n'expliquent qu'une partie du phénomène : recul des investissements de productivité en raison des contraintes financières, baisse tendancielle de la productivité dans l'extraction de gaz et de pétrole, gains de productivité plus faibles dans les services financiers qu'avant la crise, augmentation du nombre des entrepreneurs individuels dans des secteurs où les entreprises n'embauchent pas. Ces trois derniers éléments expliqueraient environ 3 des 15 points de productivité perdus depuis le début de la crise, selon la Banque d'Angleterre, dans l'*Inflation Report* de février 2013. L'*Inflation Report* dresse un inventaire des éléments d'explication possibles et conclut que la productivité du travail se redressera lorsque la demande augmentera, que les conditions de crédit seront améliorées et que les incertitudes économiques seront réduites. L'autre hypothèse serait celle d'un ralentissement structurel brutal de la productivité britannique depuis la crise, mais d'où proviendrait-il ?

### **Austérité budgétaire et activisme monétaire**

Depuis l'arrivée au pouvoir de la coalition des Conservateurs et des Libéraux démocrates en mai 2010, la politique budgétaire et la

---

1. Hors effets de reclassification. En effet, depuis le printemps 2012, une partie des enseignants est comptabilisée dans le secteur privé et non plus dans le secteur public, ce qui s'est traduit par une baisse des effectifs du secteur public de 313 000 et à une hausse de des effectifs du secteur privé de 904 000 entre la fin 2011 et la fin 2012.

politique monétaire ont des objectifs distincts. La politique budgétaire est supposée réduire les déficits publics pour faire baisser le ratio de dette rapportée au PIB, sans poursuivre d'objectif de stabilisation conjoncturelle et moins encore de relance à court terme de la demande. Seules sont mises en avant quelques mesures de soutien direct à l'offre, dont en particulier la baisse du taux d'imposition des sociétés. Le gouvernement souhaite faire du Royaume-Uni le système fiscal le plus compétitif du G20, en abaissant le taux d'imposition central des sociétés. Celui-ci est passé de 28 % en 2010 à 24 % en 2012. Il passera à 23 % en 2013 et 20 % en 2015. Le gouvernement souhaite faire redémarrer l'investissement des entreprises et des ménages, en permettant aux agents un accès au crédit à faibles coûts. C'est là que la Banque d'Angleterre joue un rôle primordial : assurer des taux d'intérêt au plus bas niveau.

Cette stratégie de politique économique, axée sur l'austérité budgétaire (plus de 6 points d'efforts budgétaires cumulés entre 2010 et 2012) et l'activisme monétaire, n'a jusqu'à présent pas réussi à faire redémarrer la croissance. Le Royaume-Uni a vu sa note souveraine dégradée par Moody's en mars 2013. C'est un camouflet pour le chancelier de l'Echiquier, qui avait fait du maintien du triple A britannique un élément majeur de la campagne électorale en 2010. Mais sur le fond, la dégradation de la note, comme cela avait été le cas aux Etats-Unis et en France, n'a pas entraîné de hausse des primes de risque sur la dette publique britannique : le taux d'intérêt sur les obligations publiques à 10 ans reste parmi les plus faibles des pays industriels, à 1,85 % fin mars, contre 1,37 % en Allemagne, 1,92 % aux Etats-Unis, 2 % en France. Le taux de change de la livre n'a pas non plus été affecté. Comme le Royaume-Uni est loin d'être le pays où les risques sont les plus élevés en matière de perspectives de croissance, de niveaux de déficit et de dette publics, et comme les marchés savent que la Banque d'Angleterre jouera son rôle de prêteur en dernier ressort, il est vraisemblable que les actifs publics britanniques restent jugés parmi les plus sûrs par les marchés financiers pour une longue période.

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a maintenu son taux de base inchangé à 0,5 % depuis mars 2009, en dépit du non respect de la cible d'inflation (2 % dans une fourchette de  $\pm 1$  % pour l'IPCH). L'inflation avait atteint 5,2 % en septembre 2011, sous l'effet de hausses successives de TVA, mais a

ralenti ensuite et n'était plus que de 2,4 % en juin 2012. Ne pouvant plus guère abaisser le taux directeur pour relancer la croissance, le CPM a mis en place à partir de mars 2009 un programme d'achats de titres obligataires, initialement de 75 milliards de livres sterling et en a augmenté le montant à plusieurs reprises, pour le porter à 375 milliards en juillet 2012. Malgré l'ampleur de ces mesures de politique monétaire conventionnelles et non conventionnelles, le crédit aux ménages et aux entreprises n'a pas redémarré. La Banque d'Angleterre et le gouvernement ont adopté en juillet un nouveau dispositif d'incitation au crédit, le *Funding for Lending Scheme*, entré en vigueur au 1<sup>er</sup> août 2012. A l'occasion de la présentation du budget de mars 2013, le chancelier de l'Echiquier a souhaité modifier le mandat de la Banque d'Angleterre : celle-ci gardera l'objectif de maintenir l'inflation autour de 2 %, mais devra aussi prendre en compte explicitement la croissance et l'emploi dans la conduite de la politique monétaire.

Le budget de 2013 s'inscrit résolument dans une perspective libérale. Il s'agit de lutter contre « l'assistanat » en réduisant les prestations sociales et d'inciter à l'activité en baissant les impôts. Selon le budget de 2013, la consommation des administrations publiques n'augmenterait que de 0,5 % en volume en 2013 et baisserait de 0,7 % en 2014. L'investissement public progresserait de 2,6 % cette année en volume et de 5 % l'an prochain. Le gouvernement s'est engagé à ce que la santé et l'éducation soient exclues des plans de réduction des dépenses. Par contre, cette année et les deux suivantes, l'austérité pèsera fortement sur les prestations sociales. Ainsi, à partir du premier avril 2013, à l'exception notable des prestations retraite, les prestations ne seront revalorisées que de 1 % par an pendant trois ans, soit bien moins que l'inflation. Ce changement de revalorisation permettra une réduction des dépenses sociales d'environ 1,7 milliards en 2014-15 (0,1 point de PIB). Les prestations retraite seront revalorisées de 2,5 % par an. Le taux marginal d'imposition sur les revenus le plus élevé est abaissé de 50 % à 45 % en avril 2013. La baisse du taux d'imposition des sociétés de 24 % à 23 % en 2013-2014 et à 22 % en 2014-2015 réduirait les recettes de respectivement 730 millions et 820 millions.

Le budget 2013 annonce que les cotisations employeurs seront allégées en 2014 (-1,2 milliard de livres, soit 0,08 point de PIB). Le budget annonce aussi l'annulation de la hausse prévue de la

fiscalité des carburants en septembre 2013 (-480 millions de livres en 2013-14, -810 en 2014-15) et la baisse de la fiscalité sur la bière à partir de mars 2013 (1 penny par pinte de bière, -170 millions de livres en 2013-14, -210 millions en 2014-15). Par contre, les mesures de lutte contre la fraude fiscale sont censées rapporter près de 400 millions de livres en 2013 et 1 milliard en 2014.

L'impulsion budgétaire serait voisine de -1 point de PIB cette année et l'an prochain. Ceci, sous nos hypothèses de croissance, conduirait à un déficit public de 7,6 % du PIB cette année et de 7,3 % l'an prochain.

### **Perspectives 2013-2014 : la croissance resterait atone**

La hausse de la consommation des ménages resterait modérée à l'horizon 2014. Les ménages sont contraints par la baisse de leurs revenus salariaux réels (avec une hausse de 1 % en rythme annuel en termes nominaux, la perte de pouvoir d'achat est d'environ 1,5 point), bien que cet effet soit atténué par la hausse de l'emploi (1 % en 2012). Par ailleurs, les ménages continuent à se désendetter : leur taux d'endettement est passé de 168 % de leur revenus annuels au début de 2008, à 140 % au second semestre 2012, ce qui reste encore historiquement élevé (le ratio était voisin de 100 % avant le début des années 2000). En 2012, la richesse financière nette des ménages a augmenté à la fois du fait de la baisse de leur endettement et de la hausse des prix des actifs financiers, tandis que les prix de l'immobilier restaient stables. Le taux d'épargne a augmenté de 0,5 point de 2011 à 2012, où il a atteint 7 %. Dans notre prévision, le ralentissement de l'inflation réduira les pertes de pouvoir d'achat des ménages, tandis que l'emploi progresserait un peu moins rapidement que le PIB. La consommation des ménages connaîtrait une hausse modérée, en supposant une baisse du taux d'épargne, de l'ordre d'1 point d'ici la fin 2014. Nous avons supposé que l'investissement logement redémarrerait en 2013, comme le suggèrent les enquêtes récentes sur les nouvelles commandes. Mais le plan de soutien au crédit récemment annoncé par le gouvernement pourrait inciter les ménages à investir davantage dans l'immobilier.

Les entreprises continuent de bénéficier de mesures fiscales favorables (baisse du taux d'imposition, baisse des cotisations employeurs) et de faibles taux d'intérêt, ce qui contribuera à

soutenir l'investissement. Mais les perspectives de demande, extérieure comme intérieure, ne sont guère porteuses. En particulier, la zone euro, premier marché à l'exportation des producteurs britanniques, ne semble pas près de sortir de la crise, ce qui rend la perspective d'un rééquilibrage de la croissance britannique par les exportations de plus en plus improbable, du moins à l'horizon de notre prévision.

La croissance du PIB britannique ne serait que de 0,3 % cette année et de 0,8 % l'an prochain. Les facteurs de risque nous semblent plus importants à la baisse qu'à la hausse. Du côté de la demande intérieure, le gouvernement ne souhaite pas assouplir la politique budgétaire pour apporter un soutien conjoncturel à l'économie et compte entièrement sur l'activisme de la politique monétaire. Or les taux d'intérêt sont déjà très bas et la Banque d'Angleterre ne pourra probablement pas sauver à elle-seule l'économie britannique...

## Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	-0,1	-0,4	0,9	-0,3	-0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	0,3	0,3	0,8
<b>PIB par tête</b>	-0,2	-0,5	0,8	-0,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,4	-0,3	0,0
<b>Consommation des ménages <sup>1</sup></b>	0,3	0,7	0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,8	1,2	0,7	0,7
<b>Consommation publique</b>	2,9	-1,7	0,3	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	2,2	0,4	-0,7
<b>FBCF totale <sup>2</sup> dont</b>	0,5	1,6	-0,4	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4	-2,0	1,5	0,7	1,9
<b>Productive privée</b>	-0,2	1,4	0,2	-0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	4,7	4,7	1,2	1,3
<b>Logement</b>	-1,5	6,7	-6,1	-2,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	2,3	-5,4	-2,5	1,9
<b>Publique</b>	8,7	-5,9	6,6	3,8	-2,0	0,0	0,0	0,9	2,0	1,8	1,3	0,5	-26,2	2,5	2,6	4,9
<b>Exportations de biens et services</b>	-1,5	-1,1	1,8	-1,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,5	-0,2	0,2	1,7
<b>Importations de biens et services</b>	0,6	1,3	0,3	-1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	2,7	0,5	1,2
<b>Variations de stocks, en points de PIB</b>	0,1	0,3	0,7	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2
<b>Contributions</b>	0,0	-0,3	1,0	-0,3	-0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,5	0,4	0,5
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,9	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-1,0	1,5	0,7	0,3
<b>Variations de stocks</b>	-0,3	0,2	0,4	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,1
<b>Commerce extérieur</b>	-0,7	-0,8	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,4	-0,9	-0,1	0,1
<b>Prix à la consommation <sup>3</sup></b>	3,5	2,8	2,4	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,3	2,3	2,0	4,5	2,8	2,7	2,3
<b>Taux de chômage, au sens du BIT</b>	8,2	8,0	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	8,1	7,9	7,7	7,8
<b>Solde courant, en points de PIB</b>		-3,8		-3,7		-3,7		-3,7		-3,7		-3,7	-1,3	-3,7	-3,7	-3,7
<b>Solde public <sup>4</sup>, en points de PIB</b>													-7,8	-7,7	-7,6	-7,3
<b>Impulsion budgétaire</b>													-3,1	-0,9	-1,0	-1,1
<b>PIB zone euro</b>	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-0,5	-0,4	0,9

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. En 2012, la nationalisation du fonds de pension de Royal Mail réduit le déficit de 1,8 point de PIB.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q4 2012, 27 mars 2013*), prévision OFCE avril 2013.



## ALLEMAGNE : LA CROISSANCE PLIE MAIS NE ROMPT PAS

Sabine Le Bayon

*Département analyse et prévision*

À la suite de la chute du PIB de 2008-2009, la croissance avait été très forte, permettant à l'Allemagne de retrouver début 2011 son PIB d'avant-crise. Après une année 2011 toujours dynamique, avec une croissance de 3,1 %, l'année 2012 s'est inscrite en net retrait (0,9 %). La croissance annuelle est néanmoins restée positive, contrairement à celle de la zone euro (-0,5 %). Ceci resterait le cas en 2013, où le PIB progresserait de 0,4 % en Allemagne, alors qu'il reculerait encore dans la zone euro (-0,4 %). En 2014, le PIB allemand croîtrait de 1,5 %. Après la forte amélioration déjà observée en 2011 dans le sillage de la reprise économique, le solde public est devenu excédentaire en 2012 (0,2 % du PIB). Ce rétablissement rapide des finances publiques permet à l'Allemagne de se distinguer en étant le seul pays de la zone euro avec une impulsion budgétaire quasi-neutre en 2013 comme en 2014. La consommation privée repartirait progressivement dans un contexte de négociations salariales toujours favorables aux ménages. Le PIB allemand serait en revanche toujours amputé par l'impact de la crise de la zone euro sur ses exportations, puisque 40 % de ces dernières sont destinées à la zone euro. La restriction budgétaire de ses partenaires réduirait sa croissance de 0,9 point en 2013 puis de 0,8 point en 2014.

### Une année 2012 en retrait

Après un début d'année 2012 encore bien orienté, la croissance a ralenti, puis le PIB a même nettement reculé au dernier trimestre (-0,6 %, comme la zone euro). Cette piètre performance en fin d'année s'explique par la poursuite de la baisse de l'investissement productif et surtout par une contraction marquée des exportations



en volume (-2 %). De ce fait, le commerce extérieur a amputé la croissance de 0,8 point, malgré le recul des importations (-1 %). La chute des exportations concerne tant les pays de l'UE 27 (avec une contribution de -1,2 point) que les pays hors UE (contribution de -0,8 point), avec une chute marquée vers les Etats-Unis, tandis que la contribution de l'Asie a été légèrement négative. Ce sont essentiellement les exportations de biens d'équipement qui ont reculé. Sur l'ensemble de l'année, le solde commercial en valeur a toutefois continué de s'améliorer, à 7,2 % du PIB, le solde courant atteignant pour sa part 6,5 % du PIB.

La consommation des ménages a été atone en 2012, après la bonne performance de 2011 (0,6 %, après 1,7 %). Le revenu réel a en effet ralenti et le taux d'épargne s'est stabilisé dans un contexte de forte incertitude au sein de la zone euro (tableau 1). Tant les revenus des entrepreneurs individuels et du patrimoine que la masse salariale ont été moins dynamiques en 2012. Les augmentations de salaires horaires négociées ont certes été plus élevées qu'en 2011 (2,7 % contre 1,7 %), mais en raison de moindres primes que l'année précédente, les salaires horaires effectifs ont progressé au même rythme (3,1 %). Surtout, la durée du travail a baissé de 0,4 % en moyenne, après deux années de hausse, ce qui a conduit à un ralentissement de la croissance du salaire nominal par tête (à 2,7 %). Par ailleurs, la progression de l'emploi a été moindre (1,1 %) et a ralenti tout au long de l'année. L'emploi a même stagné en fin d'année. Ceci n'en constitue pas moins une bonne performance étant donné la faible croissance du PIB. Ce maintien de l'emploi est la contrepartie de la baisse de la durée du travail, comme ce fut le cas, toutes proportions gardées, en 2009. Cet ajustement de la durée du travail a reposé sur plusieurs mécanismes. D'une part, les embauches à temps partiel ont représenté 25 % du total des créations d'emplois entre le troisième trimestre 2011 et le troisième trimestre 2012, selon Eurostat. D'autre part, concernant les salariés déjà en poste, les entreprises ont réduit les heures supplémentaires et la durée du travail et utilisé les comptes épargne-temps. Elles ont aussi eu recours au chômage partiel<sup>1</sup>, dont la durée d'indemnisation a été allongée en décembre 2012 à

---

1. Ceci n'est pas encore visible dans les statistiques de chômeurs partiels qui ne sont disponibles que jusqu'en août 2012.

un an (contre 6 mois normalement), et ce jusqu'à fin 2013. La baisse de la durée du travail a concerné tous les secteurs, même si c'est dans l'industrie qu'elle a été la plus importante (-3 % entre le début de l'année 2012 et la fin de l'année).

Le taux de chômage qui avait baissé nettement au cours de l'année 2011 s'est quasiment stabilisé autour de 5,3 % en 2012. En effet, face à l'accélération de la croissance de la population active (0,6 % en 2012), le rythme de créations d'emplois s'est avéré trop peu dynamique. Cette progression de la population active, qui est la plus forte enregistrée depuis 2005, repose en partie sur une légère hausse du taux d'activité mais surtout sur l'accroissement de la population en âge de travailler. Après plusieurs années de baisse ou de stagnation, la population totale a elle aussi progressé (0,2 %), le solde migratoire positif (d'environ 350 000 personnes) ayant plus que compensé le déficit naturel.

**Tableau 1. Évolution des composantes du revenu des ménages allemands**

En %

	2009	2010	2011	2012
<b>Emploi</b>	0,1	0,6	1,4	1,1
<b>Salaire horaire conventionnel</b>	2,0	1,6	1,7	2,7
<b>Salaire horaire nominal</b>	3,4	0,4	3,1	3,1
<b>Dérive entre salaire négocié et salaire effectif</b>	-1,4	1,2	-1,4	-0,4
<b>Durée du travail</b>	-3,3	2,0	0,2	-0,4
<b>Salaire par tête nominal</b>	0	2,4	3,3	2,7
<b>Salaire par tête réel</b>	0	0,4	1,2	1,0
<b>Masse salariale nominale</b>	0,1	3,0	4,8	3,9
<b>Impôts et cotisations</b>	-0,8	0,1	6,4	4,8
<b>Revenus des entrepreneurs et du patrimoine</b>	-7,7	2,2	4,5	2,3
<b>Revenu nominal</b>	-0,5	3,0	3,2	2,2
<b>Revenu réel</b>	-0,5	0,9	1,1	0,5
<b>Taux d'épargne</b>	9,2	9,3	8,8	8,8
<b>Consommation réelle</b>	0,3	0,8	1,7	0,6

Sources : Statistisches Bundesamt, Global Insight.

Face à la faiblesse de la consommation privée et à l'incertitude, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises n'ont quasiment pas cessé de se dégrader au cours des années 2011 et 2012. Ceci s'est

traduit par une contraction de l'investissement productif tout au long de l'année 2012. La baisse a atteint 3 % en moyenne en 2012.

Malgré le ralentissement conjoncturel, l'amélioration des finances publiques s'est poursuivie : après un déficit de 0,8 % du PIB en 2011, l'Allemagne a affiché un excédent de 0,2 % en 2012. Comme les années précédentes, les recettes fiscales ont bénéficié du relatif dynamisme de la masse salariale. De plus, l'expiration de différentes mesures adoptées dans le cadre du plan de relance a amplifié l'amélioration du solde public. En revanche, la dette publique a légèrement augmenté (à 81,7 % du PIB), du fait de la contribution au capital du Mécanisme de stabilité européen et de la prise en charge par la structure publique de défaillance EAA (Erste Abwicklungsanstalt) d'une partie des actifs de la banque régionale West LB qui a été démantelée.

### **2013-2014 : une croissance atone**

Le PIB ne croîtrait que de 0,4 % en 2013 : non seulement l'acquis est négatif (-0,3 %), mais la croissance trimestrielle serait faible en moyenne (entre 0,2 et 0,3 %). La croissance accélérerait un peu en 2014, pour atteindre 1,5 % en moyenne annuelle, soit 0,6 point de plus que celle de la zone euro. L'Allemagne conserverait donc un faible écart de production<sup>2</sup>. La politique budgétaire ne pèserait pas sur la croissance à l'horizon de la prévision, avec une impulsion de 0,1 % du PIB en 2013 puis neutre en 2014, mais l'Allemagne pâtirait de la restriction menée chez ses partenaires commerciaux.

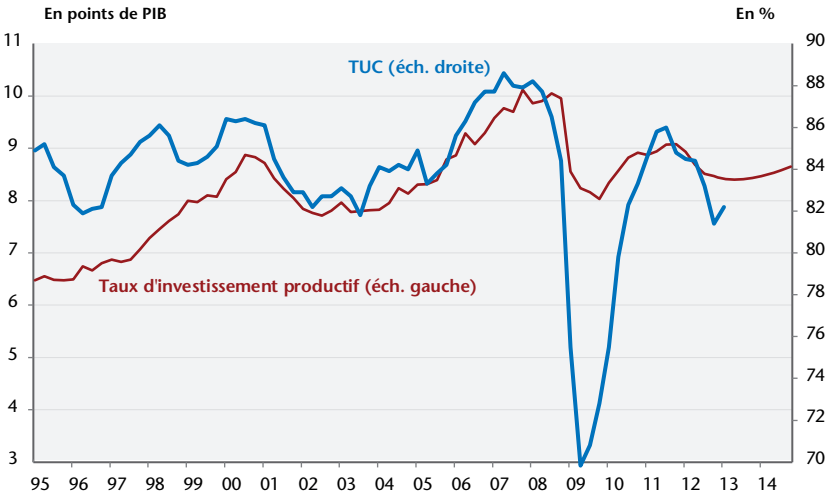
L'évolution des enquêtes dans l'industrie et des commandes aux entreprises allemandes laisse cependant augurer une timide reprise dans les prochains mois, après le recul de la fin 2012. D'une part, l'indice IFO de climat des affaires se redresse globalement depuis novembre 2012. L'amélioration a été particulièrement marquée en janvier et février 2013, avant une légère baisse en mars. Ce redressement des enquêtes depuis l'automne est essentiellement lié à la nette amélioration des perspectives à 6 mois. Le rebond des commandes manufacturières des entreprises étrangères vers l'Alle-

---

2. Ce dernier était évalué à -0,2 % du PIB potentiel en 2012 par le gouvernement et à -1 % par l'OCDE. La croissance potentielle est de 1,2 % à l'horizon de notre prévision selon les dernières estimations du gouvernement allemand.

magne (2,5 % au dernier trimestre 2012) concerne en partie la zone euro (1,3 %) mais surtout les pays hors zone euro (3,1 %) et vont aussi dans le sens d'une reprise prochaine de la croissance. Seul bémol, les commandes des entreprises allemandes entre elles continuent de se contracter. Au vu de ces éléments, une reprise progressive des exportations devrait intervenir en 2013, tirée essentiellement par la demande en provenance de pays hors zone euro. En 2014, la demande adressée à l'Allemagne serait légèrement positive et les exportations croîtraient de 2,5 %. L'impact positif de la reprise du commerce sur l'investissement des entreprises serait plus tardif, étant donné les taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (graphique). Ces derniers sont en effet inférieurs de 2 % à leur moyenne de long terme, ce qui va limiter la reprise de l'investissement dans un premier temps. Le taux d'investissement productif se redresserait progressivement à partir du second semestre 2013.

**Graphique. Taux d'investissement productif et taux d'utilisation des capacités de production**



Sources : Statistisches Bundesamt, Global Insight.

La consommation des ménages serait encore atone début 2013 : malgré des hausses de salaires négociées dynamiques<sup>3</sup> (2,8 % en 2013 selon nos prévisions), le revenu pâtirait de la poursuite de la

3. 50 % environ des salariés sont concernés par les conventions collectives de branche.

baisse de la durée du travail et de la quasi-stagnation de l'emploi (0,1 % en 2013). Cette dernière entraînerait une faible remontée du taux de chômage au cours de l'année 2013, étant donné la progression de 0,4 % de la population active que nous prévoyons (après 0,6 % en 2012). Puis la croissance de la consommation accélèrerait, bénéficiant du rétablissement progressif des heures travaillées et des augmentations de salaires négociées toujours élevées que nous inscrivons en prévision (3,1 % en 2014). De plus, les créations d'emplois accélèreraient légèrement en 2014 (0,3 %) et le taux de chômage baisserait à nouveau. La consommation serait également soutenue par une baisse de 0,4 point du taux d'épargne à l'horizon de la prévision.

Le solde public se dégraderait en 2013 (à -0,4 % du PIB), pour des raisons purement conjoncturelles. L'impulsion budgétaire ne serait en effet que de 0,1 point de PIB. Diverses mesures soutiendraient le revenu des ménages : la suppression de la contribution médicale trimestrielle, la hausse de l'abattement de base pour le calcul de l'impôt sur le revenu, une prime pour les parents gardant leur enfant à la maison... Elles seront en partie compensées par la hausse de diverses taxes ou charges (taxe sur le tabac notamment). La hausse du taux de cotisations sociales pour la dépendance (de 1,95 % à 2,0 %) devrait être globalement neutre puisqu'elle servira à augmenter les prestations de dépendance. Enfin, l'effet de la baisse du taux de cotisations retraites en 2013 (de 19,6 % à 18,9 %) liée au surplus de la caisse de retraites – sera en partie compensé par la moindre revalorisation des retraites<sup>4</sup>. En 2014, le solde serait presque nul (-0,1 % du PIB), dans un contexte de politique budgétaire neutre et bénéficierait de l'accélération de la croissance. La dette publique repasserait sous la barre des 80 % du PIB en 2014.

---

4. En 2008, le gouvernement avait décidé, dans le cadre des mesures de relance, de ne pas respecter l'augmentation des pensions prévue par la formule de réajustement automatique en accordant des hausses plus fortes. Pour cela, le facteur « Riester » avait été suspendu pendant deux ans et il était prévu que ces effets soient reportés sur les années 2012 et 2013, conduisant alors à de moindres revalorisations ces années-là.

## Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	0,5	0,3	0,2	-0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	3,1	0,9	0,4	1,5
<b>PIB par tête</b>	0,5	0,2	0,2	-0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	3,1	0,7	0,3	1,4
<b>Consommation des ménages</b>	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	0,6	0,5	1,1
<b>Consommation publique</b>	0,6	-0,3	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,4	1,3	1,3
<b>FBCF totale dont</b>	-1,0	-1,9	-0,5	-0,8	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	6,4	-2,0	-0,4	3,1
Productive privée	-1,2	-2,5	-1,7	-1,1	-0,4	0,0	0,4	0,6	0,9	1,0	1,2	1,2	7,0	-3,0	-2,3	3,3
Logement	1,1	-0,9	1,3	-1,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	6,5	1,5	0,9	2,9
Publique	-10,0	-0,5	1,8	-1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	-0,2	-9,5	3,3	5,7
<b>Exportations de biens et services</b>	0,7	3,3	1,5	-2,0	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	7,9	4,3	1,2	2,5
<b>Importations de biens et services</b>	-0,7	2,3	0,6	-0,6	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	7,5	2,2	1,5	2,7
<b>Variations de stocks, en points de PIB</b>	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	0,1	0,1	0,1
<i>Contributions</i>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	2,3	0,3	0,5	1,4
<b>Variations de stocks</b>	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,6	0,0	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,7	0,7	0,5	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	-0,1	0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	2,4	2,1	2,1	2,0	1,7	1,8	1,4	1,2	1,2	1,3	1,6	1,6	2,5	2,1	1,5	1,4
<b>Taux de chômage, au sens du BIT</b>	5,3	5,3	5,3	5,2	5,3	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,8	5,3	5,5	5,5
<b>Solde courant, en points de PIB</b>													5,7	6,5	6,4	6,3
<b>Solde public, en points de PIB</b>													-0,8	0,2	-0,4	-0,1
<b>Impulsion budgétaire</b>													-1,2	-1,2	0,1	0,0
<b>PIB zone euro</b>	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-0,5	-0,4	0,9

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2013.



## ITALIE : CRISES ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE

Céline Antonin

*Département analyse et prévision*

**2**012 restera une année de purge budgétaire pour l'Italie qui clôturera l'année avec une baisse de son PIB de 2,4 %, et un acquis de -1 % pour 2013. Seul le commerce extérieur a un peu amorti la chute d'activité, la baisse de la demande intérieure et le très fort déstockage en fin d'année. Le pays, déjà caractérisé par une croissance atone avant la crise, a particulièrement pâti du redressement budgétaire, comme en attestent les sept trimestres consécutifs de baisse de la FBCF et de la consommation des ménages. En outre, en raison de multiplicateurs budgétaires élevés (estimés à 1,7 en moyenne pour 2011 et 2012), la réduction du déficit est faible par rapport à l'ampleur de l'impulsion budgétaire, qui atteint 3 points de PIB en 2012. Néanmoins, grâce à l'action de la BCE, la charge des intérêts de la dette est restée contenue (passant de 4,9% en 2011 à 5,4 % du PIB en 2012), ce qui a permis au déficit public d'atteindre un seuil de 3 % en 2012.

Outre la récession, l'autre conséquence de la rigueur est la crise politique que traverse le pays, avec la difficulté de constituer un nouveau gouvernement à la suite des élections de février. Par conséquent, les années 2013 et 2014 sont marquées du sceau de l'incertitude, la politique de rigueur étant susceptible d'être remise en question par la nouvelle majorité. Cela étant, au vu de la fragmentation politique actuelle, nous faisons l'hypothèse d'une poursuite de la politique d'assainissement budgétaire engagée. En conséquence, la récession se poursuivrait en 2013, sous l'effet d'une crise de la demande intérieure et de la demande extérieure. En 2014, la rigueur s'estompant, le pays devrait retrouver un peu de croissance. Malgré les politiques d'austérité, le déficit devrait se creuser en 2013 : le gouvernement doit en effet rembourser



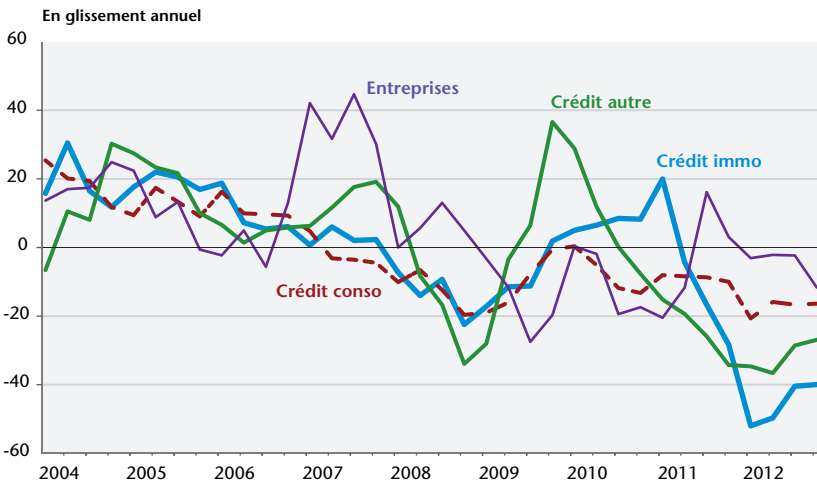
20 milliards d'euros d'arriérés au secteur privé en 2013 (et autant en 2014), ce qui alourdirait le déficit de 1,2 point de PIB en le portant à 3,9 %, loin de l'objectif initial de 2,4 %. La dette progresserait également, ne se stabilisant qu'en 2014 au minimum.

Du côté des ménages, la consommation privée a reculé de 4,1 % en 2012, sous l'effet d'une forte baisse du revenu disponible brut, d'un durcissement des conditions de crédit et du maintien du taux d'épargne à son niveau de 2011. La forte remontée du taux de chômage (passé de 9,2 % à 11,2 % entre le dernier trimestre 2011 et le dernier trimestre 2012), conjuguée au gel du traitement des fonctionnaires jusqu'en 2013 a pesé négativement sur les salaires. En outre, l'alourdissement de la fiscalité, notamment foncière, avec la réintroduction de la taxe foncière en 2012 et la hausse des tarifs de l'électricité, du gaz et du carburant ont alourdi la facture des ménages italiens. L'inflation demeure positive, mais elle a ralenti au dernier trimestre 2012, sous l'effet de la baisse du sous-jacent, de la composante alimentaire mais surtout de la stagnation des prix du pétrole. Alors que la baisse quasi-interrompue du taux d'épargne se poursuit depuis 2005, atténuant l'effet de la baisse du revenu disponible brut sur la consommation, la remontée inattendue du taux d'épargne au troisième trimestre 2012 a entraîné une forte baisse de la consommation.

Cela étant, malgré le motif de précaution, on ne devrait pas observer de remontée durable du taux d'épargne. L'enquête de la Commission européenne met en évidence une forte réduction des possibilités d'épargne dans les prochains trimestres, qui plaide pour une poursuite de la baisse du taux d'épargne que nous inscrivons en prévision. Ainsi, le taux d'épargne passerait de 12,1 % du revenu disponible brut (RDB) en 2012 à 11,6 % en 2014. Le RDB devrait également baisser en 2013 sous l'effet de l'augmentation du nombre de chômeurs, de la baisse des revenus du capital, de la hausse de la fiscalité locale, de la baisse des prestations de santé mais moins fortement qu'en 2012 : en effet, la fiscalité a été revue à la baisse pour les plus modestes dans le budget 2013 (baisse de l'impôt sur le revenu sur les deux premières tranches de revenu et hausse des allocations familiales). Malgré la baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages devrait donc poursuivre sa contraction en 2013 – d'autant que la hausse d'un point de la TVA (à taux normal et à taux réduit) doit intervenir en juillet 2013 – avant de repartir faiblement en 2014.

Les conditions de crédit demeurent dégradées au deuxième semestre 2012 : malgré la forte baisse des taux obligataires italiens depuis le programme OMT de la BCE <sup>1</sup> (passés de 5,9 % en août 2012 à 4,5 % en janvier 2013), les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires ont peu baissé pour les ménages (à peine 3 points pour les crédits logement et 1 point pour les crédits à la consommation). Les entreprises ont même vu les taux progresser de 4 points sur la même période. Ainsi, le canal de transmission de la politique monétaire semble grippé et le *credit crunch* menace les entreprises italiennes. Une étude récente de Confindustria montre que l'Italie risque une troisième vague de *credit crunch* (après 2007-2009 et 2011-2012) avec près d'un tiers des entreprises ayant une liquidité insuffisante par rapport aux exigences opérationnelles. En outre, le montant des nouveaux crédits accordés aux ménages et aux entreprises est en forte baisse. On constate, en lien avec l'atonie de la consommation, une forte réduction du montant des crédits accordés aux entreprises et aux ménages en 2012 (graphique 1).

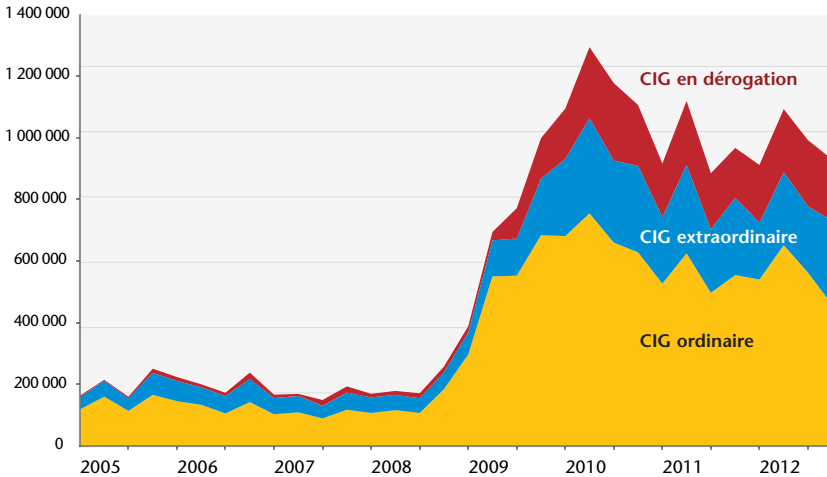
Graphique 1. Taux de croissance de l'encours de nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises



1. Les Opérations monétaires sur titre (ou aussi *Outright Monetary Transaction*) de la BCE consistent en rachat d'obligations souveraines par la Banque centrale.

Le chômage a fortement progressé en 2012, passant de 9,2 à 11,2 % entre le dernier trimestre 2011 et le dernier trimestre 2012, soit 550 000 chômeurs supplémentaires. En effet, la récession se conjugue avec une croissance dynamique de la population active, due notamment à la réforme des retraites. A ces chômeurs « déclarés » s'ajoute les nombreux salariés qui sont encore indemnisés au titre du chômage partiel (via la Cassa Integrazione Guadagni), dont l'ampleur reste considérable (graphique 2). Nous anticipons une poursuite de la croissance de la population active en 2013 et une stagnation en 2014. En conséquence, le taux de chômage culminerait à 12,2 % fin 2013 avant de se replier légèrement en 2014.

**Graphique 2. Nombre d'emplois (en équivalent temps plein) indemnisés par la CIG**



Sources : Cassa Integrazione Guadagni, Istat, calculs de l'auteur.

Du côté des entreprises, 383 000 entreprises nouvelles ont été créées en Italie en 2012<sup>2</sup> (7 400 de moins qu'en 2011). Il s'agit du niveau le plus bas depuis 8 ans. Dans le même temps, 365 000 entreprises ont fermé (24 000 de plus qu'en 2011), ce qui porte à 6 093 000 le nombre d'entreprises fin 2012. Les faillites touchent particulièrement les entreprises tertiaires (qui représentent la moitié des faillites) et du bâtiment. En outre, le taux de marge s'est

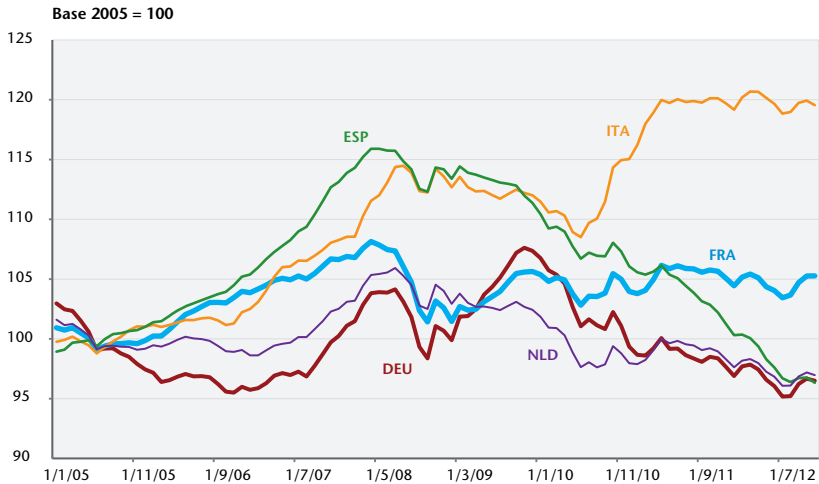
2. D'après les données de Infocamere.

dégradé tous secteurs confondus. L'emploi total a baissé (de 0,7 % au quatrième trimestre 2012 en glissement), la progression dans les services (0,5 %) ne compensant pas les baisses de l'emploi dans l'industrie (-2,8 %) et dans le secteur de la construction (-5,0 %). La valeur ajoutée ayant baissé encore plus fortement que l'emploi (de -2,4 % dans l'ensemble de l'économie au quatrième trimestre 2012), le cycle de productivité s'est creusé dans l'ensemble des secteurs de l'économie, sauf dans la construction en raison de la très forte contraction de l'emploi. L'indice de production industrielle a poursuivi sa décrue, retrouvant son point bas de mars 2009, et le taux d'utilisation des capacités a suivi le même chemin, atteignant 68 % au dernier trimestre 2012.

Dans les prochains trimestres, la productivité continuerait à se dégrader et le taux d'investissement productif baisserait, contraint par des marges comprimées, la faiblesse de la demande interne et une perte de parts de marché au niveau de l'extérieur. La FBCF baisserait ainsi de 4,3 % en 2013 et 1,5 % en 2014.

Le commerce extérieur reste toujours la seule composante positive de la croissance, surtout en raison de la forte baisse des importations en 2012 (-3,1 %) en lien avec la contraction de la demande interne. Cela ne doit pas occulter le problème de compétitivité dont souffre l'Italie. Le pays perd des parts de marchés à l'exportation depuis le début des années 2000, surtout en raison de la hausse des coûts salariaux unitaires : leur progression atteint 3,5 % depuis 2005, contre 2,6 % en France, 1,8 % en Allemagne et -7,4 % en Espagne. Signe de la perte de compétitivité, le taux de change effectif réel basé sur les coûts unitaires explose, surtout depuis 2010 où le décrochage avec l'Espagne, championne de la dévaluation interne, est particulièrement marqué (graphique 3).

**Graphique 3. Taux de change effectif réel basé sur les coûts salariaux unitaires, comparaison entre grands pays de la zone euro, 2005-2012**



Note : Le taux de change effectif réel se calcule comme  $R = P/P^*$ , avec P le niveau des prix dans le pays considéré et  $P^*$  le niveau moyen des prix dans l'ensemble des autres pays (pondéré par le taux de change). Ici, le taux de change effectif réel est basé sur les coûts salariaux unitaires, ce qui veut dire que les indices de prix sont remplacés par les indices de coûts salariaux unitaires afin d'évaluer la compétitivité sur la base des coûts de production.

Source : Eurostat.

## Tenir le cap de l'austérité

Les trois plans d'austérité de juillet, août et décembre 2011 ont fait de 2012 une année de sacrifices budgétaires sans précédent, avec une impulsion négative de 3 points de PIB. Cela a permis au pays, malgré la récession, de revenir à un déficit budgétaire de 3 %. Certes, cette performance est inférieure à l'objectif initial de 1,7 %, mais l'Italie est repassée en dessous du seuil de 3 %. En 2013 et 2014, les plans d'austérité continueront à produire leurs effets, à condition que la nouvelle majorité ne remette pas en question les décisions de ses prédécesseurs (encadré 1). Nous faisons pour notre part l'hypothèse d'une poursuite de la politique de consolidation budgétaire, telle que prévue par le gouvernement Monti. Toutefois, il y a une ombre au tableau : l'administration italienne prévoit de rembourser ses 40 milliards d'euros (soit 2,5 points de PIB) d'arriérés de dette envers le secteur privé, dont 20 milliards en 2013. Le déficit devrait donc se creuser, malgré l'effort budgétaire, pour atteindre 3,9 % du PIB en 2013 et 3,4 % en 2014.

### Encadré 1. À la crise économique s'ajoute la crise politique

Six trimestres consécutifs de récession ont eu raison du gouvernement Monti qui a dû céder sa place après les élections législatives anticipées des 24-25 février. Le problème est qu'aucune majorité claire n'est sortie des urnes. Si le Parti démocrate (PD) de gauche de Pierluigi Bersani est sorti majoritaire dans les deux chambres, en vertu des règles électorales, il n'a obtenu une majorité de sièges qu'à l'Assemblée nationale (340/630). Au Sénat en revanche, c'est la droite qui obtient une majorité de sièges (116 pour la coalition de centre-droit de S. Berlusconi, contre 113 pour la coalition de centre-gauche de P. Bersani, sur un total de 301 sièges). Même si le parti de Bersani s'allie avec celui de Mario Monti (qui a obtenu 18 sièges), il n'obtient pas la majorité absolue au Sénat. En outre, le mouvement contestataire « Cinque Stelle », emmené par Beppe Grillo, apparaît comme la troisième force politique du pays, et catalyse le malaise social qui s'est emparé du pays.

Cette absence de majorité politique a d'ailleurs été sanctionnée en mars 2013 par l'agence de notation Fitch, qui a dégradé sa note souveraine d'un cran, de « A- » à « BBB+ ». Il est souhaitable que cette situation ne perde pas car l'incertitude pourrait provoquer la remontée des taux obligataires, aujourd'hui tombés sous la barre des 5 %. Etant donné le niveau de l'endettement public, une remontée des taux aggraverait la situation budgétaire et réduirait à néant les efforts faits pour réduire le déficit.

Ainsi les nouvelles mesures d'austérité représenteront un montant supplémentaire de respectivement 21,5 milliards et 10,4 milliards d'euros (tableau 1). Signalons néanmoins une inflexion. Alors que le gouvernement avait prévu de partager l'austérité également entre hausse des recettes et baisse des dépenses, la loi d'août 2012 et le budget 2013 prévoient de faire porter l'essentiel de l'ajustement sur la baisse des dépenses publiques. Ainsi, la hausse de recettes pour 2013 ne représentera plus que 4,7 milliards d'euros (contre 10,5 initialement prévus), et la baisse des dépenses devrait représenter 17 milliards d'euros (contre 11 initialement prévus). Il en va de même en 2014 où toute l'austérité porterait sur la baisse des dépenses pour un montant de 10,4 milliards d'euros.

Tableau 1. Chiffrage et répartition des mesures d'austérité pour 2011-2014

En milliards d'euros

		Loi de juillet 2011	Loi d'août 2011	Loi de stabilité 2012-2014	Loi de décembre 2011	Loi d'août 2012	Loi de stabilité 2013-2015	Total
2011	Recettes	1,9	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
	Dépenses	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
	Total	2,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8
2012	Recettes	6,6	14,1	0,2	19,4	-3,4	0,0	36,9
	Dépenses	1,0	-8,6	-0,2	-0,9	-4,0	0,0	-12,7
	Total	5,6	22,7	0,4	20,3	0,6	0,0	49,6
2013	Recettes	13,3	22,1	-0,2	17,0	-8,7	-1,9	41,7
	Dépenses	-11,1	-7,7	-0,4	-4,4	-6,4	0,4	-29,5
	Total	24,4	29,8	0,2	21,4	-2,3	-2,3	71,2
2014	Recettes	28,3	10,5	0,0	14,9	-11,1	-0,9	41,7
	Dépenses	-19,7	-1,3	-0,1	-6,5	-11,3	-1,0	-39,9
	Total	48,0	11,8	0,1	21,4	0,2	0,1	81,6
2011-2014 Total		80,1	65,0	0,7	63,1	-1,5	-2,2	205,2

Source : Ministero dell'Economia e delle Finanze, Le Manovre di finanza pubblica del 2012, février 2013 ; calculs OFCE.

Parmi les mesures-clefs pour 2013, les principales concernant les recettes seront la hausse de la TVA et la baisse de l'impôt sur le revenu pour les ménages les plus modestes. La TVA augmentera d'un point en juillet 2013, ce qui portera le taux normal à 22 % et le taux réduit à 11 %, et rapporterait 4,3 milliards d'euros à l'État en 2013 (et 6,6 milliards en 2014). En outre, conformément aux engagements européens, la taxe sur les transactions financières sera introduite en 2013, et exclura les transactions sur les titres souverains. Les taux seront différenciés en fonction du type d'instrument financier (0,12 % sur les actions et opérations sur les marchés réglementés, 0,22 % sur les opérations de gré à gré, et 0,02 % sur le trading à haute fréquence). En juillet 2013 entrera également en vigueur l'IVIE (Imposta sul Valore degli Immobili Esteri), impôt qui s'adresse aux personnes possédant un ou plusieurs biens immobiliers à l'étranger, prévu par la loi de 2011 et retardé d'un an. L'impôt se calcule en appliquant un taux de 0,76 % sur la valeur du bien détenu. Au niveau local, l'ancien impôt sur les ordures (Tarsu) sera remplacé par une nouvelle taxe, la Tares, qui inclura également d'autres services comme l'éclairage public et d'autres services municipaux. Il devrait coûter 80 euros de

plus par an et par ménage en moyenne. Par ailleurs, le délicat problème de la réforme des retraites et l'apparition d'une catégorie de pré-retraités précaires n'a pas été résolue par le gouvernement (encadré 2).

### **Encadré 2. La réforme des retraites et le cas particulier des « esodati »**

Le terme d'« esodati », littéralement « travailleurs en exode » désigne les salariés, qui ont été incités à se mettre en pré-retraite avec l'assurance de toucher leur retraite après une durée déterminée, en échange d'une indemnité d'accompagnement jusqu'à leur retraite. Sauf qu'entre temps est intervenue la réforme des retraites, repoussant l'âge de départ. En conséquence, nombre de ces « esodati » doivent faire face à la perspective d'une longue période sans le moindre revenu car les indemnités de pré-retraite étaient calibrées pour des périodes de deux ou trois ans. Or, certains auraient besoin d'indemnités étendues sur cinq à neuf ans pour s'assurer une pension de retraite raisonnable.

Le décret Monti « Sauver l'Italie », du 4 décembre 2011, n'a pas pris en compte le cas problématique des départs anticipés. Le retour des salariés à leur ancien poste, envisagé comme solution par le gouvernement Monti, n'a pas reçu la faveur des entreprises. L'assurance chômage (ASPI) pourrait être la solution. Le problème est qu'elle n'offre une couverture que pendant 12 mois pour les salariés de moins de 55 ans, et de 18 mois pour ceux de plus de 55 ans. Au-delà de 18 mois, les « esodati » ne seraient donc plus couverts.

Pour la période entre 2013 et 2020, 9,2 milliards d'euros ont été alloués par le gouvernement, sur la base de 120 000 personnes à indemniser. Pour les 10 000 « esodati » supplémentaires recensés en 2012, seuls 554 millions d'euros supplémentaires ont été prévus pour la période 2013-2020 (dont 64 millions en 2013 et 134 millions en 2014), un montant jugé insuffisant. Sans compter qu'un grand nombre d'« esodati » n'auraient pas été recensés par le gouvernement : l'INPS, dans un document de mai 2011, chiffrait leur nombre à 350 000.

Certains impôts ont été revus à la baisse : ainsi, l'impôt sur le revenu (IRPEF) est réduit. Il passe de 23 à 22 % pour les revenus inférieurs à 15 000 euros annuels, de 27 à 26 % entre 15 000 et 27 000 euros annuels, et les déductions seront augmentées pour les familles avec enfants (elles passeront de 900 à 1 080 euros pour les enfants de moins de 3 ans, et de 800 à 980 euros de partir de 3 ans).



La volonté du gouvernement Monti d'améliorer la productivité se retrouve dans les mesures globalement favorables aux entreprises. Les entreprises individuelles bénéficieront d'une nouvelle exemption d'impôt sur les activités productives (IRAP). La mesure devrait profiter aux mini-entreprises, commerçants et artisans. Sur le marché du travail, l'embauche des catégories les plus touchées par le chômage est encouragée : les déductions forfaitaires auxquelles donnait droit l'embauche d'un salarié de moins de 35 ans et d'une femme à un poste permanent passent respectivement de 10 600 à 13 500 euros annuels et 4 600 à 7 500 euros annuels, des montants majorés pour les entreprises du Mezzogiorno. Les entreprises bénéficieront également de la défiscalisation prolongée des primes de productivité (primes et autres avantages) pour un montant de 950 millions d'euros en 2013, et d'un milliard en 2014, destinée à encourager la productivité et à soutenir les rémunérations professionnelles des ménages aux revenus les plus limités.

Le plus grande partie des économies portera sur les dépenses, notamment dans la santé et dans les dépenses régionales. Sur les 17 milliards d'euros d'économies supplémentaires en 2013, 10 milliards porteront sur les collectivités territoriales, 6 milliards sur les administrations de sécurité sociale, et 1 milliard sur les administrations centrales.

## Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	-0,9	-0,7	-0,2	-0,9	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5	-2,4	-1,5	0,3
<b>Consommation des ménages</b>	-1,5	-1,1	-1,1	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	-4,2	-2,5	0,1
<b>Consommation publique</b>	-1,8	-0,6	-0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-1,2	-2,9	-0,7	-0,6
<b>FBCF totale dont</b>	-3,7	-1,8	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,1	-1,4	-8,0	-4,3	-1,5
productive	-1,3	-2,7	-1,3	-1,4	-1,3	-1,2	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	-10,5	-6,8	-2,6
logement + bâtiment	-0,2	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-1,1	-2,7	-1,8	-0,7
construction totale	0,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,7	-3,8	-5,5	-1,3
<b>Exportations de B&amp;S</b>	-0,6	1,0	1,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	6,6	2,2	1,6	1,1
<b>Importations de B&amp;S</b>	-3,6	-0,6	-1,7	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	1,1	-7,8	-3,1	-0,8
<b>Variations de stocks, en points de PIB</b>	-0,3	-0,4	-0,5	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	0,1	-0,6	-1,1	-1,1
<i>Contributions à la croissance</i>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	-2,0	-1,1	-0,9	-0,6	-0,6	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	-0,4	-4,7	-2,4	-0,3
<b>Variations de stocks</b>	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,8	-0,4	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,9	0,5	0,9	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,6	3,0	1,4	0,6
<b>Prix à la consommation</b>	3,6	3,6	3,4	2,6	2,1	1,8	2,1	1,9	1,8	1,6	1,6	1,5	2,9	3,3	2,0	1,6
<b>Chômage</b>	10,0	10,6	10,7	11,2	11,5	11,8	12,0	12,2	12,2	12,1	12,0	11,9	8,4	10,6	11,9	12,1
<b>solde courant, en points de PIB</b>													-3,1	-0,8	-2,4	-1,7
<b>Solde budgétaire, en point de PIB</b>													-3,9	-3,0	-3,9	-3,4
<b>Impulsion budgétaire</b>													-0,2	-3,0	-1,4	-0,7
<b>Dettes publiques brutes, en point de PIB</b>													120,6	127,8	132,1	133,5
<b>PIB zone euro</b>	-0,1	-0,2	-0,1	0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	-0,5	-0,4	1,1

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE, avril 2013.



## ESPAGNE : VERS UNE DÉCENNIE PERDUE ?

Danielle Schweisguth

*Département analyse et prévision*

La situation économique espagnole est très préoccupante et le spectre de la décennie perdue japonaise plane sur la péninsule ibérique. Le PIB espagnol a enregistré cinq trimestres de baisse ininterrompue et perd 1,4 % en 2012. Profondément déprimée par la cure d'austérité drastique administrée par le gouvernement de Mariano Rajoy, la demande intérieure chute de 4 % en 2012. Seule une contribution extérieure de 2,4 points de PIB permet d'atténuer la récession. Les perspectives ne sont guère plus réjouissantes : nous anticipons une nouvelle baisse du PIB en 2013 (-1,2 %) et une croissance très faible en 2014 (+0,6 %). Le parallèle avec la situation japonaise des années 1990 est frappant : éclatement de la bulle immobilière, faiblesse du système bancaire, manque d'ambition de la politique monétaire et inversion trop précoce de la politique budgétaire. Le Japon a trouvé son salut dans la dépréciation du yen et des efforts constants en recherche et développement qui lui ont permis de pénétrer le marché chinois et d'augmenter ses parts de marché mondiales à l'exportation. L'Espagne, qui ne peut plus avoir recours à la dévaluation de sa monnaie à moins de sortir de la zone euro, est contrainte à la dévaluation interne, c'est-à-dire à une déflation salariale. Celle-ci est d'autant plus pénalisante pour les ménages que les prix continuent d'augmenter. Mais à la grande différence du Japon, où le taux de chômage n'a jamais dépassé 5 %, l'Espagne flirte allègrement avec les 30 % de demandeurs d'emploi. La situation sociale est déjà très tendue en Espagne et le pays ne peut se permettre d'attendre 10 ans le retour de la croissance.

Depuis notre dernière prévision, la pression extérieure exercée par les marchés financiers s'est sensiblement relâchée, avec une baisse des taux d'intérêt sur les obligations d'État. Ceux-ci sont inférieurs à 5 % en mars 2013 alors qu'ils étaient proches de 6 % en septembre 2012 pour les taux à 10 ans. Cette détente est suffisante pour que l'exécutif espagnol juge préférable de ne pas recourir à l'OMT, évitant ainsi le risque de perdre son autonomie budgétaire. L'effort budgétaire imposé à l'économie espagnole en 2012 a néanmoins été draconien, avec une impulsion de -3,4 points de PIB. Le déficit budgétaire s'est réduit de 8,9% à 6,7 % du PIB (hors aides au secteur bancaire) selon les chiffres annoncés le 27 février par Mariano Rajoy, mais qui doivent encore être validés par la Commission Européenne. La réduction du déficit public (-2,2 points) est moindre que celle du déficit structurel (-3,4 points) du fait d'une dégradation du solde conjoncturel (-0,7 point) et d'une hausse des charges d'intérêt sur la dette publique (+0,5 point). Par ailleurs, un artifice comptable a permis de réduire d'environ 0,3 point le déficit public affiché en 2012 : les remboursements d'impôts qui auraient dû être effectués en décembre 2012 ont été différés à janvier 2013. Le gouvernement espagnol a dû verser environ 30 milliards d'euros en 2012 pour recapitaliser le système bancaire, soit près de 3 points de PIB. Si l'on inclue les aides aux banques, le déficit public espagnol est passé de 9,4 % en 2011 à près de 10 % en 2012 (le chiffre officiel n'a pas encore été annoncé). La dette publique espagnole atteint 85 % du PIB début 2013, soit 15 points de plus qu'un an auparavant et 50 points de plus qu'en 2007.

L'effort budgétaire pour 2013 devrait être moindre que celui engagé en 2012. Le gouvernement espagnol est actuellement en négociation avec la Commission européenne sur ses objectifs de déficit pour 2013 et 2014, qui s'entendent hors aides au secteur bancaire. Actuellement, ceux-ci sont fixés à 4,5 % en 2013 et 3 % en 2014. Avec une nouvelle récession qui se profile pour 2013, il sera très compliqué de réduire de plus de deux points le déficit public. Selon nos prévisions, l'effort budgétaire de 2 points de PIB ne permettrait de réduire le déficit public que de 0,6 point de PIB. Il se situerait autour de 6 %. La dégradation de la composante cyclique (-0,8 point de PIB) conjuguée à la hausse des charges d'intérêt sur la dette (+0,5 point de PIB) compensent en grande partie l'amélioration du solde structurel primaire. Un retour à un

déficit de 4,5 % nécessiterait une impulsion budgétaire beaucoup plus restrictive (environ -4 points de PIB) et enfoncerait l'Espagne dans une récession encore plus profonde, avec une accélération de la montée du chômage.

Pour cette prévision, nous tablons sur un effort budgétaire de 2 points de PIB en 2013, obtenus pour moitié par une hausse des recettes fiscales (principalement grâce à l'augmentation de 3 points du taux de TVA au 1<sup>er</sup> septembre 2012) et pour l'autre moitié par une réduction des dépenses (prolongation du gel des salaires des fonctionnaires, efforts demandés aux collectivités locales sur les dépenses de santé et d'éducation). L'impulsion budgétaire devrait être moins négative en 2014, à moins que la Commission européenne n'impose à l'Espagne des mesures d'austérité supplémentaires. Le retour de la croissance en 2014 permettrait une réduction du solde public de 0,8 point de PIB à 5,3% avec 1,1 point d'effort budgétaire.

### **Un partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises...**

En 2012, toutes les composantes de la demande sont en berne : la consommation des ménages a reculé de 2,1 %, celle du gouvernement de 3,7 %, tandis que l'investissement plonge de 9,1 %, portant à 37 % le recul total depuis le début de la crise. Les difficultés du secteur bancaire pèsent sur l'offre de crédit par les banques espagnoles. Même si les perspectives à l'exportation sont plutôt bonnes, l'investissement productif dans de nouveaux équipements pour répondre à la demande restera contraint par les difficultés d'accès au crédit.

Les ménages sont sans nul doute les grands perdants de la crise de la dette espagnole. La situation sur le marché du travail est dramatique avec 5 millions de chômeurs (26 % de la population active), dont 2 millions ne sont plus indemnisés. La population active diminue avec le départ de plusieurs milliers de jeunes diplômés vers d'autres pays européens où la situation est moins dégradée (Allemagne en particulier). Selon les données de l'INE, le flux d'émigrants de nationalité espagnole est passé de 35 000 en 2009 à plus de 70 000 en 2012. Les travailleurs étrangers sont aussi de plus en plus nombreux à quitter l'Espagne, avec une hausse du flux migratoire de près de 200 000 sur la même période. Mais

surtout, et c'est un fait nouveau dans cette crise, les salaires nominaux reculent de 3 % en glissement annuel fin 2012. Environ un tiers de cette baisse est attribuable à la suppression de la prime de Noël des fonctionnaires. Mais alors que les salaires reculent, les prix sont soutenus par la hausse de 3 points de TVA entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> septembre 2012. Le pouvoir d'achat des salariés s'effondre donc de 6 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2012, poursuivant un mouvement entamé fin 2009. La perte de pouvoir d'achat des salaires atteint 10 % sur les trois dernières années.

Conjugué à une baisse de l'emploi de 8,7 % depuis fin 2009, le pouvoir d'achat de la masse salariale s'écroule de 19 % en trois ans, après s'être pourtant relativement bien tenu en 2008 et 2009, années durant lesquelles les salaires progressaient plus vite que les prix. Ce n'est qu'en puisant abondamment dans leur épargne que les ménages espagnols ont pu atténuer la baisse de leur consommation. Celle-ci a reculé de 4,8 % sur les trois dernières années, soit une moyenne de 1,6 % par an. Sur la même période, le taux d'épargne a chuté de 13 points, atteignant fin 2012 le taux historiquement bas de 2,8 %. Il se situait autour de 10 % avant la crise. Il est difficile d'imaginer que le taux d'épargne puisse continuer à soutenir la consommation dans les mêmes proportions bien longtemps. Notre prévision se base sur une légère décreue du taux d'épargne, qui atteindrait 2,2 % à l'horizon 2014.

### **... qui engendre une forte baisse des coûts salariaux unitaires...**

Les perspectives pour les ménages sont plutôt moroses. Le mouvement de déflation salariale est enclenché et les travailleurs espagnols se trouvent dépourvus de marges de négociation étant donné le niveau du chômage. On anticipe une poursuite de la baisse des salaires (-1,2 % par an en glissement annuel pour les salaires nominaux) tant que le chômage de masse ne sera pas au moins partiellement résorbé. L'emploi continuerait également à s'ajuster à une demande en berne, plombée par la poursuite de la politique d'austérité en 2013. Sous l'hypothèse que le gouvernement espagnol ne soit pas contraint à un tour de vis budgétaire supplémentaire en 2014, la détente de l'effort budgétaire (impulsion de -1,1 en 2014 au lieu de -2 en 2013) permettrait une reprise progressive des créations d'emploi. Cependant, ce redémarrage de

l'emploi ne se ferait qu'à condition d'un ralentissement du rythme de productivité de l'économie espagnole. Celui-ci culmine à près de 3 % depuis un an, avec une moyenne à 2,5 % depuis trois ans, alors que sa tendance était de 0,3 % entre 1998 et 2008. Ce dynamisme de la productivité est principalement dû à un effet de structure, reflétant les destructions d'emploi massives dans un secteur gourmand en main-d'œuvre : celui de la construction. En 2007, ce secteur employait 2,7 millions de personnes ; aujourd'hui, ils ne sont plus qu'un million à travailler dans la construction, soit moins qu'en 1995 (1,2 million). Si l'on suppose que la purge est achevée, la productivité devrait revenir vers sa croissance tendancielle de 1,1 % (tendance calculée sur la période 2000-2007 hors construction et services immobiliers).

Si le scénario de ralentissement de la productivité se confirme, la reprise de l'emploi permettrait d'inverser la courbe du chômage, qui reviendrait à 26,2 % de la population active après avoir atteint un pic à 26,7 % fin 2013. La consommation serait soutenue par cette amélioration sur le marché du travail, conjointe à un ralentissement de l'indice des prix, à condition qu'il n'y ait pas de nouvelle hausse de la TVA comme suggéré par Bruxelles (pour les taux réduits). Elle se contracterait néanmoins de 3,3 % en 2013 et de 1,2 % en 2014, en moyenne annuelle (l'effet d'acquis est élevé en 2013). La consommation publique ne serait pas en reste, avec une baisse de 4 % en 2013 et de 2,7 % en 2014.

### **... et permet des gains de parts de marché**

Mais la déflation salariale a aussi ses atouts. Si elle met les ménages dans une situation de contrainte de liquidité forte, conduisant à la faillite un certain nombre de ménages surendettés, elle permet une belle progression des taux de marge des entreprises. Le cumul de la baisse des coûts salariaux et la hausse de la productivité ont permis d'accroître de 37 % à 43 % la part des profits dans la valeur ajoutée (mesurés par l'excédent brut d'exploitation). Ainsi les coûts salariaux unitaires ont baissé de 12 % depuis leur pic de 2009, et leur décreue totale atteindrait 15 % fin 2014 selon nos prévisions. Cette baisse des charges est particulièrement profitable aux entreprises exportatrices, dans un contexte où les dévaluations ne sont plus envisageables entre pays de la zone euro. Grâce à cette amélioration de la compétitivité, l'Espagne a déjà



gagné plus de 10 points de parts de marché depuis le début de la crise et la tendance devrait se poursuivre.

Ainsi, malgré l'anémie de la demande adressée à l'Espagne (+0,9 % en 2013 et +2,2 % en 2014), les exportations progresseraient de 4,3 % en 2013 et 4,5 % en 2014, tandis que les importations se contracteraient de respectivement 5 % et 1,2 %. Le commerce extérieur contribuerait positivement au PIB pour la sixième année consécutive en 2013, avec 2,8 points. Le dynamisme des exportations ne permettrait cependant pas à l'Espagne d'échapper à la récession en 2013 et le PIB se contracterait de 1,2 %. En 2014, la contribution du commerce extérieur serait réduite à 1,8 point mais sauverait l'Espagne d'une troisième année de récession consécutive : le PIB progresserait de 0,6 %.

Le principal risque qui pèse sur ce scénario est celui d'une faillite généralisée du système bancaire. La poursuite de la baisse des prix immobiliers va provoquer de nouvelles faillites de promoteurs immobiliers, tandis que le maintien du chômage à un niveau élevé et la baisse des salaires va précipiter de nombreux ménages dans la grande pauvreté et en contraindre certains à faire défaut sur leurs prêts immobiliers. Le montant des prêts publics alloués au système bancaire en 2012 est suffisant pour faire face au niveau actuel de prêts non performant. Mais il ne prend pas en compte la dégradation de la situation des bilans bancaires qui résulterait d'une récession prolongée. Il est difficile de prévoir aujourd'hui quelle sera la capacité de l'État espagnol à faire face à de nouveaux besoins de recapitalisation du système bancaire.

## Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	-0,4	-0,4	-0,3	-0,8	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	-1,4	-1,2	0,6
<b>PIB par tête</b>	-0,4	-0,4	-0,3	-0,8	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	-1,3	-1,1	0,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,5	-1,1	-0,5	-2,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-2,1	-3,3	-1,2
<b>Consommation publique</b>	-1,1	-0,3	-2,5	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-3,7	-4,0	-2,7
<b>FBCF totale<sup>1</sup> dont</b>	-2,5	-3,1	-1,3	-3,9	-0,9	-0,9	-0,5	-0,5	0,2	0,2	0,6	0,6	-5,3	-9,1	-6,2	-0,1
<b>Productive</b>	-0,4	-1,6	1,0	-5,7	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	2,8	-4,9	-5,9	0,6
<b>Logement</b>	-2,0	-2,9	-1,6	-2,5	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	-6,7	-8,0	-5,4	-0,5
<b>Construction totale</b>	-3,5	-3,9	-2,5	-2,8	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	-8,9	-11,3	-6,4	-0,5
<b>Exportations de biens et services</b>	-2,6	1,8	5,1	-0,9	0,6	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	7,6	3,1	4,3	4,5
<b>Importations de biens et services</b>	-2,0	-1,3	2,7	-4,8	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-5,0	-5,0	-1,2
<b>Variations de stocks, en points de PIB</b>	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8
<b>Contributions</b>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	-0,4	-1,3	-1,1	-1,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-1,9	-4,0	-4,0	-1,2
<b>Variations de stocks</b>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,2	0,9	0,8	1,1	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	2,4	2,8	1,8
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>2</sup></b>	1,9	1,9	2,8	3,2	2,5	2,0	0,4	-0,5	-0,2	-0,1	0,7	0,9	3,1	2,4	1,1	0,3
<b>Taux de chômage, au sens du BIT</b>	23,8	24,8	25,5	26,1	26,3	26,4	26,5	26,7	26,6	26,6	26,4	26,2	21,7	25,1	26,5	26,4
<b>Solde courant, en points de PIB</b>													-3,5	-0,9	1,1	1,9
<b>Solde public, en points de PIB<sup>3</sup></b>													-9,4	-9,9	-6,1	-5,3
<b>Impulsion budgétaire</b>													-1,5	-3,4	-2,0	-1,1
<b>PIB zone euro</b>	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-0,5	-0,4	0,9

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 8,9% en 2011 et 6,7% en 2012. La prévision n'inclut aucune mesure exceptionnelle pour 2013 et 2014.

Sources : INE, prévision OFCE avril 2013.



## **ÉTUDES SPÉCIALES**

---

<b>La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation . . . . .</b>	<b>253</b>
Département analyse et prévision	
<b>PIB, déficit, dette, chômage : où vont les économies à moyen terme ? . . . . .</b>	<b>299</b>
Département analyse et prévision	

---



## LA QUÊTE DE LA COMPÉTITIVITÉ OUVRE LA VOIE DE LA DÉFLATION

### Département analyse et prévision<sup>1</sup>

---

La crise de la zone euro a mis au grand jour la question des déséquilibres courants qui s'étaient amplifiés jusqu'en 2007. Un débat s'est engagé depuis pour déterminer l'origine de ces déséquilibres, certains y voyant le résultat d'une divergence accrue en matière de compétitivité. Depuis, la réforme de la gouvernance européenne tient explicitement compte de la situation macroéconomique de chaque État membre au-delà des seuls critères de finances publiques. La Commission a établi à cette fin un tableau de bord permettant d'exercer une surveillance macroéconomique élargie en intégrant notamment les évolutions de la compétitivité et des parts de marché à l'exportation. De fait, depuis 2007, les déséquilibres se sont résorbés, principalement en raison d'une réduction des déficits courants de l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et la Grèce. Dans le même temps, le contexte macroéconomique marqué par la consolidation budgétaire et les mesures prises par ces différents pays, en vue notamment de rendre le marché du travail plus flexible, ont pu avoir un effet sur la compétitivité. Les effets sur la compétitivité pourraient être de deux ordres. D'une part, le maintien d'un niveau de chômage élevé crée des pressions déflationnistes. D'autre part, la baisse ou le gel des rémunérations, la réduction de la protection de l'emploi ou la décentralisation des négociations salariales pourraient également réduire les coûts salariaux unitaires. Les effets de ces réformes restent cependant débattus. Surtout ces réformes renforcent, à court terme, les pressions déflationnistes qui représentent dès lors le principal vecteur d'amélioration de la compétitivité. Certains pays ont d'ores et déjà regagné des parts de marché depuis le déclenchement de la crise, ce que corroborent les estimations d'équations de commerce. Il reste que la réduction des déficits courants résulte en grande partie de la baisse des importations liée à l'effondrement de la demande. Enfin, à terme, cette stratégie de recherche de compétitivité pourrait constituer une menace pour la croissance dans la zone euro en favorisant la généralisation du risque déflationniste.

---

1. Ont participé à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Catherine Mathieu.

L'objectif de cette étude est d'analyser l'évolution récente des déséquilibres courants au sein de la zone euro au regard des évolutions de compétitivité observées depuis le début de la crise. Celle-ci a en effet révélé les dangers des déséquilibres courants à l'intérieur de la zone euro. Cette question, souvent négligée auparavant<sup>2</sup>, notamment parce que les déséquilibres courants étaient censés refléter une situation de rattrapage économique dans un espace financièrement intégré, est désormais prise en compte dans la gouvernance européenne. De fait, les économies principalement touchées par le doute sur la soutenabilité des finances publiques enregistraient aussi des déficits courants élevés en fin d'année 2007. Ce déficit était supérieur à 10 % du PIB en Espagne, au Portugal et en Grèce. Il était de 5,4 % en Irlande<sup>3</sup>. À l'inverse, l'Allemagne est passée d'une situation d'équilibre extérieur en 2001 à un excédent de 7,4 % du PIB en 2007. Les Pays-Bas et l'Autriche ont également enregistré une nette amélioration de leur solde courant depuis la mise en place de l'UEM.

Un débat s'est engagé sur l'origine de ces déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone euro et sur leur rôle dans la crise des dettes souveraines. Ils sont désormais intégrés dans une surveillance européenne élargie puisque la Commission européenne publie des rapports annuels sur les déséquilibres macroéconomiques des États membres. Comme pour la surveillance budgétaire, la Commission européenne peut formuler des recommandations. Depuis le début de la crise, les déséquilibres se sont partiellement résorbés en même temps que les pays qui étaient en déficit ont gagné en compétitivité. Néanmoins, ce rééquilibrage résulte en partie d'un effondrement de la demande intérieure dans les pays en situation de déficit. En outre, les gains de compétitivité résultant d'un ajustement à la baisse des coûts salariaux pourraient à terme enfermer la zone euro dans une stratégie non coopérative menant droit à la déflation généralisée.

---

2. Creel et Le Cacheux (2006) soulignaient déjà les carences institutionnelles de la zone euro et les risques inhérents liés au développement de politiques de désinflation compétitive dans l'UEM. Mathieu et Sterdyniak (2007) montraient le creusement des déséquilibres dans la zone euro.

3. Toutefois, dans le cas irlandais, la position débitrice s'explique par un solde des revenus débiteur de 14,7 % du PIB ; la balance des biens et services était effectivement excédentaire de 9,9 %.

Blanchard et Giavazzi (2002), s'appuyant sur une approche intertemporelle du compte courant, ont avancé l'hypothèse que l'apparition de déficits courants dans certains pays correspondait à un ajustement optimal des trajectoires de croissance résultant d'un processus de rattrapage. Dans la zone euro, ce processus aurait pu être enclenché du fait d'intégration monétaire et financière qui s'est opérée après 1999. Dans ce schéma, les déséquilibres devraient se résorber d'eux-mêmes à terme dès lors que les investissements engagés pendant la période de rattrapage stimulent l'offre et la croissance à long terme. Ahearne, von Hagen et Schmitz (2007) ou Belke et Dreger (2011) remettent en cause cet argument et soulignent les fortes divergences en matière de compétitivité observées après la mise en œuvre de la monnaie unique. Ces écarts de compétitivité, ne pouvant plus être réduits par une dépréciation de la monnaie, ont entraîné des déséquilibres croissants. Ces auteurs insistent sur la nécessité de restaurer la compétitivité au travers de réformes structurelles visant à réduire le coût du travail.

Une autre explication met en avant les conséquences négatives de l'intégration financière qui s'est renforcée avec la mise en place de la monnaie unique éliminant le risque de change et réduisant le risque de liquidité, ce qui a favorisé la baisse des taux d'intérêt et un boom de crédit (Giavazzi et Spaventa, 2011). S'il y a bien eu un effet de rattrapage du niveau de vie européen en Irlande<sup>4</sup> ou en Espagne, celui-ci s'est largement appuyé sur un boom de l'immobilier qui a fragilisé le système bancaire en même temps qu'il a entraîné une hausse des prix des biens immobiliers et non échangeables, contribuant à la dégradation globale de la compétitivité (Gaulier et Vicard, 2012). Ainsi, l'hypothèse d'une convergence vertueuse a laissé place à l'idée selon laquelle un excès d'optimisme avait été alimenté par l'intégration financière. Finalement les acteurs de l'économie auraient été totalement myopes et auraient complètement ignoré le désastre inévitable (Lane et Pels, 2011) qui s'est finalement produit lorsque les pays de la zone euro ont été frappés par la crise financière. Cet enchaînement illustre les limites de l'attitude de « *benign neglect* » à l'égard des déséquilibres courants. La gouvernance de la zone euro ne peut se réduire à la surveillance des déficits budgétaires et elle intègre désormais

---

4. Voir Lane (2011) pour une analyse détaillée de la situation irlandaise.



le solde courant, bien que cela ne soit pas actuellement fait de manière symétrique (la contrainte étant plus forte pour les pays déficitaires que pour ceux qui sont excédentaires<sup>5</sup>).

Récemment, Chen, Milesi-Ferreti et Tresselt (2013) ont suggéré que les déséquilibres résulteraient d'un choc externe : l'intégration de la Chine dans le commerce mondial aurait à la fois stimulé la demande de biens d'équipement allemands et renforcé la concurrence pour les pays du Sud de l'Europe.

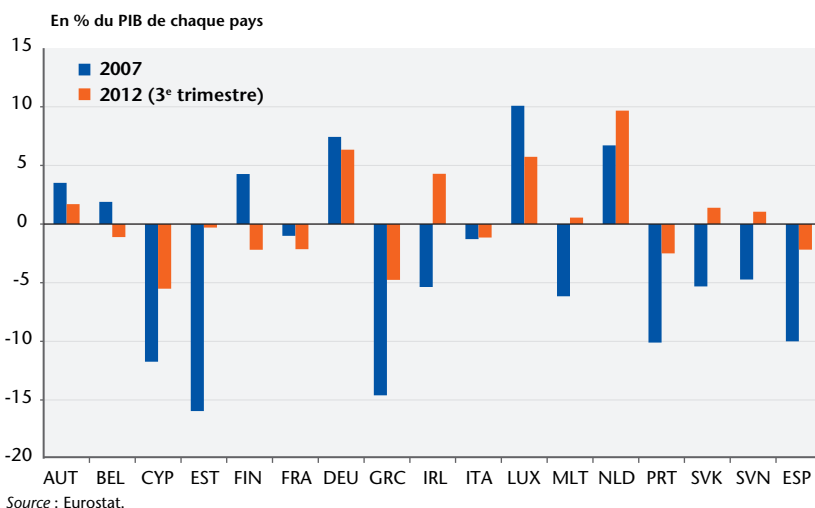
Depuis, la nécessité d'une surveillance macroéconomique globale allant au-delà du seul critère des finances publiques a été reconnue. C'est le sens du tableau de bord mis au point par la Commission européenne et repris dans le cadre du Six-Pack entré en vigueur en décembre 2011<sup>6</sup>. La surveillance est élargie aux indicateurs macroéconomiques (solde courant, compétitivité, crédit, ...) de déséquilibres au sein de l'Union. Les pays en situation de déséquilibre s'exposeraient à des sanctions en l'absence de mesures permettant de les corriger. Cette incitation institutionnelle s'inscrit dans un contexte marqué par la poursuite de la consolidation budgétaire et une situation conjoncturelle dégradée qui a contribué à la résorption des déséquilibres (graphique 1), *via* un net recul des importations et une amélioration de la compétitivité-prix. La mise en œuvre de réformes structurelles sur le marché du travail, dont l'objectif est la baisse des salaires, s'ajoute aux restrictions budgétaires qui frappent les salaires publics et à l'effet déflationniste de la persistance du chômage. On assiste finalement à la mise en place d'une stratégie de déflation salariale dans certains pays de la zone euro. Si une telle stratégie peut apparaître, à court terme et pour un pays donné, comme une solution permettant de regagner des parts de marché et de soutenir la croissance, elle présente le risque d'une transmission de la déflation aux autres pays de la zone euro. La recherche de compétitivité s'inscrit dans la continuité de la stratégie non-coopérative suivie par l'Allemagne au cours des années 2000 (voir encadré et Blot et Cochard, 2010).

---

5. Voir Commission européenne (2012) pour une description des indicateurs inclus dans le tableau de bord.

6. Le 10 avril 2013, la Commission européenne publiait pour la deuxième fois une série de rapports sur les déséquilibres macroéconomiques des pays européens.

Graphique 1. Évolution des soldes courants des pays de la zone euro



On analysera ici les évolutions récentes en matière de compétitivité, particulièrement dans les pays en crise (Espagne, Italie, Portugal, Grèce et Irlande) ainsi qu'en France et en Allemagne. La première partie décrit les différents facteurs ayant pu contribuer à améliorer la compétitivité depuis 2008. À partir des mesures structurelles mises en œuvre ou des évolutions macroéconomiques récentes, nous étudions la dynamique de la compétitivité et des parts de marché dans une deuxième partie. Enfin, la dernière partie propose une interprétation de la réduction récente des déséquilibres courants.

## 1. Une taxinomie des facteurs pouvant affecter la compétitivité

La compétitivité reflète la capacité des entreprises d'un pays à exporter ses produits et/ou à les vendre sur son marché intérieur. Elle dépend non seulement des prix relatifs à l'exportation et donc des coûts relatifs de production, mais également de facteurs dits hors-prix qui recouvrent la qualité des produits, le contenu en innovation, le design ou l'image de marque qui peuvent être liés ou non aux facteurs précédents. La compétitivité hors-prix est sans aucun doute un élément moteur des échanges internationaux mais elle n'a pas de mesure statistique précise. Elle peut être évaluée approximativement par des enquêtes qualitatives mais se déduit

le plus souvent de la part non expliquée des équations d'exportations faisant le lien entre les parts de marché et un indicateur de compétitivité-prix mesuré de la façon suivante :

$$q_i = \frac{(1 + \lambda_i)CSU_i}{\sum_{j \neq i} \omega_j (1 + \lambda_j)CSU_j}$$

où  $q_i$  est la compétitivité-prix du pays ( $i$ ), CSU représente les coûts unitaires du travail du pays ( $i$ ) ou des concurrents ( $j$ ), pondérés par la structure des exportations où  $\omega$  représente le poids assigné à chaque concurrent) et  $\lambda$  le taux de marge. Pour chaque pays, le prix des exportations correspond donc au coût unitaire de production auquel est ajouté un taux de marge.

Ce taux de marge est le plus souvent considéré comme exogène, de telle sorte que l'analyse de la compétitivité se réduit souvent à l'évolution relative des coûts unitaires du travail. Blanchard, Jaumotte et Loungai (2013) considèrent qu'un pays ne peut gagner en compétitivité que s'il parvient à baisser le coût relatif du travail ou à augmenter sa productivité relative. L'effort de marge est cependant endogène et dépend du pouvoir de marché des entreprises. Les entreprises peuvent ajuster leurs marges à la baisse pour compenser une hausse des coûts. Elles peuvent aussi profiter d'une baisse des coûts pour restaurer leurs marges dans la perspective d'investissements futurs qui amélioreront leur compétitivité hors-prix. Compétitivité-prix et hors-prix sont donc liées comme le rappelle Gaffard (2012). Nous distinguons par la suite cinq facteurs résultant de la situation macroéconomique et des mesures prises par les pays, pouvant avoir un impact sur la compétitivité : les facteurs résultant de pressions déflationnistes pesant sur l'évolution des salaires, la fiscalité du travail, des effets liés aux réformes structurelles visant à flexibiliser le marché du travail et enfin les autres facteurs dont l'effet est notamment d'améliorer la productivité.

### 1.1. Des pressions déflationnistes liées au chômage et à la consolidation budgétaire

Les salaires jouent de fait un rôle prépondérant dans les coûts de production. Or, dans une situation récessive, l'augmentation du chômage réduit le pouvoir de négociation des salariés entraînant une moindre progression du salaire nominal par

un effet « Phillips »<sup>7</sup>. Or le contexte macroéconomique marqué par une forte hétérogénéité des performances en termes de croissance et d'emploi induit un ajustement de la compétitivité dans la zone euro. Le niveau record du chômage en Espagne, Irlande, Grèce ou au Portugal est un frein puissant à la hausse des salaires. Inversement, la situation de quasi plein-emploi en Allemagne renforce le pouvoir de négociation des syndicats allemands et leur capacité à obtenir des augmentations de salaire.

À cet effet s'ajoute celui d'un gel ou d'une réduction du salaire minimum. Ces mesures supposent donc explicitement qu'un coût du travail excessif est à l'origine de la crise. Askenazy (2008) rappelle cependant que le lien entre chômage et salaire minimum est peu avéré<sup>8</sup>. Le gel du salaire minimum a été annoncé en 2011 en Espagne tandis que le gouvernement grec a annoncé une réduction de 22 % du salaire minimum à 586 euros bruts sur 14 mois contre 680 euros auparavant. Le tableau A en annexe détaille pour l'Espagne, la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Italie l'ensemble des mesures prises récemment qui pourraient avoir un effet positif sur la compétitivité-prix à court terme.

Par ailleurs, la volonté de réduire les déficits budgétaires a conduit les gouvernements à faire des coupes dans les dépenses comportant souvent un gel ou une réduction des salaires dans la fonction publique. Ainsi, le traitement des fonctionnaires italiens est gelé depuis 2011 jusqu'à fin 2013. En Espagne, les salaires ont été réduits de 5 % dès 2010 puis gelés en 2011 et pour 2012 ; la prime de Noël qui a été supprimée. Des baisses de salaires de 5 % à 15 % dans la fonction publique ont été adoptées en Irlande. Les réductions de salaires les plus fortes ont eu lieu en Grèce. Si l'évolution des salaires du secteur public n'a pas d'importance directe sur la compétitivité des exportations, le gain de compétitivité pourrait résulter d'un effet d'entraînement sur les salaires du secteur privé. C'est ce que suggèrent Afonso et Gomes (2008) à partir d'une estimation économétrique où une hausse de 1 % des salaires dans la fonction publique se traduit par une hausse de 0,1 % des salaires dans le secteur privé. Ils soulignent également un impact des effectifs dans la fonction

---

7. Voir OFCE (2012) pour plus de détails et pour une estimation de l'effet en Allemagne, France, Italie et en Espagne.

8. Voir également Chagny, Husson et Lerais (2012).

publique sur les salaires : une hausse de 1 % de l'emploi public entraînerait une augmentation de 0,45 % des salaires dans le secteur privé. Ces résultats sont expliqués par l'effet d'entraînement de la hausse exercé par les salaires publics. Selon Afonso et Gomes (2008), les agents feraient implicitement un arbitrage entre les emplois publics et privés. Une hausse exogène des salaires publics réduirait l'incitation des ménages à occuper les emplois dans le secteur privé, ce qui entraînerait une baisse de l'offre de travail et donc un ajustement à la hausse des salaires. Cette interprétation a cependant peu de fondements théoriques et n'a aucun sens dans une situation de sous-emploi où l'offre de travail est contrainte par la demande. Par ailleurs, même en situation de plein-emploi, l'emploi du secteur public a des caractéristiques spécifiques qui sont le plus souvent différentes de celles proposées par le secteur privé. Les métiers de la police, de l'enseignement, et dans une moindre mesure de la santé, ne peuvent être l'objet d'un arbitrage entre secteur public et secteur privé.

Les mesures de baisse des salaires dans la fonction publique conjuguées aux autres mesures de consolidation budgétaire contribuent à réduire la demande, ce qui accroît les pressions déflationnistes. Il peut certes en résulter une amélioration de la compétitivité *via* la boucle prix-salaire (voir supra) mais il n'est pas certain qu'*in fine* cet effet favorable en termes de parts de marché compense l'effet négatif en termes de demande intérieure.

## 1.2. La fiscalité du travail

Une partie du coût du travail est liée à la fiscalité *via* les cotisations sociales. Le gouvernement a donc la possibilité de prendre des mesures permettant d'améliorer la compétitivité en modifiant la fiscalité du travail. Néanmoins, en période de consolidation budgétaire, l'objectif de réduction des déficits budgétaires impose la mise en œuvre de mesures fiscalement neutres. La TVA dite sociale s'inscrit dans ce type de mécanisme. Elle revient à financer une baisse des cotisations sociales employeurs par une augmentation du taux de TVA. Ce type de mesure s'apparente à une dévaluation dans la mesure où elle permet de reproduire les mécanismes d'une dévaluation compétitive (Heyer, Monperrus-Veroni et Timbeau, 2007), dans la mesure où la baisse des cotisations sociales permet de réduire les coûts de production tandis que la hausse de la TVA s'applique aux biens consommés par les résidents

qu'ils soient importés ou produits sur place. L'impact de cette mesure dépend toutefois des effets d'entraînement de la hausse des TVA *via* la boucle prix-salaire<sup>9</sup>. Une analyse empirique réalisée par Keen et de Mooij (2012), sur un panel de pays de l'OCDE, suggère qu'une dévaluation fiscale équivalente à un point de PIB – soit dans la zone euro une baisse des cotisations sociales de 2,6 points financée par une hausse de 2,7 points de la TVA – entraîne une amélioration immédiate nette du solde extérieur de 0,9 % du PIB. Si la mesure a été mise en œuvre par l'Allemagne en 2007<sup>10</sup>, non seulement afin de réduire le coût du travail mais également de réformer le mode de financement de la protection sociale, aucun autre pays de la zone euro n'y a eu recours pour améliorer sa compétitivité depuis le déclenchement de la crise. Un temps envisagé par la France, elle ne fut finalement pas adoptée. Néanmoins, la création en France du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) qui accordera aux entreprises un crédit d'impôt de 6 % de la masse salariale – ce qui correspond à une enveloppe de 20 milliards d'euros – devrait réduire le coût du travail du secteur marchand de 2,6 % (Plane, 2013). Le financement de cette mesure se fera pour partie sur une réforme de la TVA à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2014 et un renforcement de la fiscalité écologique, si bien qu'*in fine* la mesure s'apparente à une dévaluation fiscale. Le gouvernement précise que le complément de financement nécessaire viendra d'économies sur les dépenses. Cette mesure permettra donc à terme d'améliorer la compétitivité en pesant sur la demande intérieure.

### 1.3. Réformer le marché du travail

Outre les mesures de déflation salariale et d'allègement de la fiscalité, les pays sous aide conditionnelle ont commencé, dès 2010, à mettre en place des mesures dites structurelles. Ces dernières sont de plusieurs types.

---

9. Voir Le Cacheux (2012), Sterdyniak (2012) et Heyer, Plane et Timbeau (2012) pour des analyses complémentaires et détaillées sur le sujet.

10. En Allemagne, le taux maximal de TVA est ainsi passé de 16 à 19 % au 1<sup>er</sup> janvier 2007, en contrepartie d'une baisse de 1,6 point des cotisations sociales. La mesure ne fut donc pas totalement neutre fiscalement puisque le surplus de recettes estimé à 20 milliards d'euros ne finançait qu'une réduction de 11 milliards des recettes de cotisation sociales.

D'une part, la réforme du marché des produits avec l'ouverture des secteurs abrités de la concurrence et l'élimination progressive des barrières à l'entrée. Ainsi, les programmes de privatisation sont intervenus dans plusieurs secteurs, notamment le transport et l'énergie (Grèce, Irlande et Portugal), de même que le lancement de partenariats public-privé. Dans certains pays (Grèce et Portugal), le rôle des autorités de concurrence a été renforcé, de même que la législation (Irlande). Les démarches administratives à remplir pour démarrer une entreprise ont été allégées (Grèce, annonce d'un choc de simplification en France). Dans les industries de transport et de réseau, les barrières à l'entrée ont été réduites en Grèce, et les tarifs réglementés ont été éliminés en Grèce et au Portugal. Enfin, les barrières à l'entrée dans les services professionnels ont été réduites en Grèce, en Irlande et au Portugal. Le problème est que le premier effet de ces mesures, en faisant disparaître du marché les entreprises peu productives, est d'augmenter le chômage. L'effet sur la compétitivité résulte de l'accroissement de la concurrence qui peut créer des pressions à la baisse sur les prix et surtout qui augmente la sensibilité des prix aux conditions de marché.

En outre, le FMI promeut un modèle inspiré de la « flexisécurité » danoise et des réformes Hartz IV du marché du travail allemand (voir encadré), et prône une moindre protection de l'emploi, en facilitant le recours au licenciement et les ruptures de contrat, mais garantissant en contrepartie un niveau élevé d'assurance chômage, conditionné à une recherche active d'emploi, une politique de formation et de reconversion. Le FMI recommande de réduire la dualité du marché du travail, entre d'un côté des salariés bénéficiant d'un contrat qui offre une plus grande protection contre le risque de licenciement et de l'autre des salariés plus précaires. Ainsi, plusieurs pays ont réduit les indemnités de licenciement (Grèce, Espagne, Portugal), et simplifié les procédures de licenciement (Italie, Grèce, Portugal). Dans un contexte d'insuffisance de la demande, il est peu probable que ces réformes contribuent à réduire le chômage. Elles peuvent même avoir des effets néfastes en réduisant les revenus des chômeurs, ce qui amplifie l'effondrement de la demande. Un effet positif peut être observé en termes de compétitivité mais il résulterait à nouveau d'un effet déflationniste lié à l'amplification de la récession. Par ailleurs, Gautié (2009) rappelle qu'empiriquement, il est difficile

de rendre compte de l'impact des institutions, c'est-à-dire de l'ensemble des mécanismes de protection de l'emploi et d'indemnisation du chômage, et donc de leur effet sur l'emploi. Des mesures visant à flexibiliser la durée du travail ont également été mises en place : en Grèce, la majoration des heures supplémentaires a été réduite, de même que l'indemnisation du travail partiel. La décentralisation du processus de négociation salariale fait également partie des mesures structurelles actuellement mises en place dans plusieurs pays (Grèce, Irlande, Portugal). Ces mesures reposent généralement sur le développement de dérogations<sup>11</sup> permettant aux entreprises de suspendre l'application d'accords de branche. L'objectif est ici de réduire le pouvoir de négociation des syndicats et d'exercer une pression à la baisse sur les salaires. Il est toutefois délicat d'en apprécier l'impact sur la compétitivité. Il existe en effet peu d'études sur le sujet. Le lien entre degré de centralisation des négociations salariales est par exemple ambigu. Quoiqu'il en soit, les politiques de réduction des salaires récemment mises en place dans le sud de l'Europe et en Irlande, visent à améliorer la compétitivité-coût de ces pays, à la suite de la stratégie de dévaluation compétitive conduite en Allemagne depuis les années 1990 (encadré).

#### **Encadré. Les facteurs d'amélioration de la compétitivité allemande depuis le milieu des années 1990<sup>12</sup>**

L'amélioration de la compétitivité allemande dans les années 2000 et donc la réduction relative des coûts de production par rapport à ses partenaires a fait suite à une dégradation assez nette au début des années 1990, à la suite de la réunification. En effet, la hausse des salaires dans les nouveaux *Länder* de l'Est, conjuguée à une hausse du taux de cotisations sociales de 6 points entre 1990 et 1997 avaient dégradé la compétitivité allemande et le taux de marge des entreprises industrielles (Chagny, 2008). Cette détérioration de la compétitivité, couplée à une demande intérieure dynamique, avait conduit à l'apparition d'un déficit courant, alors que l'Allemagne de l'Ouest affichait à la fin des années 1980 un excédent courant. L'amélioration de la compétitivité

11. Voir FMI (2012) pour une liste plus précise des réformes de ce type mise en œuvre dans les différents pays.

12. Cet encadré s'appuie sur : Chagny (2005, 2008), Logeay et Rietzler (2008), Hege (2012), Erkel-Rousse et Garnero (2008), Fontagné et Gaulier (2008), Deutsche Bundesbank (2005), Hege (2005a, 2005b), Rehfeldt (2001).



à partir de la fin des années 1990 a reposé sur plusieurs facteurs. D'abord, *via* la modération salariale, dans l'industrie et dans les services. Les gains de productivité non redistribués aux salariés ayant progressé, les coûts salariaux unitaires ont baissé à partir de 1998, baisse qui s'est amplifiée à partir de 2003 et ce, jusqu'en 2008. Ensuite, *via* la stratégie d'externalisation des entreprises, en important notamment des produits intermédiaires à moindres coûts depuis les pays d'Europe de l'Est (Erkel-Rousse et Garnero, 2008). Enfin, la TVA sociale a participé à ce mécanisme de baisse des coûts salariaux, grâce à la baisse des cotisations sociales. Conséquence de ces politiques, le taux de marge des entreprises industrielles a retrouvé au milieu des années 2000 son niveau du début des années 1990, avant de le dépasser nettement par la suite. Les entreprises allemandes ont par ailleurs regagné des parts de marché à l'exportation et retrouvé un excédent courant conséquent. Ces bons résultats allemands à l'exportation, en permettant aux entreprises de financer des efforts d'innovation, ont en retour amélioré la compétitivité hors-coût, renforçant le dynamisme des exportations et limitant les effets des variations du taux de change de l'euro (Fontagné et Gaulier, 2008).

Cette modération salariale au sein des entreprises à la fin des années 1990 et durant les années 2000 est le résultat direct des accords de flexibilisation interne dans l'industrie visant à conserver l'emploi dans un contexte de concurrence internationale accrue et le résultat indirect des différentes réformes du marché du travail durant les années 2000. Ces dernières ont en effet d'un côté réduit la générosité du système d'indemnisation des chômeurs pour augmenter l'incitation à la reprise d'emploi, notamment pour les chômeurs de longue durée, ce qui a réduit leur salaire de réservation, et d'un autre côté favorisé l'emploi à bas salaires dans les services (libéralisation de l'interim, réforme des mini-jobs et introduction des midi-jobs, *cf. infra.*), les emplois précaires étant présentés comme un moyen de réinsertion des non-qualifiés sur le marché du travail. Les entreprises industrielles ont en retour bénéficié, dans le cadre d'une sous-traitance accrue, de ces faibles coûts dans les services.

Alors que durant la décennie 2000, les entreprises avaient peu redistribué les profits issus de la bonne tenue des exportations, les salaires ont récemment augmenté assez nettement dans un contexte de baisse du taux de chômage. Ce faisant, cette dynamique permettrait de stimuler la demande intérieure et pourrait ainsi atténuer la dépendance de l'Allemagne à l'égard des exportations. Les salaires bruts réels par tête ont ainsi progressé de 0,7 % en moyenne depuis 2008 (et même de 1,1 % en 2011-2012), après avoir quasiment stagné entre 1995 et 2000 (+0,1 % en moyenne) et reculé de 0,3 % en moyenne entre 2000 et 2007.

Les différents facteurs ayant influé sur la compétitivité au cours des années 1990 et 2000 sont détaillés ci-dessous.

*Réforme de la législation sur les emplois à bas salaires et à temps partiel (1999)*

La réforme de ces emplois, dont la rémunération mensuelle était plafonnée et qui ne devaient pas excéder 15 heures par semaine<sup>13</sup>, avait pour but de limiter leur développement et assurer une meilleure couverture retraite. Dorénavant, les employeurs doivent déclarer ces emplois auprès des organismes de sécurité sociale. Parmi les mesures adoptées, le taux de cotisations employeurs passait de 20 à 22 %, ces emplois exercés comme emploi secondaire n'étaient plus exemptés du paiement de l'impôt et des cotisations sociales employés. Enfin, le plafond mensuel passait à 325 euros par mois.

**Lois, dites "Hartz"<sup>14</sup>** (*Gesetze für moderne Dienstleistungen am Arbeitsmarkt*, lois sur la prestation de services modernes sur le marché du travail).

**Hartz I (2003)** : réforme du service de l'emploi, libéralisation du recours à l'interim, durcissement des critères d'octroi de l'indemnisation chômage (et notamment des critères d'emploi acceptable pour les chômeurs sans attache familiale, réforme du service de l'emploi.

**Hartz II (2003)** : réforme des emplois à bas salaires (mini et midi-jobs) pour les améliorer, réforme du dispositif de soutien à la création d'entreprises unipersonnelles, réforme du service de l'emploi.

Concernant les *mini-jobs*, l'exonération de cotisations sociales salariés reste totale, le plafond mensuel passe à 400 euros<sup>15</sup> et le taux de cotisations employeur augmente à 25 %<sup>16</sup>. Il n'y a plus de limite au temps de travail : un temps de travail plus important est donc possible avec le même salaire, ce qui pousse encore à la baisse le salaire horaire. L'exemption d'impôts et de cotisations sociales employés est à nouveau valable pour les personnes cumulant un emploi principal et un seul emploi supplémentaire à bas salaire. Les *midi-jobs* sont créés à cette occasion : leur rémunération est comprise entre 400 et 800 euros<sup>17</sup> et l'exonération de cotisations sociales salariés est partielle, avec une

13. La création des mini-jobs remonte aux années 1960, même si leur appellation actuelle date de 2003. Initialement, ces emplois étaient occupés majoritairement par des mères de famille (mais aussi par des retraités, des étudiants ou comme emploi secondaire) qui bénéficiaient par ailleurs d'une couverture sociale. Ils permettaient aux ménages d'obtenir un complément de revenu non imposable et non soumis aux cotisations sociales salariés. Seul un prélèvement forfaitaire au titre des cotisations et impôts était prévu à la charge des employeurs à un taux de 20 %. Mais ce type d'emploi était tout de même attractif pour l'employeur du fait des bas salaires pratiqués.

14. Votées en décembre 2002 puis décembre 2003, elles sont entrées en vigueur entre 2003 et 2005 selon les mesures.

15. En 2013, ce plafond a été relevé à 450 euros.

16. Ce taux a été relevé à 30 % en juillet 2006, alors qu'il est de l'ordre de 20 % pour les emplois classiques.

17. Ce plafond est de 850 euros depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2013.

augmentation progressive du taux en fonction du salaire<sup>18</sup>. Enfin, les procédures d'emploi et de paiement sont simplifiées.

**Hartz III (2004)** : réforme du service de l'emploi, durcissement des conditions d'indemnisation chômage (prise en compte de deux ans contre trois précédemment pour le respect des conditions d'affiliation), réforme des dispositifs d'emplois aidés.

**Hartz IV (2005)** : réforme de l'indemnisation chômage.

Pour mémoire, avant cette réforme, trois allocations coexistaient en Allemagne : l'allocation d'assurance chômage (*Arbeitslosengeld*), l'allocation d'assistance chômage (*Arbeitslosenhilfe*) et l'aide sociale (*Sozialhilfe*). L'assurance chômage, financée par les cotisations, était proportionnelle au dernier salaire ; l'assistance chômage, financée par l'impôt, était versée aux chômeurs en fin de droits, proportionnelle au dernier salaire, dégressive avec le temps mais sans limitation de durée ; l'aide sociale, financée par l'impôt et versée par les municipalités, était forfaitaire et pouvait si nécessaire compléter l'allocation d'assistance chômage. Le nouveau système conserve l'allocation d'assurance chômage (dorénavant appelée *Arbeitslosengeld I*<sup>19</sup> ou ALG I), mais fusionne – pour les personnes en âge de travailler et aptes au travail – l'aide sociale et l'allocation d'assistance chômage qui deviennent une prestation forfaitaire (*Arbeitslosengeld II*<sup>20</sup> ou ALG II), soumise au critère de revenu et impliquant une recherche active d'emploi. Dans la majorité des cas, ce revenu est inférieur à l'ancienne allocation d'assistance chômage. Désormais, l'aide sociale ne concerne plus que les personnes qui sont en incapacité de travailler. De plus, les bénéficiaires de l'ALG II sont obligés d'accepter tous les types d'emplois (emplois dont la rémunération peut être jusqu'à 30 % inférieure aux minima inscrits dans les conventions collectives en vigueur localement, *mini-jobs*, emplois aidés, *ein-euro-job*...) pour conserver leur allocation. Les fameux *ein-euro-job* font partie des nouveaux dispositifs d'insertion des chômeurs dans le secteur non marchand : rémunérés environ 1 euro de l'heure, ils sont d'une durée limitée (6-9 mois) et concernent les allocataires de l'ALG II, prestation avec laquelle ils se cumulent. Enfin, les possibilités de cumul de l'ALG II avec un salaire sont élargies afin d'inciter à la reprise d'un emploi.

#### Lois sur les réformes du marché du travail (2004 et 2006)

Tout d'abord, la loi sur la protection contre le licenciement (*Kündigungsschutzgesetz*) a été assouplie, avec une augmentation de 5 à 10 salariés du seuil à partir duquel s'applique la protection contre

18. La couverture sociale de ces contrats est limitée puisque les *mini-jobs* ne donnent aucun droit au titre de l'assurance chômage ou maladie et des droits réduits à l'assurance invalidité/vieillesse et que les droits acquis dans le cadre des *midi-jobs* sont proportionnels aux taux de cotisations sociales. Depuis 2013, l'affiliation à l'assurance vieillesse est obligatoire pour ces contrats.

19. Régi par le chapitre III du Code social allemand (*Sozialgesetzbuch III* ou SGB III).

20. Régi par le chapitre II du Code social allemand (*Sozialgesetzbuch II* ou SGB II).

le licenciement. Par ailleurs, en février 2006, une réduction de la durée maximale de l'allocation d'assurance chômage pour les plus de 45 ans est entrée en vigueur. Pour les plus de 57 ans, par exemple, la durée d'indemnisation est passée de 32 à 18 mois. Elle a été relevée en 2008, à 24 mois pour les plus de 58 ans.

### **TVA sociale (2007)**

En 2007, la hausse de la TVA de 3 points n'a été que partiellement sociale, puisqu'un tiers des recettes supplémentaires a été affecté à la baisse des cotisations à l'assurance chômage. Cette dernière a donc été de « seulement » 2,3 points, à parts égales pour les cotisations des salariés et des employeurs. De plus, elle a été en partie compensée par la hausse de 0,4 point des cotisations pour la retraite cette année-là et de 0,6 point des cotisations à l'assurance maladie.

### **Modération salariale pour les emplois « classiques »**

La modération salariale pour les salariés en place avec un emploi « assujéti aux cotisations sociales » a reposé sur plusieurs facteurs. D'abord, elle s'est inscrite dans le cadre du processus tripartite de concertation sociale, lancé en 1998 par le « Pacte pour l'emploi, la formation et la compétitivité » (*Bündnis für Arbeit*), au moment de l'arrivée au pouvoir de la gauche. Les sommets qui vont suivre confortent peu à peu cette modération salariale et une flexibilisation des horaires (annualisation, comptes d'épargne-temps, ...) en contrepartie de la réduction des heures supplémentaires et de création d'emplois. Ensuite, la baisse de la part des salariés couverts par une convention collective de branche a favorisé la modération salariale pour ceux non couverts. Ainsi, selon Ellguth et Kohaut (2012), en 2011, 54 % des salariés étaient couverts par des conventions collectives de branche dans les anciens *Länder* et 37 % dans les nouveaux *Länder* (contre respectivement 70 % et 56 % en 1996). En prenant en compte les salariés couverts par des conventions collectives d'entreprise et ceux travaillant dans des entreprises non couvertes mais s'orientant sur les résultats des accords de branche, ce sont 81 % des salariés dans les anciens *Länder* et 74 % dans les nouveaux *Länder* qui sont plus ou moins couverts par des normes conventionnelles. Par ailleurs, 34 % des salariés du secteur privé dans les anciens *Länder* n'étaient couverts ni par une convention collective (de branche ou d'entreprise) ni par une représentation du personnel (*i.e.* un conseil d'établissement ou *Betriebsrat*) en 2011. Enfin, de nombreux accords dérogoratoires à ces conventions de branche ont été signés dans les années 2000. En effet, les conventions collectives de branche peuvent comporter des clauses (appelées clauses d'ouverture) qui permettent de conclure des accords dérogoratoires au niveau des entreprises. Ces accords sont temporaires et les normes conventionnelles s'appliquent de nouveau quand ils arrivent à expiration. Selon les données de l'IAB, en 2005, 29 % des salariés étaient couverts par des conventions collec-

tives prévoyant des clauses d'ouverture. De nombreux accords dérogatoires aux conventions collectives sont intervenus dans les années 2000. Afin de préserver les emplois et les sites de production face aux menaces patronales de délocalisation, les syndicats de nombreuses entreprises (Volkswagen, Siemens, Mercedes, ...) ont accepté des allongements du temps de travail avec ou sans compensation salariale, des suppressions de primes ou de congés payés, ... La flexibilité interne s'est donc nettement renforcée durant ces années en jouant à la fois sur les horaires et sur les salaires pour limiter l'ajustement des effectifs.

### **Externalisation**

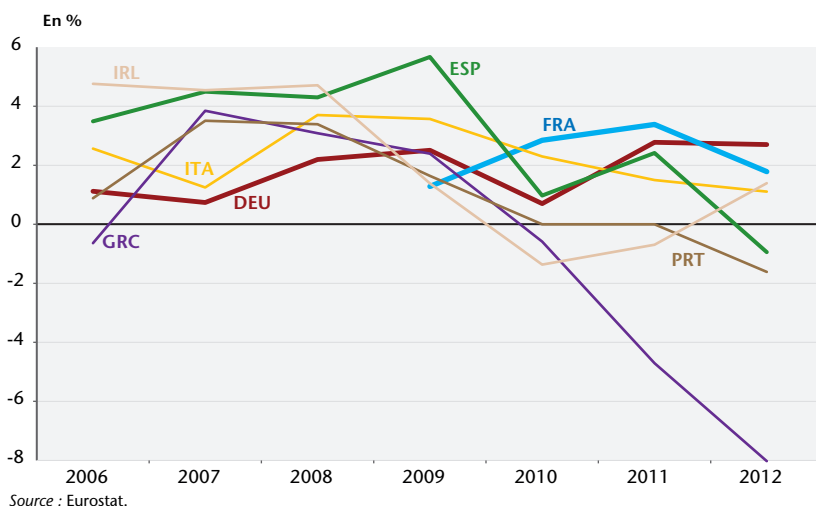
Le phénomène d'externalisation ne concerne non seulement l'approvisionnement à l'étranger, dans des pays à faible coût, notamment les pays d'Europe de l'Est, mais aussi la sous-traitance au niveau local d'un certain nombre d'activités. L'externalisation a par ailleurs concerné tant la production de consommations intermédiaires que les activités de services à faible valeur ajoutée. Ainsi, on a observé au cours des années 1990 et 2000 une restructuration des grandes entreprises industrielles qui sous-traitent de plus en plus d'activités à des entreprises plus petites, dont les salariés sont moins bien protégés et souvent moins bien rémunérés, notamment dans le secteur des services. Tous ces éléments ont induit pour les entreprises allemandes un avantage en termes de compétitivité-prix par rapport aux entreprises des autres pays européens.

En ce qui concerne l'externalisation à l'étranger, Erkel-Rousse et Garnero (2008) calculent que la part des consommations intermédiaires importées des pays à bas coûts dans la consommation intermédiaire totale, qui était de l'ordre de 4 % en 1991 en France comme en Allemagne, est passée à un peu plus de 16 % en 2007 en Allemagne (contre environ 9 % en France). D'après leurs estimations, l'externalisation à l'étranger dans des pays à bas coûts expliquerait au moins la moitié de la meilleure performance à l'exportation de l'Allemagne par rapport à la France sur la première moitié des années 2000.

Si la compétitivité ne se réduit pas aux coûts salariaux, les différentes réformes mises en œuvre devraient créer des pressions à la baisse du coût du travail, principalement *via* les salaires.

Le graphique 2 montre que ce processus déflationniste est déjà à l'œuvre dans certains pays de la zone euro. Le coût horaire du travail a baissé de 8 % en Grèce en 2012, de 1,6 % au Portugal et de 0,9 % en Espagne. Si le gain de compétitivité ne peut pas être négligé, l'effet est incontestablement déflationniste.

Graphique 2. Évolution du coût horaire du travail



#### 1.4. Une autre source de gains de compétitivité

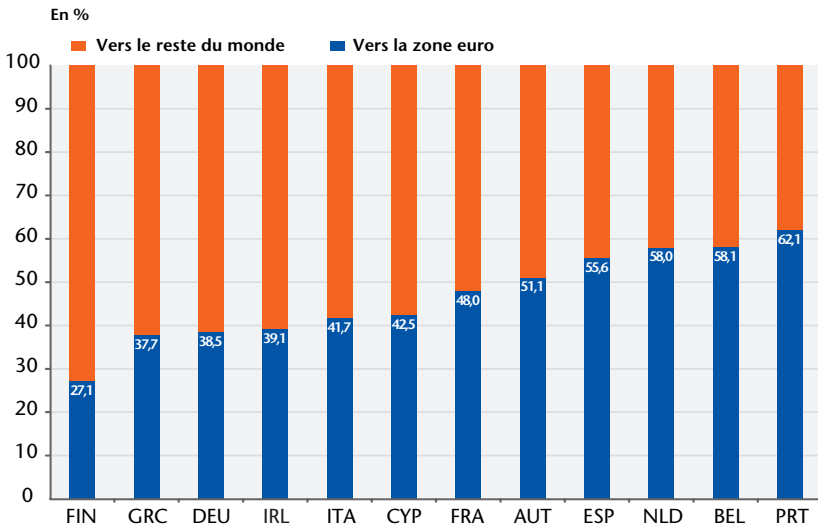
Blanchard *et al.* (2013) écartent les solutions reposant sur les gains de productivité au motif que qu'elles n'auraient des effets qu'à long terme. Pourtant, la mise en œuvre d'une stratégie visant à améliorer la productivité *via* un programme d'investissement public ou des mesures fiscales favorisant l'investissement ou l'innovation pourraient permettre à la fois de soutenir la demande à court terme et l'offre à long terme *via* une amélioration de la productivité, de la compétitivité prix et hors-prix, qui augmente la croissance potentielle. De même, la recherche de gains de productivité peut passer en amont par une amélioration des marges des entreprises. La compétitivité-prix peut alors apparaître formellement dégradée. Néanmoins, à court terme une stratégie d'amélioration de la productivité ou de la compétitivité hors-prix fondée sur une politique de soutien public à l'innovation semble incompatible avec la volonté de réduire les déficits budgétaires. Elle n'a de fait été choisie par aucun des pays en crise. De même, une stratégie de compétitivité pourrait s'appuyer sur des investissements en capital humain *via* une amélioration des qualifications. Une telle voie n'a cependant pas été considérée jusqu'ici.

### 1.5. Quid du taux de change ?

En faisant le choix de la dévaluation interne (salariale), les pays de la zone euro entrent en concurrence dans une stratégie de moins-disant fiscal et social qui n'a d'effet qu'à court terme. Ainsi, faut-il aller jusqu'à s'aligner sur les nouveaux entrants des pays d'Europe centrale et orientale, en pratiquant un alignement vers le bas ? Il semble que cette stratégie atteigne très rapidement ses limites, et la zone euro a sans doute intérêt à sortir globalement de la crise plutôt que d'opter pour la stratégie du « sauve qui peut ».

Une autre arme existe pour regagner de la compétitivité, il s'agit du taux de change. Certes, les pays de la zone euro sont liés par une monnaie commune, ce qui rend toute dépréciation unilatérale impossible. Pourtant, une baisse de l'euro pourrait avoir des effets bénéfiques. En effet, même si la part des exportations des pays de la zone euro en direction de la zone euro est élevée, elle ne représente en moyenne qu'environ la moitié des exportations totales de la zone euro (graphique 3). Bien qu'étant institutionnellement une compétence partagée, la politique de change de la zone euro a été confisquée par la BCE (Creel, Laurent et Le Cacheux, 2007).

Graphique 3. Parts des exportations intra- et extra-zone euro (2011)



Source : Chelem.

La faiblesse de la politique de change en zone euro vient de l'incapacité des ministres des Finances en zone euro à trouver un consensus, l'Allemagne prônant l'euro fort et les pays du Sud l'euro faible. À l'heure où tous les pays industriels, États-Unis et Japon en tête, utilisent l'arme de la politique de change, l'Europe ne peut pas plus longtemps se priver d'un instrument aussi précieux. Il faut donc peut-être songer à revoir le processus de décision au sein de l'Eurogroupe et envisager, le cas échéant, une décision à la majorité qualifiée.

## **2. Compétitivité et parts de marché à l'exportation pendant la crise**

Parmi les différents facteurs mentionnés auparavant, seule la baisse relative des salaires est susceptible de se répercuter rapidement sur la compétitivité. Dans un contexte de chômage élevé, l'effet d'entraînement de la baisse des salaires dans la fonction publique pourrait accélérer la baisse des salaires privés résultant initialement de la hausse du chômage. L'effet sur le commerce extérieur dépend ensuite du délai moyen d'ajustement des exportations et des importations. Par ailleurs, dans le cas du CICE en France, la montée en charge progressive de la mesure retarderait la pleine réalisation de ses effets bénéfiques, attendue à 2015 en ce qui concerne l'amélioration du solde extérieur. Enfin, l'impact des réformes structurelles du marché du travail sur le niveau des salaires et la compétitivité reste incertain et difficilement quantifiable. Afonso et Gomes (2008) ne parviennent par exemple pas à mettre en évidence un effet significatif de la durée ou du taux d'indemnisation du chômage. Dans ces conditions, la partie suivante ne cherche pas précisément à évaluer le rôle respectif des différents facteurs sur l'évolution récente de la compétitivité et des parts de marché mais plus simplement à en retracer les évolutions au cours de la crise.

### **2.1. Compétitivité**

La compétitivité-prix d'un pays peut être mesurée selon plusieurs indicateurs. À l'OFCE, nous construisons et utilisons pour notre exercice de prévision une base de données rassemblant les importations et exportations de marchandises, selon 30 pays/zones de l'économie mondiale (20 grands pays, comprenant les pays



les plus anciennement industrialisés, ainsi que la Chine, la Corée du sud, le Mexique, le Brésil, et 6 zones géographiques regroupant les pays émergents d'Asie, Afrique, Amérique latine, CEI/Ex-URSS, ...). Pour chacun de ces 30 pays/zones, nous calculons les exportations et importations en volume, valeur et prix. Les données de notre base de commerce extérieur sont trimestrielles et disponibles à partir du début des années 1970. Cet outil permet de calculer la « demande mondiale », et de construire plusieurs indicateurs. L'un d'entre eux est une demande adressée à chaque pays/zone, obtenue en pondérant les importations de chaque pays/zone par la structure géographique des exportations de ce pays pour une année de base, en l'occurrence 1998. En rapportant les exportations de chaque pays/zone à sa demande adressée, nous obtenons un indicateur de parts de marché à l'exportation en volume. Nous calculons par ailleurs un indicateur de prix relatifs à l'exportation de marchandises pour chaque pays/zone, autrement dit un indicateur de compétitivité prix.

Par ailleurs, la Commission européenne (DG ECFIN) publie chaque trimestre un rapport sur la compétitivité et les prix (*Price and Competitiveness Report*), prenant en compte plusieurs regroupements géographiques, dont le plus large couvre 36 pays industriels, le plus restreint les seuls pays de la zone euro. Sont ainsi construits 4 indicateurs de compétitivité-prix : prix à la consommation, coûts unitaires de l'ensemble de l'économie, coûts unitaires de l'industrie manufacturière, déflateur des exportations des biens et services. Cette base est trimestrielle mais ne débute dans sa version actuelle qu'en 1994.<sup>21</sup>

Ici nous comparerons principalement nos indicateurs de prix à l'exportation avec ceux de la Commission européenne, ce qui nous permet de suivre l'évolution de 5 indicateurs portant sur des variables différentes de l'économie dont 4 sont construits de façon cohérente par une même source. Mais le FMI publie aussi des taux de change réels, en termes d'indices de prix à la consommation et de coûts unitaires de l'ensemble de l'économie qui ont l'avantage d'être disponibles sur une périodicité mensuelle.

---

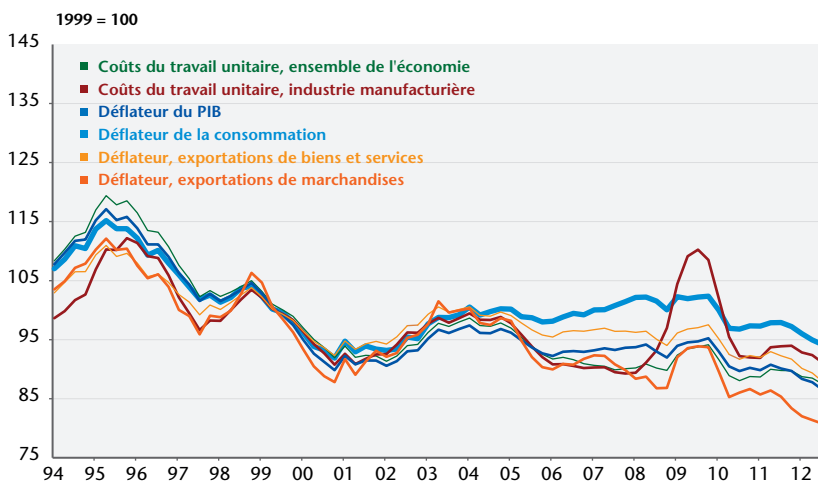
21. Le lecteur intéressé pourra se reporter par exemple à J. Fayolle et C. Mathieu : « Les positions compétitives en Europe à la veille de l'Union monétaire », *Lettre de l'OFCE* n° 176, lundi 22 juin 1998, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/176.pdf>, où les auteurs avaient présenté une analyse sur la base des séries de la Commission qui débutaient alors en 1987.

Par construction, les indicateurs de compétitivité-prix, ou de taux de change réels, ne nous disent rien quant aux niveaux relatifs des prix de pays mais permettent de retracer les évolutions de compétitivité au cours du temps. Ainsi, ils permettent de répondre à la question : les compétitivités ont-elles divergé ou convergé entre pays membres depuis le lancement de l'union monétaire ? Y-a-t-il eu des gagnants et des perdants dans la course à la compétitivité ?

On peut tracer un bref panorama des évolutions des compétitivités en Allemagne, France, Italie, Espagne, Grèce, Portugal et Irlande depuis 20 ans. Les graphiques qui suivent présentent l'évolution des compétitivités de ces pays depuis 1999, année de lancement de la monnaie unique.

Le graphique 4 montre que l'Allemagne s'était engagée dans un processus d'amélioration de sa compétitivité au milieu des années 1990, mouvement qui s'est poursuivi jusqu'au début des années 2000. Au début des années 2000, la compétitivité-prix s'est érodée (ce que l'on retrouvera pour les autres pays sous-revue, du fait de la hausse de l'euro notamment par rapport au dollar), mais la compétitivité allemande recommence à s'améliorer à partir de 2005, à l'exception de l'indicateur mesuré en termes de prix à la consommation, resté à peu près stable.

Graphique 4. Allemagne – Taux de change effectif réel



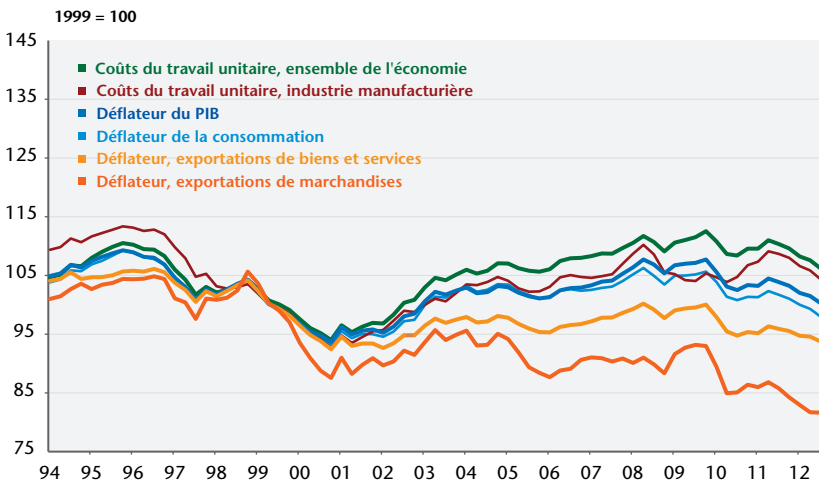
Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.

Source : Commission européenne.

On voit que les exportateurs (que ce soient pour l'indicateur de l'OFCE portant sur le total des marchandises, ou le déflateur de l'ensemble des biens et services) ont comprimé leurs marges pour continuer à gagner en compétitivité. La compétitivité mesurée en termes de coût unitaires, dans l'industrie manufacturière comme dans l'ensemble de l'économie, s'est en effet moins nettement améliorée. Au plus fort de la crise de 2008, les coûts unitaires dans l'industrie ont fortement augmenté de façon temporaire (effet des mesures de chômage à temps partiel). En fin de période, la compétitivité allemande est meilleure qu'au lancement de la zone euro.

En France comme en Allemagne, on constate une baisse des taux de change effectifs réels, autrement dit une amélioration de compétitivité-prix dans la seconde moitié des années 1990 (graphique 5). Mais depuis le début des années 2000, tous les indicateurs de compétitivité ont tendance à se dégrader, sauf les prix à l'exportation de marchandises : les exportateurs compriment leurs marges pour rester dans la concurrence. Au final, les indicateurs de compétitivité-prix de la France ne donnent pas une image particulièrement dégradée de l'économie française sur l'ensemble de la période, notamment par rapport à l'Allemagne. Les indicateurs relatifs de coûts unitaires du travail ont cependant moins baissé qu'en Allemagne.

Graphique 5. France – Taux de change effectif réel

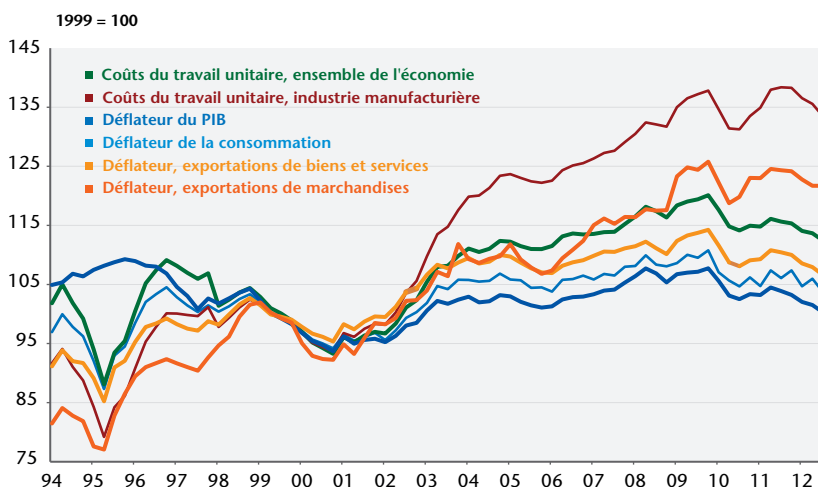


Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.

Source : Commission européenne.

En Italie, la situation est très différente (graphique 6) : aucune amélioration de compétitivité avant l'entrée du pays dans la zone euro, légère amélioration jusqu'au début des années 2000, puis reprise de la dégradation. On trouve en Italie aussi une moindre dégradation du côté des prix à l'exportation (de marchandises et dans une moindre mesure de l'ensemble de l'économie) qu'en matière de coûts unitaires de production. Les exportateurs italiens ont comprimé leurs marges. En fin de période, la compétitivité-prix italienne est moins bonne qu'en début de période, quel que soit l'indicateur considéré. La dégradation des coûts unitaires du travail dans l'industrie manufacturière est frappante.

Graphique 6. Italie – Taux de change effectif réel

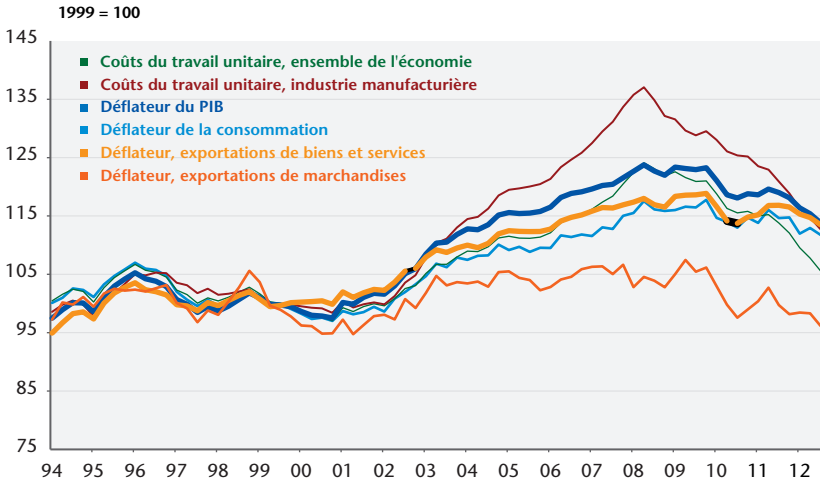


Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.  
Source : Commission européenne.

En Espagne, la compétitivité est restée *grosso modo* stable du milieu des années 1990 à l'entrée du pays dans la zone euro (graphique 7) ; elle s'est ensuite légèrement améliorée pour se dégrader rapidement à partir du début des années 2000. La dégradation est alors devenue spectaculaire, surtout en termes de coûts unitaires du travail dans l'industrie manufacturière, jusqu'au début de la crise, où la tendance s'est brutalement inversée. Ainsi, les coûts du travail unitaires relatifs avaient rejoint au troisième trimestre 2012 leur niveau de 2003. Les exportateurs espagnols (prix de marchandises et dans une moindre mesure biens et services) n'ont pas répercuté intégralement la dégra-

dation des coûts unitaires du travail nationaux. Néanmoins, à la fin 2012, la compétitivité-prix espagnole était moins favorable qu'en 1999 selon quatre des cinq indicateurs, et à peu près au même niveau que celui de 1999 pour les prix à l'exportation de marchandises.

Graphique 7. Espagne – Taux de change effectif réel



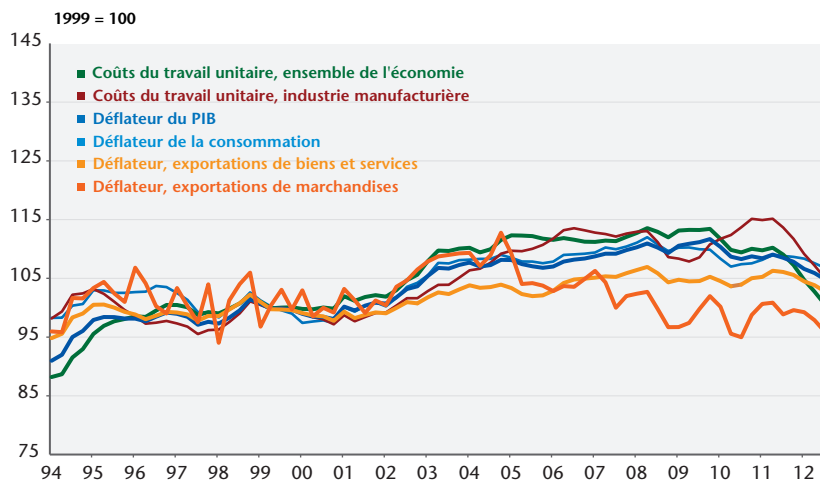
Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.  
Source : Commission européenne.

Contrairement à l'Espagne, le Portugal n'a pas connu de forte dégradation de sa compétitivité-prix sur la période considérée, quel que soit l'indicateur retenu (graphique 8). On pourra noter, ici encore, que c'est l'indicateur de prix à l'exportation de marchandises qui a été le plus « comprimé » depuis le milieu des années 2000. Cet indicateur est celui qui porte le plus sur des biens échangeables internationalement, donc le plus soumis à la concurrence. Dans le cas du Portugal, c'est le seul des cinq indicateurs qui soit à la fin 2012 meilleur qu'en 1999.

En Irlande, la compétitivité-prix mesurée selon les coûts unitaires du travail s'était fortement améliorée avant l'entrée du pays dans la zone euro (graphique 9). Elle s'est dégradée durant les années de forte croissance en Irlande, mais depuis 2008, on observe une forte amélioration de la compétitivité-coûts due aux baisses de salaire. En fin de période, la compétitivité-prix a soit retrouvé son niveau de 1999 (coûts unitaires du travail), ou est plus favorable (prix à l'exportation de marchandises). En Irlande, on pourra noter

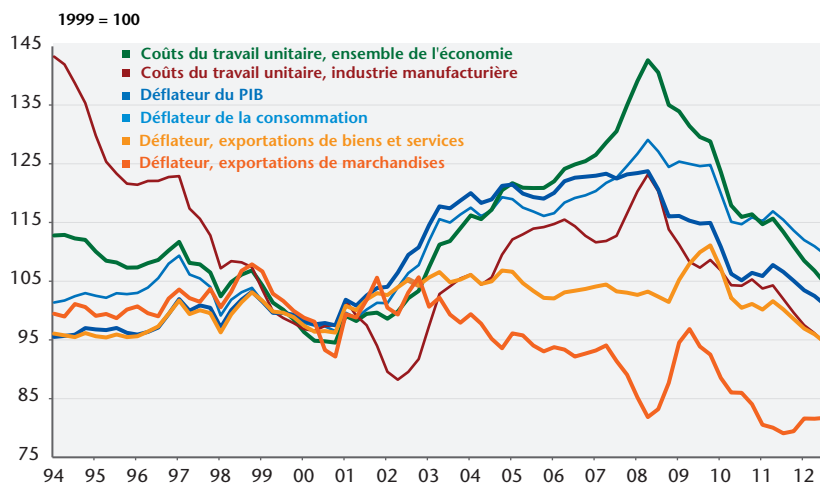
que l'amélioration de compétitivité depuis le début de la crise se fait sans compression des marges à l'exportation.

Graphique 8. Portugal – Taux de change effectif réel



Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.  
 Source : Commission européenne.

Graphique 9. Irlande – Taux de change effectif réel

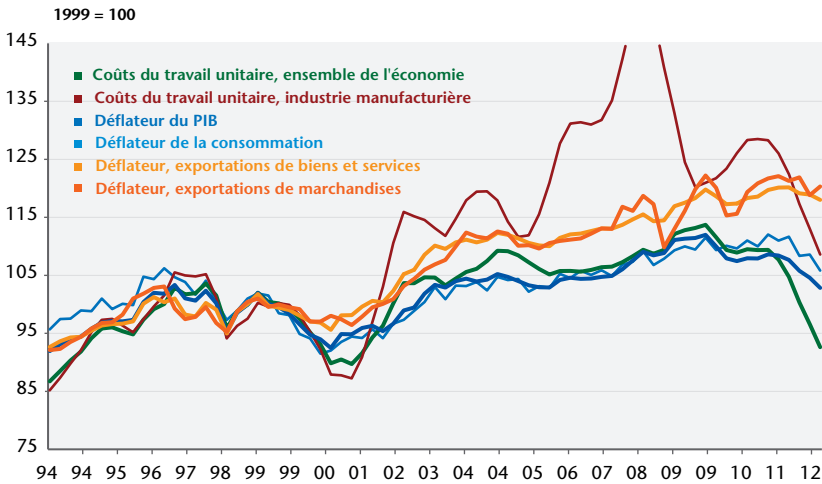


Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.  
 Source : Commission européenne.

La Grèce a connu des évolutions de compétitivité plus proches de celles de l'Italie que des autres pays sous-revue (graphique 10) ; depuis 1994 jusqu'au début de la crise : tendance généralisée à la

dégradation de la compétitivité-prix. Depuis lors, les baisses de salaires permettent une forte amélioration de la compétitivité-coûts qui n'est pas entièrement répercutée dans les prix à l'exportation. À la fin de 2012, quatre indicateurs de compétitivité sont à un niveau moins favorable qu'en 1999. Seul l'indicateur de coûts dans l'ensemble de l'économie a rejoint son niveau d'avant-crise, sous l'effet des baisses des salaires des fonctionnaires. Ce n'était pas celui qui s'était le plus dégradé et ce n'est pas non plus celui qui peut permettre d'anticiper une meilleure performance à l'exportation. L'indicateur de prix à l'exportation (marchandises, comme biens et service) est simplement stabilisé. La stratégie grecque n'est pas celle de la recherche de gains de compétitivité à l'exportation.

Graphique 10. Grèce – Taux de change effectif réel



Note : Nous considérons les indicateurs ayant la plus large couverture géographique, soit 36 pays industrialisés.

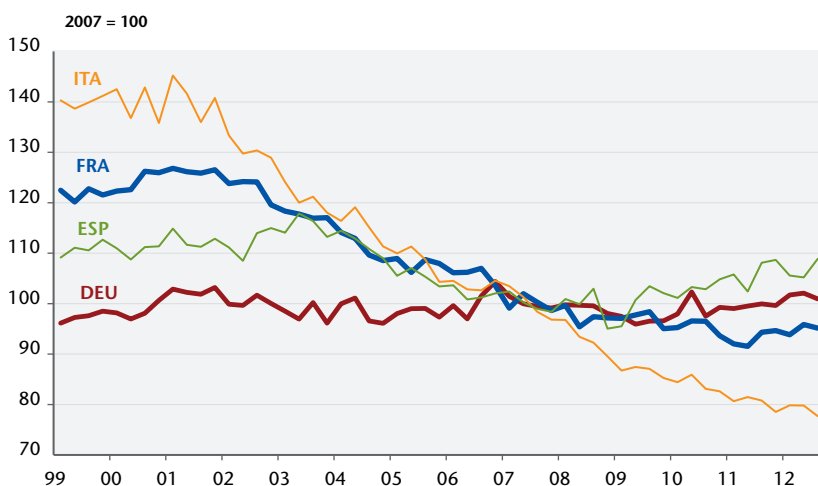
Source : Commission européenne.

L'Allemagne apparaît sans surprise comme le grand gagnant en termes de gains de compétitivité-prix depuis le lancement de la monnaie unique. Mais l'on voit les efforts énormes faits depuis 2007 pour gagner en compétitivité-prix dans plusieurs pays en crise, au premier rang desquels l'Espagne, suivie de l'Irlande. Ces efforts de compétitivité commencent à se refléter dans l'évolution des parts de marché (partie 2.2). L'Italie semble encore « hors-jeu », même si les indicateurs de compétitivité s'améliorent en toute fin de période. Les pertes de parts de marché de la France ne s'expliquent pas entièrement par l'évolution de la compétitivité-prix.

## 2.2. Parts de marché

Les parts de marché permettent également de mesurer *ex post* l'évolution de la compétitivité en comparant les évolutions des exportations en volume et de la demande adressée. Les performances en matière de commerce extérieur doivent être jugées à l'aune de la capacité des entreprises d'un pays à répondre à la demande étrangère. Il faut tenir compte de la structure géographique des échanges puisque qu'un pays dont le commerce est orienté vers des zones en forte croissance bénéficie du dynamisme de leurs importations. La demande adressée de chaque pays correspond alors à la somme pondérée – par la structure géographique du commerce – des importations du reste du monde (encadré). Il apparaît que les pays en crise auraient regagné des parts de marché depuis 2007 (graphiques 11 et 12). Ce gain est au maximum de l'ordre de 9 points en Espagne et en Grèce et de moins de 5 points au Portugal. En Irlande, les parts de marché ont des fluctuations très volatiles et, au troisième trimestre 2012, seraient légèrement inférieures à leur niveau de l'année 2007. En Italie, l'absence de gains de compétitivité depuis le déclenchement de la crise est allée de pair avec la poursuite des chutes de parts de marché. En France, l'amélioration récente des parts de marché n'efface pas les pertes observées entre 2007 et 2011. Enfin, l'Allemagne a globalement stabilisé ses parts de marché sur l'ensemble de la période.

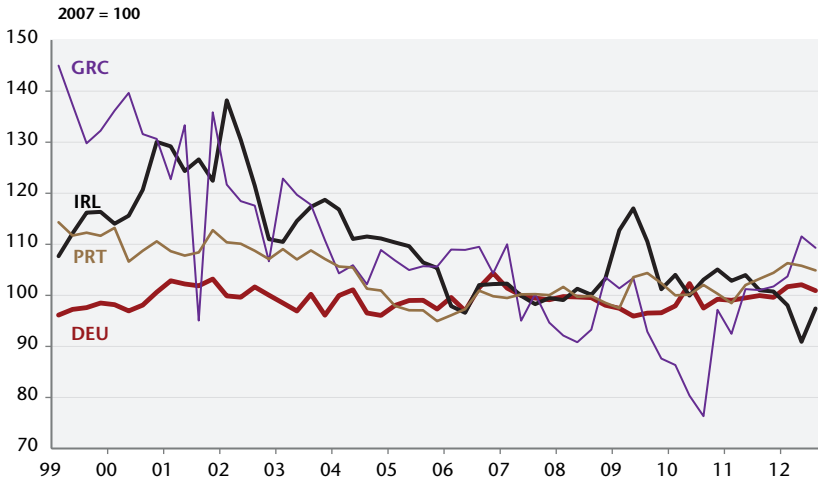
Graphique 11. Parts de marché de l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne



Sources : FMI, comptes nationaux, calculs OFCE.



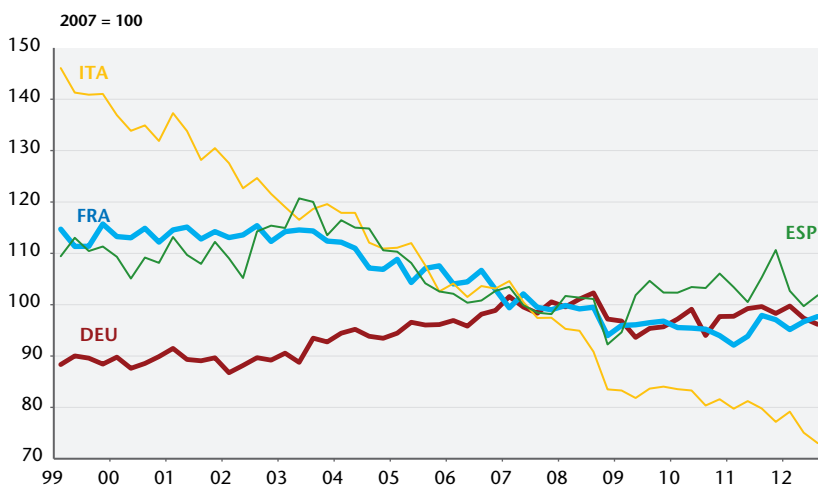
Graphique 12. Parts de marché de l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce et le Portugal



Il est également intéressant de distinguer – pour les pays de la zone euro – la demande adressée émanant des pays de la zone euro de celle des pays hors zone euro. Des parts de marché intra-zone sont alors calculées en faisant le rapport des exportations en volume à destinations des pays de la zone euro à la demande adressée émanant des pays de la zone euro. Toutefois, les instituts statistiques ne fournissent généralement pas une décomposition géographique du volume des exportations. L'estimation des parts de marché intra-zone est effectuée en supposant qu'il n'y pas de comportements de prix différenciés des exportateurs en fonction des marchés de destination. Pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, nous déflatons les exportations en valeur à destination des pays de la zone euro par l'indice de prix des exportations issu de notre demande adressée. La décomposition intra-zone euro est d'autant plus pertinente qu'entre pays de la zone, les évolutions de compétitivité résultent principalement des différences de prix et de coûts. Pour autant, le taux de change exerce une influence sur les parts de marché intra-zone dans la mesure où une appréciation de l'euro bénéficie aux entreprises concurrentes hors zone euro réduisant également les exportations des pays de la zone euro vers d'autres pays de la zone euro. Il reste que les écarts de compétitivité entre les pays de la zone euro devraient se transmettre plus rapidement et plus fortement aux parts de marché en raison de la forte intégration

commerciale, monétaire et financière. À l'exception de l'Italie, dont les pertes de parts de marché sont confirmées à l'intérieur de la zone euro, une relative stabilisation est observée depuis le début de la crise (graphique 13). La situation de l'Espagne s'est néanmoins légèrement améliorée relativement à celle de l'Allemagne et de la France. Il reste que l'essentiel des gains récents de parts de marché de l'Espagne serait plutôt vis-à-vis des pays extérieurs à la zone euro.

Graphique 13. Parts de marché intra-zone euro



Le lien entre l'évolution de la compétitivité et celle des parts de marché peut également être évalué à partir de l'estimation d'équations de commerce. Nous nous appuyons sur une approche standard où les exportations (respectivement les importations) sont expliquées par la demande adressée (respectivement la demande domestique) et un indicateur de compétitivité. Il existe une littérature empirique abondante sur ce sujet et l'estimation des élasticités-prix est très sensible à l'échantillon ainsi qu'à la mesure de la compétitivité retenue. Aussi, les résultats suivants doivent être considérés avec précaution. Par ailleurs, ce type de modèle ne permet pas de capter les effets de compétitivité hors-prix. Ces effets correspondent alors à la composante non expliquée des échanges. Cochard (2008), pour la France, teste différentes variables pouvant servir de *proxy* à ce type d'effets. L'approche développée s'appuie cependant sur une modélisation plus standard. Nous estimons alors pour 7 pays un MCE en

deux étapes. La relation de long terme ci-dessous est estimée dans une première étape par la méthode DOLS<sup>22</sup> (Stock et Watson, 1993) :

$$x_{it} = \alpha_i * da_{it} + \epsilon_i * q_{it}$$

où  $x$  désigne les exportations du pays ( $i$ ) à la date ( $t$ ) ;  $da$  correspond à la demande adressée et  $q$  représente la compétitivité. Toutes les variables sont exprimées en logarithme.  $\alpha$  et  $\epsilon$  désignent respectivement les élasticités-demande et prix des exportations. Deux spécifications sont testées pour la relation de long terme selon que l'on contraint ou non l'élasticité-demande à être unitaire ( $\alpha = 1$ ). Dans ce cas, nous introduisons également une tendance dans la relation de long terme. La dynamique de court terme s'écrit ensuite :

$$d(x_{it}) = \phi(x_{it-1} - \alpha_i * da_{it-1} - \epsilon_i * q_{it-1}) + \theta_i * d(da_{it}) + \sum_{j=1}^{p1} \rho_j * d(x_{it-j}) + \sum_{j=1}^{p2} \psi_j * d(da_{it-j}) + \sum_{j=1}^{p2} \mu_j * d(q_{it-j})$$

Le nombre de décalages retenu pour la dynamique de court terme est choisi selon un critère de significativité. Par ailleurs, un ajustement peut être effectué sur la variable endogène décalé afin de vérifier l'absence d'autocorrélation des résidus. La compétitivité est mesurée à partir de l'indicateur calculé par la Commission européenne. Nous retenons un indicateur de compétitivité-prix (prix à l'exportation) et un indicateur de compétitivité-coût (coûts unitaires du travail). Il s'agit d'un indicateur calculé pour tous les pays de la zone euro relativement à un échantillon de 36 pays industrialisés. Nous présentons en annexe les résultats d'équations similaires estimées à partir de l'indicateur de compétitivité-prix (prix des exportations) calculés par l'OFCE. Toutes les équations sont estimées à partir de données trimestrielles sur la période 1994Q1 – 2012Q3.

Premièrement, il ressort qu'à l'exception de l'Allemagne les élasticités-demande des exportations sont rarement proches de l'unité. Elles sont très inférieures à l'unité en France, en Italie, au Portugal et en Grèce tandis qu'elles sont supérieures à l'unité en Espagne et en Irlande. Il s'ensuit que dans l'estimation du modèle contraint, la tendance est significativement positive en Allemagne, en

22. Les *lags* et les *leads* sont sélectionnés en fonction de leur significativité et en supposant un décalage maximum de plus ou moins deux trimestres.

Espagne et en Irlande tandis qu'elle est négative pour les quatre autres pays. Indépendamment des effets de compétitivité, ce premier résultat témoigne de gains structurels de parts de marché en Allemagne, en Espagne et en Irlande et de pertes en France, Italie, Portugal et Grèce. Ces éléments doivent probablement être en lien avec des facteurs de compétitivité dite hors-prix qui ne sont pas pris en compte dans ces estimations.

L'estimation des élasticité-prix montre qu'il y a une forte hétérogénéité entre les pays de la zone euro (tableau 1). Parmi les pays en crise, l'élasticité-prix la plus élevée est obtenue pour l'Espagne. Le Portugal et la Grèce sont dans une situation intermédiaire tandis que les estimations suggèrent une élasticité-prix plus faible en Italie. Pour l'Irlande, le signe du coefficient est contre-intuitif. Néanmoins, on retrouve un effet significativement négatif lorsque la compétitivité est mesurée par un indicateur de coût (tableau 2). Par ailleurs, en Italie, il y a une différence importante selon que l'on retient un modèle contraint ou non contraint. Au regard des résultats sur la compétitivité-coût, une amélioration de 10 % de la compétitivité se traduit au plus par une augmentation de 9,2 % des exportations en Irlande, de 7,7 % en Espagne, de 5,8 % au Portugal, de 4,6 % en Italie et de 3,9 % en Grèce. L'impact serait plus élevé en France avec une hausse à long terme de 11,9 %. Cette estimation de l'élasticité-coût des exportations françaises est plus élevée que ce que l'on trouve généralement dans la littérature. Blot et Cochard (2008) trouvent par exemple que l'élasticité estimée pour la France (proche de 0,7) est inférieure à celle estimée pour l'Espagne et l'Italie. Enfin, l'Allemagne n'enregistrerait qu'un faible recul de ses exportations (1,7 %) en cas d'une augmentation de 10 % de ses coûts salariaux.

Une estimation identique est effectuée sur les exportations intra-zone euro expliquée par la demande adressée émanant des autres pays de la zone euro et par un indicateur de compétitivité-coût également relatif aux autres pays de la zone euro. Les résultats sont reproduits en annexe. Les estimations ont toujours des propriétés satisfaisantes dans la mesure où les forces de rappel sont significativement négatives. Pour tous les pays, les élasticité-coûts sont plus élevées si bien que le commerce intra-zone semble plus sensible aux variations de compétitivité à l'intérieur de la zone euro. À nouveau, les élasticité estimées pour la France sont

plus élevées que pour les autres pays ce qui indique une plus forte sensibilité des exportateurs français aux effets de prix.

Tableau 1. Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-prix)

	$da (\alpha)$	$q (\mathcal{E})$	trend	Vitesse adj, ( $\varphi$ )	$da$	$q$	$R^2$	Breusch- Godfrey
<b>DEU</b>	1,05 (0,00)	-0,31 (0,03)		-0,41 (0,00)	0,95 (0,00)		0,68	4,65 (0,33)
	1	-0,26 (0,00)	0,001 (0,00)	-0,41 (0,00)	0,93 (0,00)	-0,24 (0,10)	0,72	1,67 (0,80)
<b>FRA</b>	0,52 (0,00)	-1,59 (0,00)		-0,15 (0,01)	0,77 (0,00)	-0,32 (0,07)	0,62	9,92 (0,04)
	1	-1,37 (0,00)	-0,007 (0,00)	-0,25 (0,01)	0,77 (0,00)	-0,37 (0,04)	0,64	6,07 (0,19)
<b>ITA</b>	0,22 (0,00)	-0,15 (0,54)		-0,07 (0,07)	1,07 (0,00)		0,59	1,53 (0,82)
	1	-0,28 (0,01)	-0,012 (0,00)	-0,31 (0,00)	1,08 (0,00)		0,64	0,46 (0,98)
<b>ESP</b>	1,17 (0,00)	-0,96 (0,00)		-0,18 (0,01)	1,38 (0,00)		0,61	5,32 (0,26)
	1	-0,93 (0,00)	0,002 (0,00)	-0,20 (0,00)	1,06 (0,0)		0,63	3,68 (0,45)
<b>IRL</b>	1,12 (0,00)	1,47 (0,00)		-0,04 (0,36)	1,16 (0,00)	0,78 (0,01)	0,22	2,12 (0,71)
	1	1,77 (0,00)	0,001 (0,34)	-0,04 (0,31)	1,16 (0,00)	0,77 (0,01)	0,22	2,11 (0,72)
<b>PRT</b>	0,77 (0,00)	0,04 (0,86)		-0,21 (0,01)	0,78 (0,00)		0,56	5,93 (0,20)
	1	-0,40 (0,24)	-0,003 (0,00)	-0,10 (0,10)	0,77 (0,00)		0,54	3,52 (0,47)
<b>GRC</b>	0,55 (0,00)	-0,50 (0,14)		-0,39 (0,00)	1,61 (0,00)		0,38	7,29 (0,12)
	1	-0,26 (0,55)	-0,008 (0,00)	-0,32 (0,01)	1,47 (0,00)		0,36	5,93 (0,20)

Source : Estimations des auteurs.

Par ailleurs, il faut tenir compte de l'ajustement des importations pouvant également être lié aux variations de compétitivité. À cette fin, nous avons estimé un modèle proche du précédent où les importations dépendent de la demande domestique et de l'indicateur de compétitivité. Les résultats de ces estimations sont reproduits dans le tableau 3. À l'exception de l'Allemagne, toutes les forces de rappel

sont significativement différentes de zéro. La relation de long terme indique que les élasticités-prix ne sont pas toujours significatives (Italie, Irlande, Portugal et Grèce) et qu'elles ont un signe négatif (Espagne et France) alors qu'il devrait positif. Il ressort donc que la compétitivité n'aurait qu'un faible impact sur les importations et donc, par ce biais, ne contribuerait pas à la résorption des déséquilibres. L'effet demande serait bien plus important et probablement le facteur contribuant le plus au rééquilibrage.

Tableau 2. Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-coût)

	$da$ ( $\alpha$ )	$q$ (E)	trend	Vitesse adj, ( $\varphi$ )	$da$	$q$	R2	Breusch-Godfrey
DEU	1,04 (0,00)	-0,17 (0,01)		-0,36 (0,00)	0,92 (0,00)	-0,24 (0,07)	0,70	1,90 (0,75)
	1	-0,15 (0,01)	0,00 (0,00)	-0,39 (0,00)	0,91 (0,00)	-0,26 (0,05)	0,71	1,78 (0,78)
FRA	0,72 (0,00)	-1,19 (0,00)		-0,41 (0,00)	0,96 (0,00)	0,35 (0,02)	0,71	4,44 (0,35)
	1	-1,01 (0,00)	-0,004 (0,00)	-0,55 (0,00)	0,91 (0,00)	0,31 (0,04)	0,72	4,12 (0,39)
ITA	0,26 (0,00)	-0,46 (0,00)		-0,09 (0,04)	1,07 (0,00)		0,60	2,07 (0,72)
	1	-0,18 (0,01)	-0,012 (0,00)	-0,30 (0,00)	1,08 (0,00)		0,64	0,74 (0,95)
ESP	1,10 (0,00)	-0,69 (0,00)		-0,21 (0,01)	1,30 (0,00)	-0,38 (0,11)	0,61	4,45 (0,35)
	1	-0,77 (0,00)	0,0015 (0,00)	-0,28 (0,00)	1,36 (0,00)		0,65	2,86 (0,58)
IRL	1,30 (0,00)	-0,92 (0,00)		-0,15 (0,00)	0,44 (0,05)	0,53 (0,03)	0,22	5,07 (0,28)
	1	-0,84 (0,00)	0,004 (0,00)	-0,11 (0,02)	0,99 (0,00)	0,51 (0,04)	0,21	3,44 (0,49)
PRT	0,84 (0,00)	-0,57 (0,00)		-0,39 (0,00)	0,59 (0,00)		0,60	3,33 (0,50)
	1	-0,58 (0,00)	-0,002 (0,00)	-0,27 (0,00)	0,61 (0,00)		0,56	5,06 (0,28)
GRC	0,46 (0,00)	-0,39 (0,09)		-0,40 (0,00)	1,56 (0,00)		0,38	7,05 (0,13)
	1	-0,29 (0,19)	-0,009 (0,00)	-0,30 (0,00)	1,40 (0,02)		0,35	5,61 (0,23)

Source : Estimations des auteurs.

Tableau 3. Résultats des estimations (équations d'importations)

	Pib ( $\alpha$ )	$q$ (€)	Vitesse adj. ( $\varphi$ )	Pib	Q	R2	Breusch-Godfrey
DEU	4,47 (0,00)	0,17 (0,35)	-0,03 (0,55)	1,33 (0,01)		0,34	4,72 (0,32)
FRA	2,85 (0,00)	-0,17 (0,00)	-0,31 (0,00)	2,86 (0,00)	-0,25 (0,07)	0,71	4,34 (0,36)
ITA	2,49 (0,00)	-0,20 (0,54)	-0,39 (0,00)	2,09 (0,03)	0,14 (0,94)	0,59	2,08 (0,73)
ESP	2,32 (0,00)	-0,17 (0,05)	-0,73 (0,00)	9,59 (0,00)		0,69	1,94 (0,75)
IRL	0,48 (0,00)	0,17 (0,29)	-0,10 (0,06)	1,09 (0,00)		0,20	3,62 (0,46)
PRT	2,11 (0,00)	0,44 (0,86)	-0,33 (0,00)	2,61 (0,00)	-0,71 (0,04)	0,49	5,96 (0,20)
GRC	1,62 (0,00)	0,001 (0,99)	-0,26 (0,00)	4,93 (0,00)		0,46	6,37 (0,17)

Source : Estimations des auteurs.

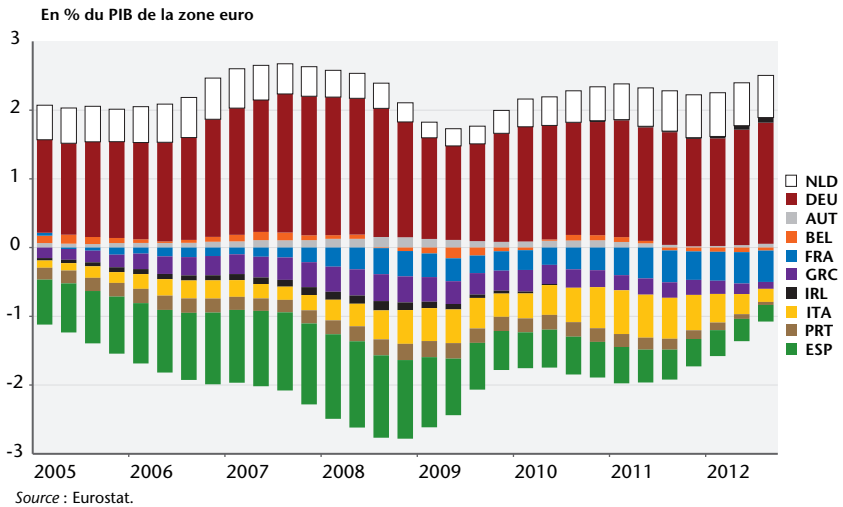
### 3. Rééquilibrage des comptes courants : en quête de symétrie

Les résultats précédents suggèrent donc que les ajustements de compétitivité-coût contribueraient partiellement au rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro. Cet effet serait principalement lié à des gains de parts de marché à l'exportation ce qui, toutes choses égales par ailleurs, serait favorable aux pays en situation de déficit car le rebond des exportations serait favorable à la croissance. Cependant, une évaluation globale devrait tenir compte des ajustements de prix car une baisse des prix relatifs des exportations aurait également un effet négatif sur le solde en valeur. En tenant compte de la faible significativité des élasticités-coûts des importations, la contribution de l'amélioration de la compétitivité pourrait être marginale. C'est ce que suggèrent une évaluation récente de Berthou et Gaulier (2013) réalisée à partir du modèle multinational NiGEM. Ces auteurs font l'hypothèse d'élasticités-prix des exportations de long terme unitaires<sup>23</sup> pour l'ensemble des pays et simulent deux scénarios d'ajustement des coûts de production *via* les salaires. Dans le premier scénario, ils considèrent un ajustement asymétrique dans lequel les salaires baissent dans les

23. Ce qui correspond à des élasticités plus élevées que celles estimées ici sauf pour la France.

pays déficitaires (France, Espagne, Italie, Grèce, Irlande et Portugal). À l'horizon 2017, l'amélioration du compte courant, pour un ajustement *ex-ante* des salaires de 5 %, est comprise entre 0,06 point en Irlande et 0,30 en Espagne. Le deuxième scénario intègre également une hausse symétrique des salaires en Allemagne. Dans ce cas, le solde courant se dégrade de 1,25 point en Allemagne. L'amélioration est proche de 0,50 point en France, en Espagne, en Irlande et en Grèce. Quels que soit le scénario et les hypothèses retenues, Berthou et Gaulier (2013) concluent que le rééquilibrage des comptes courants ne peut pas reposer uniquement sur l'ajustement de la compétitivité.

Graphique 14. Déséquilibres courants



De fait, depuis le début de la crise, l'ajustement s'est partiellement opéré (graphique 14). En effet, les soldes débiteurs ont été réduits. Le déficit courant de l'Espagne représente 0,2 % du PIB de la zone euro au troisième trimestre 2012 contre 1,3 % au deuxième trimestre 2008. Les soldes de la Grèce et du Portugal se sont également nettement réduits tandis que l'Irlande est en excédent depuis le début de l'année 2012. Inversement, le déficit courant de la France a augmenté sur la période et constitue désormais le principal solde déficitaire en pourcentage du PIB de la zone euro (-0,5 %). Le rééquilibrage reste cependant partiel dans la mesure où les excédents de l'Allemagne et des Pays-Bas, qui s'étaient réduits



en 2008 et 2009, sont de nouveau proches de leur pic de 2007. Bien que la surveillance macroéconomique de la zone euro ait été élargie, les critères à l'aune desquels sont jugés les déséquilibres restent asymétriques ; les pays en situation de déficit courant étant plus contraints de s'ajuster que ceux en position excédentaire (de Grauwe, 2012).

Par ailleurs, cet ajustement s'explique en partie par celui des importations en ligne avec l'effondrement de la demande intérieure dans les pays qui étaient en position de déficit en 2007, notamment au cours de la première phase de la Grande Récession (tableau 4). Ainsi, la chute des importations a fortement contribué à l'amélioration du solde du compte courant en Grèce au Portugal et en Espagne entre 2007 et 2009. Pour la Grèce, cet ajustement des importations est bien plus fort que celui observé entre 2009 et 2012 alors même que la récession s'amplifie. En pourcentage du PIB grec, les importations de biens et services ont atteint un creux (26,1 %) en fin d'année 2009. Le ratio a regagné 3 points en début d'année 2012 et baisse à nouveau depuis. Même si le ratio des importations au PIB dans ces trois pays est légèrement remonté depuis 2009, il reste inférieur à celui observé avant le déclenchement de la crise. Ces ajustements sont directement liés à la baisse de la demande. Les gains de compétitivité pourraient même, à cet égard, avoir un effet pervers dans la mesure où l'ajustement à la baisse des coûts salariaux se traduit par une baisse du pouvoir d'achat qui renforce l'effet négatif sur la demande. L'ajustement des déséquilibres macroéconomiques résulte donc au moins partiellement d'un choc de nature déflationniste.

Les exportations ont également rebondi et contribué à l'amélioration du compte courant en Espagne, en Grèce, au Portugal et en Irlande, ce qui pourrait être lié à l'amélioration de la compétitivité et aux gains de parts de marché qui en ont résulté. À l'exception de l'Irlande, ce boom des exportations est principalement lié aux échanges de biens. En Irlande, la part des exportations de services dans le PIB a augmenté de 12,2 points depuis 2009 tandis que celle des biens a augmenté de 5 points. La situation de l'Italie est restée stable sur l'ensemble de la période tandis que le déficit courant de la France s'est creusé notamment depuis 2009 en lien avec une contribution négative des importations de biens et services qui fait plus que compenser la reprise des exportations.

Tableau 4. Décomposition de la variation des soldes courants

En % du PIB		Exports B&S	Imports B&S	Revenus	Transferts	Solde courant
DEU	2007-2012	4,2	-5,6	0,3	-0,1	-1,1
	2007-2009	-4,7	2,6	0,7	-0,1	-1,5
	2009-2012	9,0	-8,2	-0,3	0,0	0,4
NLD	2007-2012	10,1	-9,7	2,3	0,2	3,0
	2007-2009	-7,8	5,9	-0,2	0,6	-1,5
	2009-2012	17,9	-15,6	2,6	-0,4	4,5
FIN	2007-2012	-5,5	0,7	-0,3	0,0	-6,5
	2007-2009	-8,2	4,8	1,0	-0,2	-2,5
	2009-2012	2,7	-5,5	-1,3	0,2	-3,9
AUT	2007-2012	-1,6	-0,3	0,3	-0,2	-1,8
	2007-2009	-8,5	7,7	0,2	-0,1	-0,8
	2009-2012	6,9	-8,0	0,2	-0,1	-1,0
BEL	2007-2012	2,6	-5,1	0,3	-0,7	-3,0
	2007-2009	-9,6	8,4	-1,6	-0,5	-3,3
	2009-2012	12,2	-13,5	1,9	-0,3	0,3
GRC	2007-2012	3,0	4,8	2,0	0,0	9,8
	2007-2009	-3,6	6,9	0,3	-0,2	3,4
	2009-2012	6,5	-2,1	1,8	0,2	6,4
PRT	2007-2012	5,9	1,3	0,0	0,5	7,6
	2007-2009	-4,1	4,6	-1,0	-0,3	-0,8
	2009-2012	10,0	-3,3	1,0	0,8	8,4
ESP	2007-2012	4,6	-2,6	0,7	0,0	7,8
	2007-2009	-3,0	7,9	0,4	-0,1	5,2
	2009-2012	7,6	-5,4	0,3	0,1	2,6
IRL	2007-2012	26,7	-12,6	-4,2	-0,3	9,7
	2007-2009	9,5	-3,5	-2,6	-0,4	3,0
	2009-2012	17,2	-9,0	-1,6	0,1	6,6
ITA	2007-2012	1,0	-0,2	-0,5	-0,1	0,1
	2007-2009	-5,1	4,8	-0,6	0,2	-0,7
	2009-2012	6,1	-5,0	0,1	-0,3	0,8
FRA	2007-2012	2,6	-3,3	0,2	-0,6	-1,1
	2007-2009	-1,3	1,4	0,1	-0,5	-0,3
	2009-2012	3,9	-4,7	0,1	-0,1	-0,8

Source : Eurostat.

Comparativement, les pays qui étaient en situation d'excédent en 2007 ont une contribution bien moindre au rééquilibrage des comptes courants. En Allemagne, le solde s'est réduit de 1,1 point

de PIB sur l'ensemble de la période. Si les exportations avaient baissé entre 2007 et 2009, elles enregistrent depuis un rebond important. Aux Pays-Bas, l'excédent représentait 0,4 % de PIB de la zone euro et est plus élevé en 2012. Les importations ont certes été dynamiques depuis 2009 mais bien moins que la reprise des exportations.

Il y a donc bien globalement une réduction des déséquilibres intra-zone euro mais le lien avec les gains de compétitivité et l'ensemble des mesures structurelles mises en œuvre dans les pays en crise ne peut pas être démontré. Zemanek, Belke et Schnabl (2009) ont récemment tenté d'appréhender directement l'effet des mesures structurelles sur les échanges bilatéraux. Néanmoins cette étude se heurte à la difficulté de trouver une mesure des réformes structurelles. Les auteurs utilisent des indicateurs *proxy* tel que le NAWRU (*Non-accelerating wage rate of unemployment*) ou les prestations sociales. La première mesure est très dépendante du modèle utilisé pour la déterminer et donc de l'idée que se fait le modélisateur de l'effet des réformes structurelles sur le chômage. Quant aux prestations sociales, elles reflètent bien plus que l'effet de mesures structurelles et rien ne garantit qu'une éventuelle corrélation entre cette variable et les soldes commerciaux résulte de mesures structurelles.

Enfin, il faut souligner d'une part que ces ajustements reposent sur une baisse des coûts salariaux qui n'est pas uniquement relative, c'est-à-dire qui résulterait d'une augmentation relativement plus rapide des coûts dans les pays excédentaires. Ici, il s'agit au contraire de mécanismes déflationnistes à l'œuvre en Grèce, en Espagne ou au Portugal qui résultent de l'envolée du chômage mais également de mesures visant directement à réduire nominalement le coût du travail. Ce faisant, la nature déflationniste de l'ajustement est renforcée créant de nouvelles difficultés. À court terme, la compression de la demande est renforcée. À moyen terme, c'est l'efficacité même du processus qui peut être remise en cause s'il entraîne un processus de déflation par la dette. La baisse des prix et des salaires accroît en effet le fardeau de la dette qu'elle soit publique ou privée. Dans ce schéma, il reste que les pressions déflationnistes augmentent et peuvent rapidement se transmettre aux autres pays de la zone euro. En effet, les gains de part de marché se feront au moins partiellement au détriment des autres pays euro-

péens qui seront alors tentés, ou n'auront plus d'autre choix que celui de mener une politique identique. Les baisses de salaires se transmettront et atténueront les gains de compétitivité et de parts de marché des premiers pays qui s'étaient engagés dans ce type de stratégie. Au bout du compte, la zone euro serait maintenue dans une situation de stagnation.

### Références bibliographiques

- Afonso A. et P. Gomes, 2008, « Interactions between private and public sector wages », *ECB Working Paper*, 971.
- Ahearne A., J. von Hagen et B. Schmitz, 2007, « Internal and External Current Account Balances in the Euro Area », *mimeo*.
- Askénazy P., 2008, « SMIC : questions-réponses – Episode 2 », La Vie des idées.fr.
- Belke A. et C. Dreger, 2011, « Current account imbalances in the euro area : Catching up or competitiveness ? », *European University Viadrina Frankfurt Discussion Paper*, 297.
- Berthou A. et G. Gaulier, 2013, « Dynamique des salaires et rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France* n° 191, 43-58.
- Blanchard O. et F. Giavazzi, 2002, « Current Account Deficits in the Euro Area : the End of the Feldstein-Horioka puzzle ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 147-186.
- Blanchard O., F. Jaumotte et P. Loungani, 2013, « Labor Market Policies and IMF Advice in Advanced Economies during the Great Recession », *IMF Staff Discussion Note*.
- Blot C. et M. Cochard, 2008, « L'énigme des exportations revisitée : que faut-il retenir des données de panel », *Revue de l'OFCE*, n° 106, 67-100.
- Blot C. et M. Cochard, 2010, « Compétitivité des pays de la zone euro : le coût de la compétitivité à tout prix », *Lettre de l'OFCE*, n° 322.
- Chagny O., 2005, « Les réformes du marché du travail en Allemagne », *Revue de l'IRES*, n° 48.
- Chagny O., 2008, « Retour sur les réformes du marché du travail en Allemagne », *Revue de l'IRES*, n° 58.
- Chagny O., M. Husson et F. Lerais, 2012, « Les salaires : aux racines de la crise de la zone euro ? », *Revue de l'IRES*, 73, 69-98.
- Chen R., GM. Milesi-Ferreti et T. Tressel, 2013, « Eurozone external imbalances », *Economic Policy*, 28 (73) : 102-142.
- Cochard M., 2008, « Le commerce extérieur français à la dérive », *Revue de l'OFCE*, n° 106, 29-65.

- Creel J. et J. Le Cacheux, 2006, « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, n° 98, 9-36.
- Creel J., E. Laurent et J. Le Cacheux, 2007, « La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE », *Revue de l'OFCE*, n° 100, 7-30.
- De Grauwe P., 2012, « In search of symmetry in the eurozone », *CEPS Policy Brief*, 268.
- Ellguth P. et S. Kohaut, 2012, « Tarifbindung und betriebliche Interessenvertretung: Aktuelle Ergebnisse aus dem IAB-Betriebspanel 2011 », *WSI-Mitteilungen*, 65 (4).
- Erkel-Rousse H. et M. Garnero, 2008, « Externalisation à l'étranger et performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne », in Fontagné L. et Gaulier G., *Performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne, Rapport du Conseil d'analyse économique*, n° 81.
- European Commission, 2012, « Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances », *Occasional Papers* 92.
- Fayolle J. et C. Mathieu, 1998, « Les positions compétitives en Europe à la veille de l'Union monétaire », *Lettre de l'OFCE*, n° 176.
- Fontagné L. et G. Gaulier, 2008, *Performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne, Rapport du Conseil d'analyse économique*, n° 81.
- Gaffard J-L., 2012, « Le dilemme de la compétitivité », *Blog de l'OFCE*, 26 novembre 2012.
- Gaulier G. et V. Vicard, 2012, « Current account imbalances in the euro area : competitiveness or demand shock ? », *Banque de France Quarterly Selection of articles*, n° 27, 5-26.
- Gautié J., 2009, *Le chômage, La Découverte*.
- Giavazzi F. et L. Spaventa, 2011, « Why the current account may matter in a monetary union : lessons from the financial crisis in the euro area », *CEPR Discussion Paper*, 8008.
- Hege A., 2005a, « Allemagne. Le retour improbable à la normalité de la négociation collective, ou les dilemmes du mouvement syndical », *Chronique internationale de l'IRES*, n° 92, janvier.
- Hege A., 2005b, « Allemagne. Les salarié(e)s précaires, l'emploi normal et la représentation syndicale », *Chronique internationale de l'IRES*, n° 97, novembre.
- Hege A., 2012, « Allemagne : une décennie de modération salariale. Quelle emprise syndicale sur la dynamique des salaires ? », *Revue de l'IRES* n° 73, 205-235.
- Heyer E., P. Monperrus-Veroni et X. Timbeau, 2007, « De la TVA sociale à la désinflation compétitive », in *L'économie française 2007, La Découverte*.
- Heyer E., M. Plane et X. Timbeau, 2012, « Impact économique de la quasi-TVA sociale : simulations macroéconomiques et effets sectoriels », *Revue de l'OFCE / Débats et Politiques*, n° 122, 373-397.

- Keen M. et R. de Mooij, 2012, « Fiscal devaluation as a cure for Eurozone ills. Could it work ? », *voxeu.org*.
- IMF, 2012, « Fostering Growth in Europe Now », *IMF Staff Discussion Note*.
- Lane P., 2011, « The Irish crisis », *IIIS Discussion paper*, 356.
- Lane P. et B. Pels, 2011, « Current Account Imbalances in Europe », *mimeo*.
- Le Cacheux J., 2012, « TVA sociale, antisociale ? », *Blog de l'OFCE*.
- Logeay C. et K. Rietzler, 2008, « Réformes du marché du travail en Allemagne – aucun effet sur l'emploi et aggravation des déséquilibres en Europe », *Revue de l'IRES*, n° 56.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2007, « Comment expliquer les disparités économiques dans l'UEM ? », *Revue de l'OFCE*, n° 102, 315-352.
- OFCE, 2012, « Déflation sous-jacente », *Revue de l'OFCE / Prévisions*, n° 123, 160-199.
- Plane M., 2013, « Évaluation de l'impact économique du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) », *Revue de l'OFCE / Débats et Politiques* 126, 141-153.
- Rehfeldt U., 2001, « Allemagne : Pacte pour l'emploi, premier bilan », *Chronique internationale de l'IRES*, n° 71, juillet.
- Sterdyniak H., 2012, « Compétitivité : le choc illusoire ... Faut-il réformer le financement de la protection sociale ? », *Notes de l'OFCE* n° 24.
- Stock J. H., et M.W. Watson, 1993, « A simple estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems », *Econometrica*, (61) 4 : 783-820.
- Zemanek H., A. Belke et G. Schnabl, 2009, « Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area : How to Rebalance Competitiveness », *Discussion Paper German Institute for Economic Research*, 895.

## Annexes

Tableau A1. Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-prix)

	$da (\alpha)$	$q (\epsilon)$	Trend	Vitesse adj. ( $\phi$ )	$da$	$q$	R2	Breusch-Godfrey
DEU	1,04 (0,00)	-0,28 (0,00)		-0,44 (0,00)	0,97 (0,00)			6,62 (0,16)
		-0,27 (0,00)	0,0005 (0,01)	-0,46 (0,00)	0,97 (0,00)		0,69	6,06 (0,19)
FRA	0,58 (0,00)	-0,52 (0,00)		-0,07 (0,04)	1,00 (0,00)	-0,27 (0,01)	0,62	3,53 (0,47)
		-0,71 (0,00)	-0,007 (0,00)	-0,09 (0,07)	0,99 (0,00)	-0,26 (0,01)	0,62	4,08 (0,39)
ITA	0,62 (0,00)	-1,18 (0,00)		-0,16 (0,00)	1,09 (0,00)		0,62	5,49 (0,24)
		-0,65 (0,00)	-0,009 (0,00)	-0,50 (0,00)	1,12 (0,00)		0,70	2,42 (0,66)
ESP	1,02 (0,00)	-0,58 (0,00)		-0,15 (0,02)	1,07 (0,00)		0,62	3,61 (0,46)
		-0,55 (0,00)	0,00 (0,77)	-0,17 (0,01)	1,06 (0,00)		0,62	3,51 (0,48)
IRL	1,54 (0,00)	1,57 (0,00)		-0,07 (0,13)	1,05 (0,00)	0,34 (0,10)	0,19	1,28 (0,86)
		2,08 (0,00)	0,008 (0,00)	-0,08 (0,05)	1,02 (0,00)		0,17	2,58 (0,63)
PRT	0,78 (0,00)	-0,15 (0,11)		-0,26 (0,00)	1,19 (0,00)	-0,13 (0,08)	0,59	0,65 (0,96)
		-0,35 (0,00)	-0,003 (0,00)	-0,15 (0,03)	0,79 (0,00)	0,13 (0,08)	0,56	4,13 (0,39)
GRC	0,47 (0,00)	-0,13 (0,66)		-0,39 (0,00)	1,62 (0,00)		0,38	0,65 (0,96)
		0,10 (0,78)	-0,009 (0,00)	-0,32 (0,00)	1,47 (0,01)		0,36	5,87 (0,21)

Source : Estimations des auteurs.

Tableau A2. Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-coût)

	$da (\alpha)$	$q (\epsilon)$	Trend	Vitesse adj. ( $\phi$ )	$da$	$q$	R2	Breusch-Godfrey
DEU	1,05 (0,00)	-0,44 (0,01)		-0,50 (0,00)	1,15 (0,00)	-0,13 (0,70)	0,72	7,19 (0,13)
	1	-0,76 (0,00)	-0,001 (0,03)	-0,34 (0,00)	1,47 (0,00)	0,17 (0,60)	0,73	4,77 (0,31)
FRA	0,97 (0,00)	-4,11 (0,00)		-0,22 (0,00)	1,05 (0,00)	0,30 (0,89)	0,56	6,19 (0,19)
	1	-2,73 (0,00)	-0,002 (0,00)	-0,29 (0,00)	0,92 (0,00)	0,81 (0,46)	0,55	5,55 (0,24)
ITA	0,35 (0,00)	-1,66 (0,00)		-0,08 (0,10)	1,14 (0,00)	0,242 (0,24)	0,52	1,86 (0,76)
	1	-1,10 (0,01)	-0,011 (0,00)	-0,30 (0,00)	1,18 (0,00)	0,25 (0,19)	0,58	2,31 (0,68)
ESP	1,26 (0,00)	-1,37 (0,00)		-0,26 (0,00)	1,08 (0,00)		0,34	1,14 (0,89)
	1	-1,30 (0,00)	0,003 (0,00)	-0,28 (0,00)	1,03 (0,00)	1,13 (0,04)	0,37	0,78 (0,94)

Source : Estimations des auteurs.

Tableau A3. Taxinomie des facteurs pouvant avoir un effet sur la compétitivité

	ITA	ESP	IRL	GRC	PRT	CYP
Déflation salariale	Gel du traitement des fonctionnaires jusqu'en 2013	Baisse de 5 % en 2011 ; suppression de la prime de Noël en 2012 ; gel en 2011 et 2012 Gel du salaire minimum en 2012	Baisse des salaires dans la fonction publique de 5 % pour le bas de l'échelle, de 15 % pour le haut, Gel du salaire minimum depuis 2009	Réduction et suppression des 13 <sup>e</sup> et 14 <sup>e</sup> mois de salaire et des primes/allocations. <b>janvier 2010</b> : réduction des primes et gel des plus hauts salaires <b>Février 2010</b> : gel des salaires étendu aux fonctionnaires gagnant plus de 2 000 euros/mois <b>Mars 2010</b> : nouvelles coupes salariales : baisse de 10 % du salaire <b>Février 2012</b> : réduction des salaires dans les régimes spéciaux de 12 % en moyenne. Nouveau budget pour 2013 : coupes dans les salaires des régimes spéciaux jusqu'à 35 % <b>Février 2012</b> : baisse de 22 % du salaire minimum à 586 euros bruts (489 euros nets) sur 14 mois contre 680 euros bruts avant. Pour les jeunes de moins de 25 ans, le salaire minimum baisse de 10 % supplémentaires, à 510 euros bruts (440 euros nets) Gel des clauses d'augmentation des salaires dans les négociations collectives jusqu'à ce que le taux de chômage soit inférieur à 10 %	Baisse de la rémunération des heures supplémentaires : +25 % pour la 1 <sup>ère</sup> et +37,5 pour les suivantes (contre respectivement 50 et 75 % avant) Gel du salaire minimum en 2012 et 2013 à 565 euros par mois.	Gel des salaires dans le secteur public de 2012 à 2015 Abolition du 13 <sup>e</sup> mois pour les employés du secteur public et hauts fonctionnaires <b>2012</b> : Réduction des salaires de 10 % pour les nouveaux embauchés du secteur public



Tableau A3 (suite). Taxinomie des facteurs pouvant avoir un effet sur la compétitivité

	ITA	ESP	IRL	GRC	PRT	CYP
<b>Réformes structurelles du marché du travail</b>	La loi Fornero vise à introduire davantage de flexibilité sur le marché du travail : elle facilite le recours au CDD (tout en confirmant son caractère dérogatoire), le recours au travail temporaire ou intermittent et le licenciement	Réforme du marché du travail en 2012 : réduction des indemnités de licenciement ; création d'un CDI avec période d'essai d'un an ; possibilité pour les employeurs de réduire le temps de travail (et donc le salaire mensuel) en cas de chute du chiffre d'affaires.	Réforme visant à décentraliser le processus de négociations salariales par la réduction des accords de branche et l'intégration de clauses permettant aux entreprises de déroger aux accords sur les salaires en cas de difficultés financières.	Depuis 2010, les procédures de licenciements ont été assouplies, les indemnités versées réduites, les accords d'entreprise privilégiés aux accords de branche, etc. Les accords collectifs doivent être conclus pour une durée déterminée, et renégociés au maximum tous les 3 ans.	Mise en place du « licenciement pour inadaptation » en cas de baisse de la productivité ou de la qualité Baisse des indemnités de licenciement pour les contrats à durée déterminée et indéterminée signés à partir de novembre 2012 Possibilité d'accroître le nombre d'heures travaillées à 50 heures par semaine dans les négociations d'entreprise Quatre à sept jours de congés en moins, selon les entreprises, à partir de 2013 Gel de l'extension administrative des conventions collectives pour favoriser les négociations salariales au niveau de l'entreprise Réforme en 2012 de l'assurance chômage : augmentation de l'allocation pour certains publics (réduction de la période d'affiliation requise de 15 à 12 mois et hausse de 10 % de l'allocation pour les parents isolés et les couples de deux chômeurs avec enfants), mais réduction globale de la générosité du système pour inciter à la reprise d'emploi (baisse de l'allocation de 10 % au bout de 6 mois et baisse de la durée d'indemnisation).	Diminution de la taille du secteur public (baisse des effectifs de 5 000 sur la période 2012-2015, soit un remplacement sur 4 départs en retraite.

Tableau A3 (suite). Taxinomie des facteurs pouvant avoir un effet sur la compétitivité

	ITA	ESP	IRL	GRC	PRT	CYP
<b>Fiscalité du travail</b>	Les entrepreneurs individuels bénéficieront d'une nouvelle exemption d'impôt sur les activités productives (IRAP).					Introduction d'une contribution temporaire sur les revenus bruts des salariés et retraités, pendant une période de 2 ans 2011 : Contribution de 3% sur les revenus bruts dans le secteur public, en échange des futurs droits à pension Contribution temporaire sur les revenus bruts des salariés et retraités du privé: €0 - € 2500 : 0% € 2501 - € 3500 : 2,5 % € 3501 - € 4500 : 3,0 % > € 4501 : 3,5 %
<b>Autres réformes ou stratégies améliorant la compétitivité</b>						Suppression du COLA dans le secteur public (indemnité de vie chère)



## PIB, DÉFICIT, DETTE, CHÔMAGE : OÙ VONT LES ÉCONOMIES À MOYEN TERME ?

Département analyse et prévision<sup>1</sup>

---

Le potentiel de production, son niveau, sa croissance et l'*output gap* qui en résulte sont, à l'image du multiplicateur budgétaire, des indicateurs essentiels pour déterminer les stratégies macroéconomiques à suivre à moyen terme. Pour autant, leurs mesures sont sujettes à un grand nombre de controverses, notamment au sein des institutions internationales (FMI, Commission européenne et OCDE) qui peinent à s'accorder sur ces sujets. Notre évaluation des variations d'*output gap*, effectuée à partir des données portant sur le marché du travail, nous révèle un creusement important de l'écart de production au cours de la crise et des différences très fortes entre les pays. Dans le même temps, nos simulations de trajectoires macroéconomiques à moyen terme font apparaître le coût économique et social élevé associé à une stratégie de réduction rapide des déficits publics de manière coordonnée dans l'ensemble des pays de la zone euro. Il ressort des différents scénarios testés (multiplicateur faible, prime de risque, croissance potentielle réduite) qu'une stratégie équilibrée et optimale se traduirait par une réduction modérée et progressive des déséquilibres budgétaires structurels. Les nouveaux délais accordés à un certain nombre de pays européens pour ramener leur déficit public en-dessous du seuil d'un déficit à 3 % du PIB semblent aller dans ce sens.

---

Depuis le début de la Grande Récession entamée en 2008, plusieurs grands débats agitent les institutions internationales : les questions relatives au potentiel de production, à son niveau et à sa croissance sont, tout comme l'estimation du multiplicateur budgétaire, essentielles pour déterminer les stratégies macroéconomiques

---

1. Ont participé à cette étude : Marion Cochard, Pierre Madec, Mathieu Plane et Daniëlle Schweisguth

à court et à moyen terme. Les mesures de ces variables et leurs interprétations sont à la base des recommandations fondamentales de politique économique pour les années à venir au sein de la zone euro. Au-delà des croyances ou des dogmes, nous essayons d'évaluer les trajectoires possibles des économies (PIB, déficit, dette, chômage...) à moyen et long terme en fonction des alternatives budgétaires proposées et des hypothèses concernant les variables stratégiques : multiplicateur budgétaire, taux de croissance du PIB potentiel, primes de risques sur les taux souverains. Cet exercice a pour but d'éclairer les stratégies économiques envisageables et leurs conséquences économiques et sociales à moyen terme pour les différents pays de la zone. Comme au final les stratégies macroéconomiques adoptées dépendent de choix politiques, il est indispensable de poser clairement les enjeux du débat.

Au cours de cette étude, nous reviendrons tout d'abord sur l'absence de consensus international dans l'estimation des écarts de production (*output gap*) et du taux de croissance du PIB potentiel. Cette mesure étant essentielle à la conduite des politiques budgétaire et monétaire, ces désaccords rendent plus complexe le pilotage économique de moyen terme. L'incertitude qui en résulte peut conduire à prendre des mesures contre-productives. Afin de pallier l'absence de consensus, nous proposons une évaluation de la variation de l'*output gap*. À partir des variables du marché du travail, une décomposition de l'*output gap* permet en effet de mesurer son degré de dégradation.

Dans un second temps, nous présentons des simulations de trajectoires macroéconomiques de moyen terme sous un certain nombre d'hypothèses. Ces simulations nous permettent d'évaluer d'une part les conséquences des stratégies d'austérité et de « sérieux budgétaire » sur les comptes publics, la croissance et le chômage à moyen terme. Des tests de sensibilité aux valeurs du multiplicateur budgétaire, du taux de croissance de la production potentielle, et de la prime de risque sur les taux d'intérêt éclairent les incertitudes relatives à ces trajectoires.

Alors que des délais supplémentaires ont été accordés à un certain nombre de pays européens pour ramener leur déficit public en-dessous du seuil de 3 %, notre travail vise à dégager les solutions soutenables conduisant au retour de la croissance et à la réduction simultanée des déficits publics et du chômage.

## Output gap, où est la bonne mesure ?

### Quelle est l'ampleur de la dégradation selon les grands instituts ?

L'ensemble des instituts internationaux (FMI, OCDE et Commission européenne) fournissent une mesure du PIB potentiel. Mais la Très Grande Récession entamée en 2008 a grandement perturbé cette mesure, pourtant essentielle à la conduite de la politique économique. Ces organismes essayent, à l'aide de différents modèles, d'évaluer l'impact de la crise sur le niveau et le taux de croissance de la production potentielle et ses effets passent par trois canaux que sont l'accumulation du capital, la mobilisation du travail et la productivité globale des facteurs.

Trois scénarios sont possibles. Le premier, le plus optimiste, est celui du rebond : l'économie retourne progressivement sur le niveau et le sentier d'évolution du PIB potentiel qui aurait prévalu sans la crise. Le second scénario, intermédiaire, est celui du décrochement en niveau avec un retour à la croissance d'avant-crise mais une réduction définitive du niveau du PIB potentiel. Enfin le dernier scénario, le plus pessimiste, est celui d'une baisse à la fois du niveau et du taux de croissance du PIB potentiel.

L'OCDE a conclu dès 2009 à un impact important de la crise sur le niveau du PIB potentiel mais à l'absence de conséquences à long terme sur son taux de croissance. Le scénario théorique retenu supposait la concomitance d'un certain nombre de facteurs jouant négativement sur le niveau du potentiel : plus forte aversion au risque, baisse de l'intensité capitalistique, hystérèse et hausse du taux de chômage structurel, baisse des dépenses de R&D, moindre intermédiation financière, hausse du coût du capital et des cessations d'activité, ... À long terme, l'ensemble de ces composantes se rétablissant à des niveaux proches de ceux connus avant la crise, il en serait de même pour le taux de croissance du PIB potentiel.

Ce cadre théorique (OCDE, 2009) est alors appuyé par un certain nombre d'études empiriques (Funceri et Mourougane, 2009 ; Haugh, Ollivaud et Turner, 2009) qui concluent à une perte de PIB potentiel pouvant aller jusqu'à 2,5 points de PIB. Il existe, autour de cette analyse, un certain consensus des instituts internationaux, même si ceux-ci ne s'entendaient pas sur l'ordre de grandeur de la perte en niveau. Ainsi, en 2009, le FMI estimait à

6 %, en moyenne pour l'ensemble des pays, la perte de PIB potentiel, mais prédisait un retour à une croissance potentielle de 2 % dès 2014. Dans le même temps, la Commission européenne estimait la perte de niveau à 3,7 % et concluait à un retour de la croissance potentielle aux alentours de 1,6 % dès 2013.

Pour autant, malgré cet accord sur le fond, d'importantes différences persistent à l'heure actuelle dans l'estimation du PIB potentiel et de sa croissance.

La production potentielle, définie comme la production maximale et économiquement soutenable sans tensions inflationnistes dans l'économie, est un indicateur de l'offre potentielle et permet calculer l'écart de production (*output gap*) avec la production effective observée. L'*output gap*, largement utilisé dans l'analyse conjoncturelle, est un bon indicateur du niveau de tensions dans l'économie.

Pour estimer la production potentielle, par définition non observable, deux grandes méthodes coexistent : l'estimation par filtres, uni (HP) ou multi varié (HPMV), et les méthodes utilisant des fonctions de production, le plus souvent de type Cobb Douglas. La première, sans contenu informationnel, présente l'avantage de la simplicité et de la transparence. La seconde, majoritairement utilisée par les gouvernements et les institutions financières, engendre par nature des résultats très différents selon les instituts. En effet, cette méthode fournit une production potentielle fonction de la quantité des facteurs de production disponible dans l'économie et de la productivité globale des facteurs (PGF), mesures pour lesquelles les estimations des institutions internationales diffèrent. De plus, les méthodes d'estimation, tant du facteur travail que capital, sont, elles-mêmes discutables (Cornilleau et Sterdyniak, 2011). À titre d'exemple, la mesure du NAIRU, composante importante de l'estimation du travail potentiel, est particulièrement périlleuse, notamment en ce qui concerne les effets d'hystérèse, effets d'ailleurs exclus de nos simulations (voir infra). Il en est de même pour le facteur capital pour lequel le choix des séries utilisées (série lissée ou stock existant) influe grandement sur les estimations (OFCE, 2011).

Quoiqu'il en soit, d'une façon assez générale, bien que l'OCDE soit l'organisation présentant les *output gap* les plus dégradés

(excepté pour le Royaume-Uni), il n'est pas possible d'avoir une vision globale cohérente à partir des estimations d'*output gap* fournies par les institutions internationales.

Certains instituts peuvent s'accorder sur le niveau d'*output gap* d'avant-crise ou sur celui de la période récente, mais il n'existe, pour aucun pays, de consensus relatifs aux valeurs des *output gap* de 2007 et de 2012. Les divergences entre Instituts sont d'autre part sans liens avec l'état de dégradation économique des pays. Ainsi, l'*output gap* de l'OCDE pour 2012 est plus de deux fois supérieur à celui de la Commission européenne pour l'Irlande ou l'Espagne, mais aussi pour l'Allemagne. Pour la France, l'*output gap* de 2007 est de +0,7 point de PIB pour le FMI et de +3 pour la Commission, qui estime l'*output gap* de la Grèce en 2007 au même niveau que celui de la France alors que le FMI l'évalue à +9,4 (graphique 1).

De plus, quand la variation moyenne d'*output gap* entre 2007 et 2012, pour l'ensemble des pays étudiés<sup>2</sup>, est de -6,1 points de PIB potentiel pour la Commission européenne (CE), elle est de -7,1 pour le FMI et de -9,5 pour l'OCDE. De même, pour les pays les plus touchés par la crise, les écarts de variations d'*output gap* sont particulièrement importants. Ainsi, pour la Grèce (respectivement l'Irlande ou l'Espagne) entre 2007 et 2012, l'écart d'*output gap* varie, selon les instituts, de -15,4 points de PIB potentiel (CE) (resp. -5,1 et -6,6 pour l'Irlande et l'Espagne) à -21,4 points (OCDE) (resp. -16,7 et 11,1).

Le seul accord qui paraît se dégager concerne l'Allemagne avec des variations d'*output gap* sur la période 2007-2012 relativement proches et comprises entre -2,2 (CE) et -3,5 (OCDE).

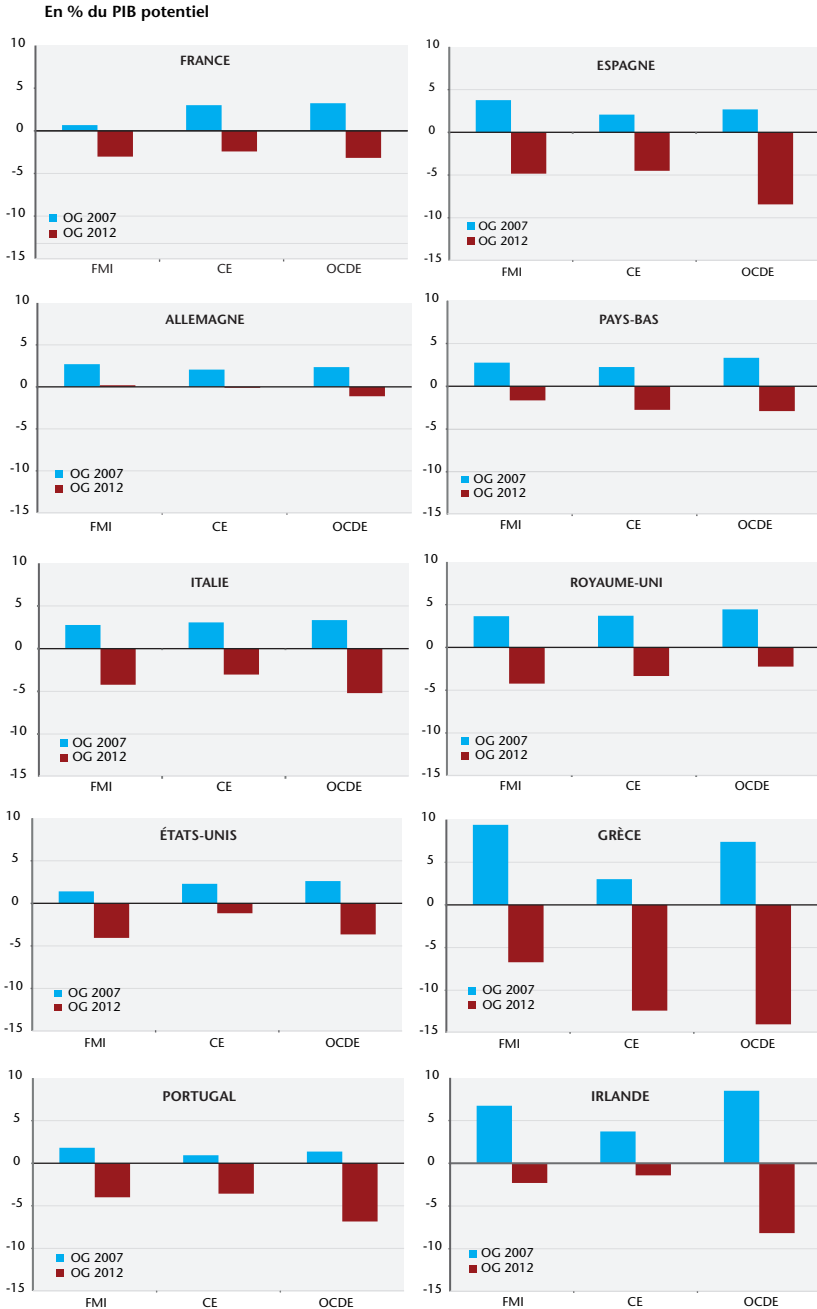
Enfin, certaines autres évaluations interpellent. Ainsi, le FMI considère que le Portugal et les États-Unis étaient en 2007 et en 2012 dans une situation similaire avec des estimations d'*output gap* de près de +2 en 2007 et de -4 en 2012. À titre de comparaison, les *output gap* fournis par la Commission européenne pour les États-Unis et le Portugal sont respectivement de +2,3 et +0,9 en 2007 et de -1,2 et -3,6 en 2012. De même, pour ces mêmes pays, ils s'établissent pour l'OCDE à respectivement +2,6 et +1,4 en 2007, et à -3,7 et -6,8 en 2012.

---

2. France, Allemagne, Italie, Espagne, Portugal, Pays-Bas, Irlande, Grèce, Royaume-Uni, États-Unis.



Graphique 1. Niveau des *output gap* en 2007 et en 2012 selon le FMI, la Commission européenne et l'OCDE

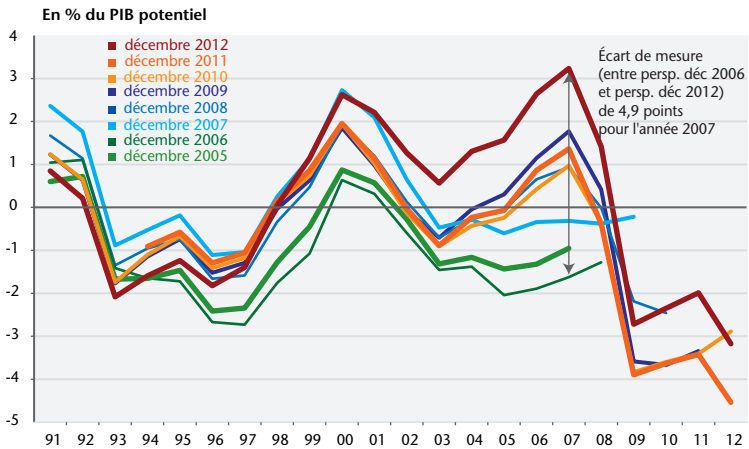


Sources : OCDE, Commission européenne, FMI.

**Encadré. Évaluations de l'output gap : des révisions qui s'amplifient avec la crise...**

Comme nous l'avons montré, la mesure de l'output gap n'est pas consensuelle entre les différents instituts internationaux. Mais plus encore, la crise et les ruptures de tendance qu'elle engendre ont conduit les instituts à réviser fortement leur vision du cycle économique sur les vingt dernières années. En effet, le cycle économique n'est connu qu'à *posteriori* et l'évaluation *ex ante* peut s'avérer très éloignée de celle observée quelques années plus tard. Et ce d'autant plus que le choc économique est puissant, induisant une possibilité de rupture de tendance sur le PIB potentiel en fonction de l'intensité de la crise révélée *ex post*. Le graphique 2 illustre l'ampleur de ces révisions dans le cas de la France en fonction des différents exercices réalisés par l'OCDE. Pour l'année 2007, c'est-à-dire avant que la crise ne se déclenche, l'output gap évalué par l'OCDE en décembre 2006 (*ex ante*) pour la France était de -1,6 point de PIB potentiel et dans sa dernière version, en décembre 2012 (semi-*ex post*), ce même institut l'évaluait à +3,1 points. Cet écart considérable (4,8 points de PIB potentiel) qui s'est amplifié au fur et à mesure des nouvelles versions de l'OCDE, avec la longueur et la dureté de la crise, montre l'incertitude de la mesure de l'output gap à la suite d'un tel choc.

**Graphique 2. Révisions des évaluations de l'output gap français par l'OCDE (des perspectives de décembre 2005 à celles de décembre 2012)**



*Note de lecture :* pour l'année 2007, la prévision d'output gap réalisée fin 2006, qui a servi à l'élaboration de la politique budgétaire pour 2007, était inférieure de 4,9 points de PIB potentiel à l'évaluation qui en était faite fin 2012, *a posteriori*.

Sources : Perspectives OCDE, calculs OFCE.

Or les pouvoirs publics prennent des décisions en temps réel, notamment dans le cadre des projets de loi de finances, et disposent uniquement de l'information présente (*ex ante*), ce qui renforce la difficulté des choix budgétaires. Les chocs économiques de grande ampleur perturbent la vision *ex ante* du cycle économique, ce qui brouille profondément la frontière entre les composantes structurelle et conjoncturelle des finances publiques. Si cette mesure de l'*output gap* est un outil précieux pour la conduite de la politique économique, elle doit être cependant utilisée avec prudence, celle-ci n'étant pas suffisamment robuste pour être institutionnalisée comme c'est le cas dans le cadre d'une règle budgétaire. L'ampleur du problème est le même pour l'ensemble des pays de l'OCDE et les révisions d'autant plus grandes que la crise frappe durement les États.

Pour obtenir une bonne mesure de l'écart de production, le minimum est de s'appuyer sur une estimation solide de la croissance potentielle (voir *supra*). Or, bien que l'analyse pour 2013 des taux de croissance du PIB potentiel semble plus aisée, des différences importantes persistent entre les institutions internationales.

Ainsi, alors que trois grandes catégories de pays émergent de ces données : ceux pour lesquelles est prévue un recul de la production potentielle en 2013 (Espagne, Grèce, Portugal), ceux qui devraient connaître une croissance du PIB potentiel relativement faible (France, Allemagne, Italie, Pays Bas, Royaume-Uni), et enfin ceux pour lesquels est prévu un taux de croissance potentiel dynamique (États-Unis, Irlande), au sein même de ces catégories, il existe un certain nombre de différences d'évaluation du taux de croissance potentiel tant pour la période 2008-2012 que pour le taux de croissance estimé de 2013.

Ainsi, un désaccord important semble opposer la Commission européenne et l'OCDE. Bien qu'ils s'accordent autour d'un ralentissement du taux de croissance du PIB potentiel depuis le début de la crise pour l'Espagne, la Grèce et le Portugal, l'OCDE présente des taux bien plus élevés et ce pour la période 2008-2012 et l'année 2013 : 1,5 % pour l'OCDE contre 0,5 % pour la CE pour l'Espagne sur la période 2008-2012, 1,1% contre -1,4 % pour l'année 2013, ou encore 0 % pour l'OCDE (resp. -0,6 %) contre -1,2 % (resp. -1,4 %) pour la Grèce pour la période 2008-2012 (resp. pour 2013) (tableau 1). Il en est de même de l'Irlande pour laquelle l'OCDE estime un taux de croissance moyen du PIB potentiel de l'ordre de

2 % pour la période 2008-2012, alors que ce taux est évalué à -0,3 % par la Commission.

**Tableau 1. Taux de croissance annuel du PIB potentiel par pays et par institut**

En %

	Taux de croissance du PIB potentiel 2008-2012	Taux de croissance du PIB potentiel 2013
<b>FRA</b>		
FMI	0,8	0,6
CE	1,1	1,0
OCDE	1,3	1,5
<b>DEU</b>		
FMI	1,2	1,3
CE	1,1	1,4
OCDE	1,4	1,6
<b>ITA</b>		
FMI	0,0	0,0
CE	-0,1	-0,3
OCDE	0,4	0,3
<b>ESP</b>		
FMI	0,9	-1,0
CE	0,5	-1,4
OCDE	1,5	1,1
<b>NLD</b>		
FMI	0,9	1,0
CE	1,0	0,3
OCDE	1,2	1,1
<b>GBR</b>		
	-	
FMI	1,0	1,3
CE	0,9	0,8
OCDE	0,8	1,0
<b>USA</b>		
FMI	1,7	2,0
CE	1,2	2,0
OCDE	1,9	1,9
<b>GRC</b>		
FMI	-0,9	-1,6
CE	-1,2	-3,0
OCDE	0,0	-0,6
<b>PRT</b>		
FMI	-0,1	-0,4
CE	-0,2	-1,2
OCDE	0,4	0,4
<b>IRL</b>		
FMI	0,4	1,0
CE	-0,3	0,1
OCDE	2,0	0,8

Sources : OCDE, Commission européenne, FMI.

*A contrario*, il existe un consensus tant sur l'évolution que sur les taux de croissance pour l'Allemagne, dont les taux de croissance sont compris entre 1,1 % (CE) et 1,4 % (OCDE) pour la période 2008-2012 et entre 1,3 % (FMI) et 1,6 % (OCDE) pour l'année 2013.

Enfin, pour un certain nombre de pays, lorsque les instituts parviennent à s'accorder sur un taux de croissance relativement proche pour la période 2008-2012, un désaccord apparaît dans l'estimation du taux de croissance de l'année 2013. Il en est ainsi de la France pour laquelle un taux de croissance compris entre 0,8 % et 1,3 % est estimé pour la période 2008-2012, soit un écart de 0,5 point alors que cet écart atteint 0,9 point pour l'année 2013. Il en va de même pour les Pays-Bas avec un écart de taux de croissance de 0,3 point pour la période 2008-2012 (FMI/OCDE), écart qui se creuse pour atteindre 0,8 point (CE/OCDE) pour l'année 2013.

Il semble donc que les trois grandes institutions internationales (OCDE, FMI et Commission européenne), bien que s'accordant sur le fait que la crise débutée en 2008 ait profondément affecté le PIB potentiel d'une grande majorité des pays développés, ne parviennent pas à chiffrer précisément l'impact qu'a pu avoir la Grande Récession tant sur le niveau que sur le taux de croissance du PIB potentiel.

Pour essayer d'évaluer cet impact, nous nous proposons dans la suite d'analyser les composantes du PIB potentiel.

### **Outputgap : une mesure alternative à partir des variables de marché du travail**

Comme nous l'avons montré dans la partie précédente à partir des différentes évaluations des grands instituts, les incertitudes autour de la mesure de l'*output gap*, à la fois sur son niveau et sur sa variation, sont de plus en plus grandes au fur et à mesure que la crise dure.

Face à cette incertitude, pour mesurer l'*output gap* nous proposons d'utiliser une méthode alternative à l'estimation d'une fonction de production qui consiste à s'appuyer sur les grands agré-

gats de l'évolution du marché du travail. Cette estimation repose sur la décomposition détaillée ci-dessous de l'*output gap* (OG) :

$$OG = \frac{Y}{Y^*} = \frac{\frac{Y}{L \times h_L}}{\frac{Y^*}{L^* \times h_L^*}} \times \frac{\frac{L \times h_L}{Pop}}{\frac{L^* \times h_L^*}{Pop}} = \frac{Pte h}{Pte h^*} \times \frac{TEetp}{TEetp^*}$$

L'*output gap* se compose à la fois du ratio entre la productivité horaire effective (*Pte h*) et la productivité horaire potentielle (*Pte h\**) et de celui entre le taux d'emploi en équivalent temps plein (*TEetp*) et le taux d'emploi potentiel en équivalent temps plein (*TEetp\**). Le *TEetp* rapporté au *TEetp* potentiel correspond à un taux d'utilisation de la main-d'œuvre, et son évolution peut donc être analysée comme l'évolution de l'*output gap* lorsque la productivité horaire croît à son rythme potentiel. Pour affiner l'analyse, nous pouvons décomposer le taux d'emploi en équivalent temps plein de la façon suivante :

$$TEetp = \frac{PA}{POP} \times \frac{E}{PA} \times h_L = TA \times \frac{PA - CHO}{PA} \times h_L = TA \times (1 - Tcho) \times h_L$$

D'où :

$$\frac{TEetp}{TEetp^*} = \frac{TA}{TA^*} \times \frac{(1 - Tcho)}{(1 - Tcho^*)} \times \frac{h_L}{h_L^*}$$

Le taux d'emploi en équivalent temps peut se décomposer entre le taux d'activité des personnes en âge de travailler, l'inverse du taux de chômage et la durée du travail. Au final, le ratio (*TAetp / TAetp\**) peut donc s'analyser comme l'écart du taux d'activité à sa tendance de long terme, l'écart entre le taux de chômage et son niveau d'équilibre et l'écart entre la durée du travail et la durée du travail potentielle.

À partir de cette décomposition, nous essayons d'évaluer les pertes d'*output gap* pour 14 pays (11 pays de la zone euro, le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon). Cette évaluation à partir du ratio *TEetp / TEetp\** suppose que le taux de chômage d'équilibre n'ait pas varié depuis le début de la crise et que la durée du travail potentielle est constante et correspond à celle d'avant crise. Cette hypothèse forte prend son sens dans le fait qu'avant la crise les économies développées n'affichaient pas de tensions inflation-

nistes malgré des niveaux de taux de chômage bas. En d'autres termes, on peut voir les éléments de cette décomposition comme l'ensemble des composantes du marché du travail qui contribuent aujourd'hui à la sous-utilisation de la main-d'œuvre : en effet, dans la plupart des pays, l'emploi en équivalent temps plein se situe en dessous de son potentiel car, à l'exception de l'Allemagne, le taux de chômage a augmenté, la durée moyenne du travail est inférieure à celle souhaitée par les salariés (chômage partiel, hausse du taux de temps partiel subi, ...), la population active est inférieure à son niveau potentiel en raison du retrait du marché du travail d'un certain nombre de chômeurs découragés.

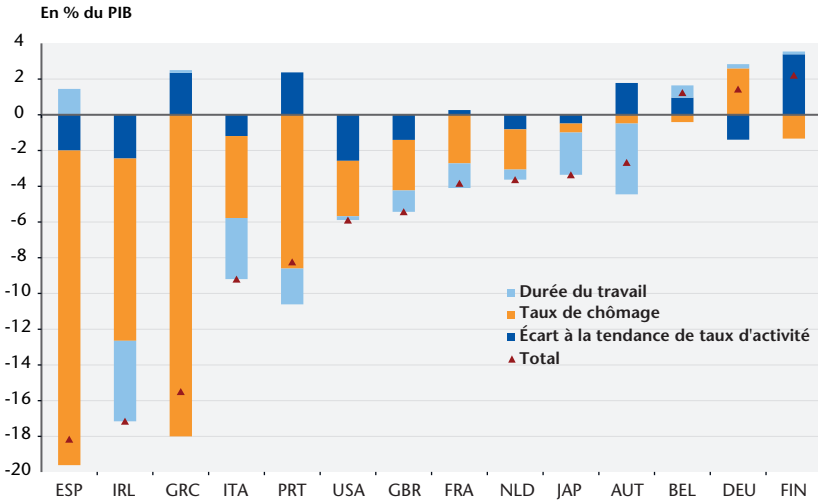
Le graphique 3 illustre cette décomposition de la variation de l'*output gap* sur le marché du travail entre 2007q4 et 2012q4, hors effet de l'écart de la productivité horaire du travail à son potentiel. Il montre qu'au cours de la crise, à l'exception de la Belgique, l'Allemagne et la Finlande, l'*output gap* de tous les pays s'est creusé, mais dans des proportions diverses. Ainsi, il apparaît que les trois pays dont l'*output gap* s'est très fortement dégradé sont l'Espagne, la Grèce et l'Irlande (compris entre -16 et -18 points de PIB). Cette dégradation s'est faite en Espagne et en Grèce massivement *via* une hausse du taux de chômage. Avec une particularité pour l'Espagne où la durée du travail a augmenté depuis le début de la crise. La hausse du taux de chômage est également l'un des éléments de la sous-utilisation croissante de la main-d'œuvre en Irlande, mais les contributions de la baisse du temps de travail et la baisse du taux d'activité liées à un retrait du marché du travail (effet de flexion) ont également été significatives.

Deux pays, le Portugal et l'Italie, affichent une dégradation de leur *output gap* comprise entre -8 et -9 points de PIB. Mais la contribution de la hausse du taux de chômage à celle-ci est deux fois plus importante au Portugal qu'en Italie où on a observé une baisse importante de la durée du travail.

Suivent les États-Unis et le Royaume-Uni avec une baisse de l'*output gap* d'environ 6 points de PIB. Aux États-Unis, celle-ci se décompose quasi-également entre hausse du taux de chômage et retrait d'activité. Les États-Unis sont le pays qui enregistre le plus fort effet de flexion, devant l'Irlande. Au Royaume-Uni, la baisse de l'*output gap* est liée pour moitié à la hausse du taux de chômage,

l'autre moitié se répartissant de façon égale entre baisse du taux d'activité et réduction de la durée du travail.

**Graphique 3. Estimations de la variation de l'*output gap* entre fin 2007 et fin 2012 à partir des variables de marché du travail**



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Quatre pays (France, Pays-Bas, Japon et Autriche) affichent une baisse de leur *output gap* comprise entre 3 et 4 points de PIB. En France et aux Pays-Bas, environ les deux tiers du creusement de l'*output gap* s'expliquent par la hausse du taux de chômage mais en France, contrairement aux Pays-Bas, la crise n'a pas eu d'impact sur la tendance du taux d'activité. Le tiers restant s'explique par la réduction de la durée du travail liée notamment à l'augmentation du recours au chômage partiel et à l'accroissement de la part des emplois à temps partiel. L'Autriche et le Japon ont la particularité d'avoir massivement réduit leur durée du travail. En Autriche, cette réduction a contribué à creuser de 4 points l'*output gap*, soit plus que la variation totale de ce dernier, car dans le même temps, le taux d'activité a significativement augmenté et le taux de chômage a peu varié. Au Japon, 70 % de la baisse de l'*output gap* s'explique par la réduction de la durée du travail, les deux autres variables (taux d'activité et taux de chômage) ayant très peu varié au cours de la crise.



Enfin trois pays (Belgique, Allemagne et Finlande) enregistrent une amélioration de leur *output gap* au regard des variables de marché du travail. En Finlande, la hausse de l'*output gap* (2,2 points) s'est faite par une forte augmentation du taux d'activité (3,4 points), le taux de chômage augmentant dans le même temps de 1,3 point. En Belgique, la hausse du taux d'activité et de la durée du travail ont contribué de façon assez similaire à l'amélioration de l'*output gap* alors que le taux de chômage augmentait légèrement sur la période. Seul un pays, l'Allemagne, a vu son taux de chômage baisser au cours de la crise (-2,6 points) mais paradoxalement il fait partie aussi de la liste des pays qui ont enregistré une nette baisse de leur taux d'activité au cours de cette période.

Pour un certain nombre de pays, les effets de la crise sur l'emploi et le chômage ont été amortis par le cycle de la productivité, qui conduit à la compression des marges des entreprises. Ne pas introduire le cycle de productivité dans la mesure de la variation de l'*output gap* revient à supposer que les retards de productivité enregistrés par les entreprises durant la crise sont structurels et définitivement perdus. Le cycle de la productivité du travail, mesuré par le ratio ( $Pte\ h / Pte\ h^*$ ), a un impact sur la mesure de l'*output gap*. Mais l'introduction du cycle de productivité ajoute une source d'erreur à notre décomposition car elle nécessite d'estimer une tendance de long terme de la productivité horaire. Or, dans de nombreux pays, la crise a pu perturber le cycle de productivité, le choc encaissé par les économies depuis 2008 ayant pu avoir un impact sur le niveau mais aussi sur le taux de croissance de la productivité horaire de long terme (cf. première partie).

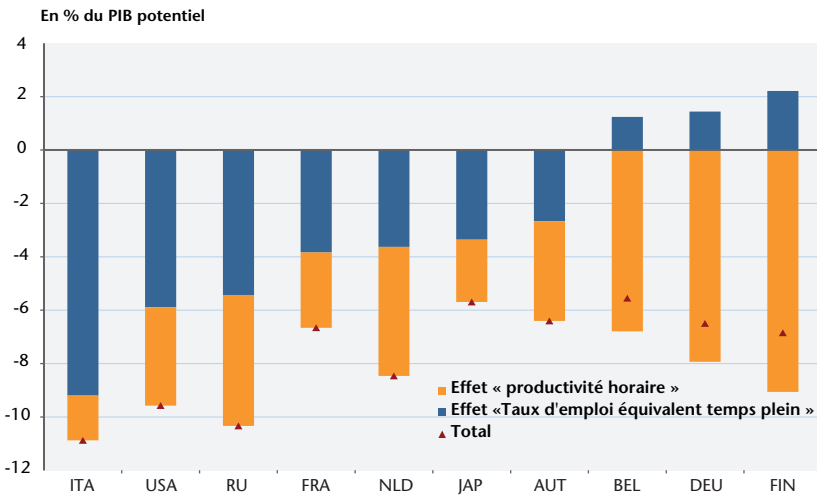
Malgré ces difficultés et ces incertitudes, nous avons estimé les tendances de la productivité horaire pour sept pays de la zone euro (Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande, France, Italie et Pays-Bas) ainsi que pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La crise a perturbé de façon trop profonde les économies de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal pour que nous puissions avoir une estimation relativement robuste du cycle de productivité pour ces quatre pays.

Pour les dix pays étudiés, la productivité horaire du travail a, entre la fin 2007 et la fin 2012, évolué moins rapidement que sa tendance de long terme, contribuant ainsi à creuser l'*output gap* sur cette période. Et ce sont dans les trois pays (Belgique, Allemagne et

Finlande) où le taux d'emploi en équivalent temps plein avait contribué positivement à l'*output gap* que la perte de productivité horaire par rapport à sa tendance de long terme a été la plus forte. Elle représente entre 7 et 9 points de PIB potentiel en cinq ans (graphique 4). À l'inverse, c'est en Italie, au Japon et en France que le cycle de productivité horaire a le moins contribué à la dégradation de l'*output gap*, la perte se chiffrant entre 2 et 3 points de PIB potentiel sur la période 2007-2012.

Au final, depuis la fin 2007, les pertes d'*output gap*, qui sont la somme des effets sur le taux d'emploi en équivalent temps plein et du cycle de productivité horaire, sont assez proches pour plusieurs pays : elles sont comprises entre 5,5 et 7 points de PIB potentiel pour la Belgique, le Japon, l'Autriche, l'Allemagne, la France et la Finlande. Elles sont plus élevées pour les Pays-Bas et les États-Unis (resp. 8,5 et 9,5). Enfin, elles sont supérieures à 10 points de PIB potentiel au Royaume-Uni et en Italie.

Graphique 4. Estimations de la variation de l'*output gap* entre fin 2007 et fin 2012 à partir des variables de marché du travail et du cycle de productivité horaire



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Si cette méthode nous permet de décomposer la contribution de chacune des composantes du marché du travail à la variation de l'*output gap*, elle ne nous apporte en revanche pas d'informations sur l'écart actuel du PIB à son niveau potentiel. En outre, si cette évaluation apporte un éclairage sur les ajustements sur le marché

du travail, elle affiche cependant des limites car elle ne prend pas en compte une estimation du taux de chômage structurel et le cycle de productivité horaire estimé au niveau macroéconomique n'intègre pas d'effets sectoriels, particulièrement forts dans certains pays avec la crise.

## Simulations de trajectoires de moyen terme des finances publiques

Dans cette partie, nous cherchons à évaluer la stratégie de réduction rapide des déficits, adoptée dans l'ensemble de la zone euro. À cette fin, nous comparons deux stratégies budgétaires : une stratégie d'austérité budgétaire – soit la poursuite de la politique actuelle, avec la priorité donnée à l'assainissement budgétaire, et un objectif de déficit public nul en 2017 dans tous les pays de la zone – et une stratégie que nous appelons « sérieux budgétaire », ou stratégie budgétaire neutre à l'horizon 2017. Cette stratégie est appelée « sérieux budgétaire » car elle suppose une maîtrise des dépenses publiques dont la croissance ne doit pas dépasser la croissance potentielle. Ces deux stratégies sont simulées pour différents jeux d'hypothèses, ce qui permet de connaître la sensibilité aux hypothèses des conclusions en matière de politique économique. Il en ressort que la question du niveau du multiplicateur budgétaire demeure centrale dans le choix de la politique économique optimale et que la stratégie choisie aujourd'hui se révèle profondément inadaptée en situation de multiplicateurs élevés.

Les simulations présentées dans cette étude ont été réalisées avec le modèle macroéconomique IAGS (Independent Annual Growth Survey) qui propose une modélisation simplifiée des onze principales économies de la zone euro (Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal et Espagne). On en déduit l'économie agrégée de la zone euro et la politique monétaire de la zone. Le modèle, qui repose sur des équations structurelles et réduites, explicite l'ensemble des éléments macroéconomiques de la viabilité de la dette et de la dynamique du chômage en tenant compte des interdépendances entre pays de la zone euro (*via* la demande adressée et la politique monétaire). Il permet d'évaluer des scénarii de *policy mix* sous différentes hypothèses. En particulier le modèle IAGS dispose :

- d'une fonction de demande globale qui intègre les politiques monétaire et budgétaire ainsi que les interdépendances entre pays *via* la demande adressée. A long terme les variations de la demande peuvent avoir un effet sur l'offre, *via* notamment un effet d'hystérèse. Ces effets d'offre sont intégrés dans une fonction de production potentielle. L'*output gap* est donc calculé comme la résultante de l'équation de demande globale et de l'équation de production potentielle ;
- une demande adressée modélisée à l'aide d'une matrice de commerce bilatéral qui relie les économies de la zone euro *via* le commerce extérieur. Une récession dans un pays se traduira mécaniquement par une baisse de ses importations, et par là de la demande adressée aux autres pays ;
- d'un bloc d'équations décrivant la dynamique des finances publiques, dans leurs composantes structurelle et conjoncturelle, avec la possibilité d'introduire un multiplicateur budgétaire variant au cours du cycle économique : l'impulsion budgétaire a ainsi un impact d'autant plus grand sur l'activité que le taux de chômage est éloigné du taux de chômage d'équilibre<sup>3</sup> ;
- des prix modélisés selon une courbe de Phillips augmentée d'anticipations, que l'on peut choisir ancrées, rationnelles, adaptatives ;
- une politique monétaire suivant une règle de Taylor, en ajoutant une limite inférieure à 0,5 sur les taux d'intérêt. La politique monétaire se répercute à la fois sur l'activité économique et sur la charge d'intérêt de la dette publique.

Dans le cadre de ce modèle décrit dans Timbeau *et al.* (2013)<sup>4</sup> les simulations commencent en 2014. Le scénario central de notre évaluation repose sur un ensemble d'hypothèses :

---

3. La question centrale de la cyclicité des multiplicateurs budgétaires est développée dans la synthèse de cette prévision, « Le commencement de la déflation ». Cette modélisation repose sur un ensemble de travaux théoriques et empiriques, dont Creel *et al.* (2011) « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps, Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116.

4. Voir pour une description complète du modèle : Timbeau *et al.* (2013) : « IAGS, Model for euro area medium term projections », *OFCE Working paper*.

- Les valeurs initiales des principales variables pour l'année 2013, les écarts de production et les projections de croissance potentielle sont calées sur la prévision OFCE (tableau 2) ;
- Les multiplicateurs budgétaires varient au cours du cycle ;
- Les tensions observées sur le marché des dettes publiques se résorbent progressivement. À long terme, le taux public de chaque pays converge vers le taux de croissance nominal du PIB potentiel ;
- Nous n'introduisons pas d'effet d'hystérèse dans ces simulations.

**Tableau 2. Valeurs initiales des principales variables macroéconomiques pour l'année 2013**

En %

	Taux de chômage 2013	Output gap 2013	Solde public 2013	Solde structurel primaire 2013	Dettes des APU 2013	Taux publics à 10 ans 2013	Taux de croissance potentiel
DEU	5,7	-2,1	-0,4	3,2	79,9	1,3	1,0
FRA	11,0	-5,0	-3,9	1,5	93,7	1,8	1,4
ITA	11,9	-6,4	-3,9	5,0	130,6	4,1	0,2
ESP	26,5	-8,6	-6,5	0,7	90,6	4,7	1,4
NLD	6,1	-4,8	-3,4	1,5	73,2	1,6	1,3
BEL	8,2	-6,0	-2,8	3,6	99,9	2,0	1,5
GRC*	27,0	-17,0	-5,4	6,5	176,4	3,5	1,0
PRT*	17,8	-9,7	-4,4	4,4	124,8	3,5	1,0
IRL	14,8	-9,2	-8,4	0,9	122,6	3,7	1,8
AUT	4,7	-2,1	-2,5	1,2	75,4	1,6	1,4
FIN	7,9	-3,7	-1,5	1,7	53,0	1,5	1,6
EUZ	12,2	-4,8	-3,1	2,7	95,7	2,9	1,1

\* Pour la Grèce et le Portugal, les taux d'intérêt publics sont ceux du Mécanisme européen de stabilité (MES).  
Source : Calculs OFCE.

Le tableau 3 illustre la dynamique générée par le modèle IAGS dans le cadre d'une politique budgétaire neutre, avec un retour spontané de l'économie à son PIB potentiel (et donc une fermeture de l'*output gap*) et une convergence des taux publics à long terme. La valeur du multiplicateur budgétaire est très élevée en 2013 dans les pays les plus éloignés du potentiel – il atteint 2 en Grèce et 1,7 au Portugal –, rendant tout supplément de rigueur contre-productif. Puis elle décroît rapidement à mesure que l'*output gap* se referme, pour atteindre des niveaux largement inférieurs à l'unité

dans la plupart des pays dès 2015 ou 2016. Cette dynamique du multiplicateur illustre bien l'importance du *timing* dans la gestion de la politique budgétaire.

Tableau 3. Dynamique spontanée du modèle : variante de « sérieux budgétaire »

		2014	2015	2016	2017	Long terme
DEU	<i>output gap</i>	-1,5	-1,1	-0,7	-0,5	0,0
	multiplicateur	0,46	0,40	0,40	0,40	0,40
	taux public	1,6	2,0	2,3	2,6	3,0
FRA	<i>output gap</i>	-4,5	-3,1	-2,1	-1,4	0,0
	multiplicateur	0,93	0,87	0,70	0,57	0,50
	taux public	1,9	2,2	2,5	2,8	3,4
ITA	<i>output gap</i>	-6,5	-4,8	-3,3	-2,3	0,0
	multiplicateur	1,03	1,04	0,85	0,70	0,50
	taux public	3,7	3,3	3,0	2,8	2,2
ESP	<i>output gap</i>	-8,3	-6,0	-4,1	-2,7	0,0
	multiplicateur	1,30	1,30	1,06	0,82	0,50
	taux public	4,0	3,7	3,6	3,5	3,4
NLD	<i>output gap</i>	-4,9	-3,5	-2,4	-1,6	0,0
	multiplicateur	0,91	0,92	0,75	0,61	0,50
	taux public	2,1	2,5	2,7	2,9	3,3
BEL	<i>output gap</i>	-5,1	-3,6	-2,4	-1,6	0,0
	multiplicateur	0,99	0,85	0,63	0,44	0,30
	taux public	2,2	2,5	2,8	3,0	3,5
GRC	<i>output gap</i>	-14,8	-12,3	-9,6	-6,8	0,0
	multiplicateur	2,00	2,00	2,00	2,00	0,50
	taux public	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0
PRT	<i>output gap</i>	-8,1	-5,9	-4,1	-2,9	0,0
	multiplicateur	1,70	1,70	1,31	0,99	0,50
	taux public	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0
IRL	<i>output gap</i>	-9,1	-6,7	-4,6	-3,0	0,0
	multiplicateur	1,00	1,00	0,86	0,63	0,30
	taux public	3,8	3,7	3,7	3,7	3,8
AUT	<i>output gap</i>	-2,2	-1,7	-1,2	-0,8	0,0
	multiplicateur	0,64	0,65	0,61	0,60	0,60
	taux public	2,1	2,5	2,8	3,1	3,4
FIN	<i>output gap</i>	-3,7	-2,6	-1,8	-1,2	0,0
	multiplicateur	0,67	0,67	0,59	0,52	0,50
	taux public	2,0	2,4	2,8	3,0	3,6
EUZ	<i>output gap</i>	-5,8	-4,8	-3,6	-2,6	0,0
	taux public	1,3	1,5	1,8	2,0	3,2

Source : Calculs OFCE.

### Scénario central

Les pays de la zone euro se trouvent aujourd'hui face à deux objectifs contradictoires : la baisse du chômage et la résorption de l'endettement public. À ce jour – et depuis 2010 –, la priorité a été donnée à la réduction des déséquilibres budgétaires, justifiée par la pression des marchés financiers.

Nous avons réalisé des projections sous les hypothèses centrales, suivant deux stratégies budgétaires différentes : une stratégie de « sérieux budgétaire » avec des impulsions budgétaires nulles dès 2014, et une stratégie d'« austérité budgétaire » consistant à appliquer entre 2015 et 2017 les impulsions budgétaires permettant d'atteindre un déficit public nul en 2017. Compte tenu des efforts déjà réalisés dans l'ensemble des pays, nous supposons que l'impulsion budgétaire ne peut être inférieure à -1,5 point de PIB par an, ce qui signifie que certains pays ne parviennent pas à atteindre l'objectif de déficit public en 2017. Dans ce second scénario, nous postulons par ailleurs que les pays qui atteignent spontanément un excédent public en 2017 choisissent de maintenir une politique budgétaire neutre, et ne profitent donc pas de leurs marges de manœuvre pour relancer leur activité.

Le tableau 4 présente, pour chaque stratégie, la somme des impulsions budgétaires correspondant pour la période 2014-2017, le taux de croissance moyen sur la période et le taux de chômage en 2017 qui en découlent, et des indicateurs décrivant la situation budgétaire (solde public, solde structurel primaire et dette publique en 2017 et la date à laquelle la dette publique passe en dessous de la barre des 60 %). Le scénario de « sérieux budgétaire » sert de point de comparaison en montrant la trajectoire de sortie de crise spontanée, à politique budgétaire neutre. En l'absence de contraction budgétaire après 2013, les pays de la zone euro disposent d'un rebond potentiel de reprise d'autant plus important que leur *output gap* est dégradé. La dynamique de retour spontané au potentiel, renforcée par les interactions positives entre les pays de la zone, porterait donc la croissance de la zone euro à 2 % en moyenne entre 2014 et 2017, ce qui permettrait une baisse du taux de chômage de la zone de 4 points à l'horizon 2017 (avec un taux de chômage à 8,2 % de la population active en moyenne en 2017, contre 12,2 % en 2013). Les pays dont l'*output gap* est le plus creusé pourraient donc connaître des taux de croissance annuel autour de 3 %, ce qui

permettrait une baisse rapide du chômage (environ 7 points entre 2013 et 2017 pour l'Espagne, l'Irlande et le Portugal, plus de 12 points pour la Grèce). Ce rebond de croissance, en réduisant la part conjoncturelle du déficit public, permettrait une baisse du déficit public moyen de la zone, de -3,1 % du PIB en 2013 à -1,2 % en 2017. Malgré un solde structurel primaire largement excédentaire, aucun pays de la zone à l'exception de l'Allemagne ne parviendra pour autant à atteindre l'objectif de déficit nul en 2017.

Si les pays de la zone euro choisissaient la stratégie du zéro déficit en 2017, l'ampleur de la restriction budgétaire nécessaire pour tenir l'objectif affiché serait alors très élevée. L'objectif particulièrement volontariste d'un déficit nul en 2017 se heurte à des multiplicateurs très élevés (tableau 3) et à la généralisation de la rigueur, où le ralentissement économique induit dans chaque pays pèse sur la croissance des voisins, nécessitant encore plus de rigueur. Dans ce contexte, l'effort structurel cumulé sur la période 2014-17 devrait être de 3,1 points de PIB en moyenne dans la zone euro. La rigueur à marche forcée serait particulièrement forte dans les pays en difficulté (Espagne, Portugal, Grèce, Irlande), avec une impulsion budgétaire cumulée moyenne d'environ -6 points de PIB sur la période de 4 ans, qui ne leur permettrait pas d'atteindre l'objectif de déficit nul en 2017. L'objectif pourra être atteint dans les autres pays de la zone, mais au prix de la poursuite d'une politique budgétaire fortement restrictive (entre 2,5 et 5 points de PIB sur la période 2014-2017). Seules l'Allemagne et la Finlande sortiraient de cette stratégie budgétaire sans coût majeur puisque l'assainissement des finances publiques y est d'ores et déjà réalisé.

La réalisation de cet objectif de politique budgétaire pèserait donc naturellement sur la croissance de toute la zone (avec une croissance annuelle moyenne de 0,7 % entre 2014 et 2017, contre 2 % dans la stratégie budgétaire neutre), entraînant encore une hausse du taux de chômage qui atteindrait 14,7 % en 2017 (+2,5 points en 4 ans, soit 6,5 points de plus que dans le premier scénario). L'ampleur de l'impact de cette politique de rigueur s'explique avant tout par la taille des multiplicateurs dans les pays où l'*output gap* se trouve très dégradé, et qui sont précisément les pays à qui l'effort budgétaire demandé est le plus important. En conséquence, l'activité demeurerait très affaiblie dans la zone, ce qui pèserait encore sur les finances publiques, empêchant la résorp-



tion de la part conjoncturelle du déficit public. L'impact à moyen terme du scénario de rigueur est d'ailleurs ambigu. En effet, la réduction de la part structurelle du déficit dans cette stratégie permet une baisse plus rapide du déficit public à l'horizon 2017, mais pas de la dette publique. Le ratio de dette publique augmente plus vite dans un premier temps dans la stratégie de rigueur, en raison du manque de croissance du PIB nominal au dénominateur.

**Tableau 4. Scénario central, projections à l'horizon 2017 pour les deux stratégies budgétaires**

	Somme des impulsions budgétaires 2014-17	Taux de chômage 2017	Croissance du PIB 2014-17 (moyenne)	Solde public 2017	Solde structurel primaire 2017	Dette des APU 2017	La dette atteint 60 % du PIB	Inflation 2014-17
<b>DEU (1)</b>	0,0	4,1	1,4	0,8	3,2	69,1	2020	1,7
<b>(2)</b>	0,0	5,5	1,1	0,2	3,2	71,8	2021	1,5
<b>FRA (1)</b>	0,0	7,3	2,3	-2,1	1,5	92,7	2044	1,2
<b>(2)</b>	-4,8	13,0	0,9	0,0	6,2	94,8	2023	0,6
<b>ITA (1)</b>	0,0	7,8	1,2	-1,6	5,0	129,5	2036	1,2
<b>(2)</b>	-4,3	13,1	-0,1	0,0	9,2	135,6	2027	0,6
<b>ESP (1)</b>	0,0	18,3	2,9	-4,2	0,7	98,9	2097	0,7
<b>(2)</b>	-5,6	32,2	0,4	-3,0	6,3	109,2	2027	-0,3
<b>NDL (1)</b>	0,0	4,2	2,1	-1,3	1,5	71,7	2024	1,6
<b>(2)</b>	-4,0	7,2	0,8	-0,1	5,5	73,7	2020	1,1
<b>BEL (1)</b>	0,0	4,7	2,6	-0,2	3,6	90,3	2025	1,2
<b>(2)</b>	-2,4	8,1	1,5	0,0	6,1	95,3	2023	0,7
<b>GRC (1)</b>	0,0	14,8	3,5	-0,6	6,5	159,9	2032	-0,6
<b>(2)</b>	-6,5	40,9	-1,9	-5,2	13,0	226,5	2034	-2,7
<b>PRT (1)</b>	0,0	10,9	2,7	-1,0	4,4	115,8	2031	0,7
<b>(2)</b>	-6,4	28,1	-1,5	-3,6	10,7	152,3	2028	-1,0
<b>IRL (1)</b>	0,0	8,6	3,4	-5,2	0,9	125,1	2086	0,8
<b>(2)</b>	-6,2	17,0	1,3	-2,5	7,1	131,9	2028	-0,1
<b>AUT (1)</b>	0,0	3,6	1,7	-1,1	1,2	72,3	2025	1,7
<b>(2)</b>	-2,5	6,0	1,0	0,0	3,7	72,8	2021	1,4
<b>FIN (1)</b>	0,0	5,3	2,2	-0,2	1,7	52,0	—	1,5
<b>(2)</b>	-0,7	6,3	2,0	0,1	2,3	51,5	—	1,4
<b>EUZ (1)</b>	0,0	8,2	2,0	-1,2	2,7	91,9	2031	1,3
<b>(2)</b>	-3,1	14,7	0,7	-0,5	5,8	96,4	2024	0,8

(1) Austérité budgétaire (objectif d'équilibre budgétaire en 2017).

(2) Sérieux budgétaire (impulsion budgétaire nulle de 2014 à 2017)

Source : Calculs OFCE.

À long terme, en revanche, les deux trajectoires de PIB potentiel convergent, et la réduction du déficit public résultant de la politique de rigueur permet d'atteindre un ratio de dette publique à 60 % plus rapidement que dans le scénario de sérieux budgétaire.

L'effet de cette stratégie budgétaire est violent pour les pays en difficultés ; il se traduirait par une divergence accrue entre membres de la zone euro. Le taux de chômage atteindrait ainsi des niveaux probablement insoutenables en Espagne, en Grèce et au Portugal (resp. 32,2 %, 40,9 %, 28,1 % de la population active en 2017), et dans une moindre mesure en Irlande, en France et en Italie (17 % en Irlande, 13 % dans les deux autres pays). De tels niveaux de chômage n'ont d'ailleurs plus grand sens économique dans la mesure où ils se traduisent, dans ces pays, par le développement d'une économie parallèle et des retraits massifs du marché du travail de travailleurs non-indemnisés. La perte de production associée à cette politique se reflétera naturellement dans les soldes publics mais aussi sur les ratios d'endettement publics qui s'accroîtront avec la baisse de l'activité. L'Espagne, la Grèce, le Portugal et l'Irlande ne parviendront pas à respecter l'engagement de déficit nul en 2017. L'ampleur de l'*output gap* pèserait d'ailleurs sur les prix dans ces quatre pays, activant la spirale de la déflation. Si cette stratégie permettrait d'atteindre l'objectif de dette de 60 % plus rapidement dans l'ensemble des pays, l'ampleur des excédents structurels primaires montre pourtant combien l'effort dépasserait celui exigé par la règle d'or – qui impose un déficit structurel maximal de 0,5 % du PIB à moyen terme.

### Variante : multiplicateurs faibles

Le scénario central montre que la stratégie d'austérité à marche forcée pour atteindre un déficit nul en 2017 n'a pas de sens si l'on fait l'hypothèse (largement acceptée aujourd'hui) que les multiplicateurs budgétaires sont proches ou supérieurs à l'unité. Cependant, cette politique économique préconisée par la Commission européenne serait tout à fait justifiée avec des multiplicateurs budgétaires plus faibles. En effet, nous avons reproduit (tableau 5) les deux scénarii développés plus haut, lorsque les multiplicateurs sont proches de 0,5<sup>5</sup>. Parce que la restriction

---

5. Dans cette variante, les multiplicateurs sont fixes et leurs valeurs sont alignées sur les multiplicateurs de long terme qui figurent dans le tableau. Ces valeurs correspondent aux multiplicateurs pour des *output gap* nuls dans le scénario central.

budgétaire pèse moins sur l'activité, l'objectif d'un déficit nul ou d'un excédent en 2017 peut alors être atteint par tous les pays, y compris les plus en difficulté, et ce à un coût budgétaire bien moindre que dans le scénario central. L'impulsion moyenne nécessaire à la zone euro pour parvenir à l'objectif de déficit nul en 2017 n'est plus que de -1,9 point de PIB étalé sur 4 ans, au lieu de -3,1 dans le scénario central.

Cet effort budgétaire permet de diminuer le déficit de la zone euro de 3,3 points de PIB entre 2013 et 2017, tout en résorbant le chômage (de 12,2 % en 2013 à 9,6 % de la population active en 2017, soit 3,9 millions de chômeurs en moins). L'*output gap* se réduit dès 2014 et la dette commence sa décrue en 2015. En 11 ans, la dette publique de la zone euro se résorbe de 35 points de PIB et l'objectif de 60 % du PIB est atteint dès 2024. La stratégie d'austérité budgétaire conduirait à une situation économique qui n'est guère plus dégradée que si l'on avait adopté le « sérieux budgétaire » (le taux de chômage serait alors réduit à 9,6 % en 2017 contre 8,2 % dans le scénario du « sérieux budgétaire ») et permettrait d'atteindre 7 ans plus tôt l'objectif de dette.

L'impact de la stratégie d'austérité budgétaire serait moins défavorable surtout dans les pays en difficulté, dont l'*output gap* dégradé tire le multiplicateur à la hausse dans le scénario central, rendant l'austérité extrêmement coûteuse. Sous l'hypothèse de multiplicateurs faibles, le taux de chômage baisserait dans tous les pays et atteindrait au maximum 22 % en Espagne en 2017 (contre 27 % aujourd'hui et 32 % en 2017 dans le scénario central). La France compterait 630 000 chômeurs de moins en 2017 qu'aujourd'hui, contre 610 000 de plus dans le cas où les multiplicateurs seraient élevés. Mais surtout, tous les pays sans exception parviendraient à réduire à 0 leur déficit en 2017. Enfin, toutes les dettes publiques seraient inférieures à 60% du PIB à l'horizon 2030.

Les pays contraints au plus gros effort budgétaire seraient l'Espagne et l'Irlande, avec des impulsions cumulées de plus de 5 points de PIB sur la période 2014-17. Ces deux pays ont en 2013 un solde primaire inférieur à la moyenne de la zone euro et un solde conjoncturel très dégradé. Cet effort budgétaire leur permettrait de réduire leur dette à 60 % du PIB en moins de 12 ans, contre plus de 70 ans en adoptant le « sérieux budgétaire ».

**Tableau 5. Comparaison des deux stratégies budgétaires quand les multiplicateurs sont faibles**

	Somme des impulsions budgétaires 2014-2017	Taux de chômage 2017	Croissance du PIB 2014-2017 (moyenne)	Solde public 2017	Solde structurel primaire 2017	Dette des APU 2017	La dette atteint 60 % du PIB en :	
DEU	(1)	0,0	4,1	1,4	0,8	3,2	69,1	2020
	(2)	0,0	4,4	1,3	0,7	3,2	69,6	2020
FRA	(1)	0,0	7,3	2,3	-2,1	1,5	92,7	2044
	(2)	-2,6	8,6	2,0	0,0	4,1	88,6	2024
ITA	(1)	0,0	7,8	1,2	-1,6	5,0	129,5	2036
	(2)	-2,0	8,8	1,0	0,0	7,0	127,4	2029
ESP	(1)	0,0	18,3	2,9	-4,2	0,7	98,9	2097
	(2)	-5,2	22,2	2,2	0,0	6,0	92,9	2023
NDL	(1)	0,0	4,2	2,1	-1,3	1,5	71,7	2024
	(2)	-1,8	4,8	1,8	0,0	3,4	69,6	2020
BEL	(1)	0,0	4,7	2,6	-0,2	3,6	90,3	2025
	(2)	-1,0	5,2	2,4	0,6	4,7	88,4	2023
GRC	(1)	0,0	14,8	3,5	-0,6	6,5	159,9	2032
	(2)	-2,0	17,4	3,0	0,4	8,5	160,7	2028
PRT	(1)	0,0	10,9	2,7	-1,0	4,4	115,8	2031
	(2)	-1,9	12,5	2,4	0,2	6,2	114,2	2026
IRL	(1)	0,0	8,6	3,4	-5,2	0,9	125,1	2086
	(2)	-5,7	10,5	2,9	0,0	6,6	115,4	2025
AUT	(1)	0,0	3,6	1,7	-1,1	1,2	72,3	2025
	(2)	-1,6	4,5	1,4	0,0	2,8	71,0	2021
FIN	(1)	0,0	5,3	2,2	-0,2	1,7	52,0	—
	(2)	-0,7	5,7	2,1	0,3	2,3	50,4	—
EUZ	(1)	0,0	8,2	2,0	-1,2	2,7	91,9	2031
	(2)	-1,9	9,6	1,7	0,2	4,6	89,5	2024

(1) Sérieux budgétaire (impulsion budgétaire nulle de 2014 à 2017).

(2) Austérité budgétaire (objectif d'équilibre budgétaire en 2017).

Source : Calculs OFCE.

### Variante : prime de risque sur les taux souverains

Dans cette variante, nous cherchons à mesurer l'impact d'une hausse des primes de risque des taux souverains sur les perspectives budgétaires à l'horizon 2017 (tableau 6). Nous avons reconduit les deux stratégies budgétaires de sérieux et d'austérité afin de voir dans quelle mesure la hausse des taux rend plus difficile le respect de l'objectif d'équilibre budgétaire à l'horizon 2017. La variante est

définie comme une hausse, par rapport aux comptes centraux, des primes de risque sur les taux souverains de 1 point sur la période 2014-17. Cette prime perdure jusqu'en 2017 puis revient à 0 ensuite. La Grèce et le Portugal se financent au taux du Mécanisme européen de stabilité (MES) (la prime de risque est donc nulle).

Sans surprise, la hausse des taux d'intérêt dégrade le solde public et la dette à l'horizon 2017 dans tous les pays par rapport au scénario central. Dans le scénario de sérieux budgétaire, la trajectoire de croissance est quasi-inchangée, mais le solde public est d'autant plus dégradé que la dette est élevée et la maturité courte (-1 point de solde public en Italie et -0,9 en Irlande pour le scénario de « sérieux budgétaire » en variante par rapport au scénario central en 2017). En conséquence, le coût de l'austérité est beaucoup plus fort que dans le scénario central puisque l'effort budgétaire nécessaire pour atteindre l'équilibre en 2017 est plus important. De nombreux pays ne parviennent pas à l'équilibre même en appliquant une impulsion de -1,5 point de PIB chaque année entre 2015 et 2017 (la plus restrictive permise dans nos scénarii). Dans le scénario central qui n'intègre pas une hausse des primes de risques, seuls l'Espagne, la Grèce, le Portugal et l'Irlande ne parviendraient pas à atteindre l'objectif de déficit nul en 2017. Avec des taux plus élevés de 1 point pendant 4 ans, la France, l'Italie, les Pays-Bas et la Belgique n'y parviendraient pas non plus.

À l'horizon 2017, la situation économique globale en zone euro serait particulièrement dégradée dans le cadre de la stratégie d'austérité budgétaire. La zone euro serait au bord de la récession sur la période 2014-17 avec une croissance moyenne de 0,1% par an et un taux de chômage qui atteindrait près de 17 % en 2017. La recherche de l'équilibre budgétaire nécessiterait une impulsion cumulée de -4,1 points de PIB entre 2014 et 2017, soit 1 point d'effort supplémentaire par rapport au scénario central. Mais cet effort ne permettrait de réduire le déficit public que de 0,7 point de PIB supplémentaire par rapport à la stratégie de « sérieux budgétaire ». Il coûterait par contre 8 points de taux de chômage (soit 12,4 millions de chômeurs) et 7 points de dette à l'horizon 2017 par rapport au scénario de « sérieux budgétaire ». Le jeu en vaut-il la chandelle lorsque l'on sait que la dette publique de la zone euro entamerait une trajectoire décroissante dès 2014 et reviendrait en 20 ans au ratio de 60 % du PIB dans le scénario de « sérieux budgétaire » ?

Tableau 6. Comparaison des deux stratégies budgétaires avec des primes de risque sur les taux

	Somme des impulsions budgétaires 2014-2017	Taux de chômage 2017	Croissance du PIB 2014-2017 (moyenne)	Solde public 2017	Solde structurel primaire 2017	Dette des APU 2017	La dette atteint 60 % du PIB en :	
DEU	(1)	0,0	4,5	1,3	0,2	3,2	71,5	2021
	(2)	-1,1	7,1	0,7	0,0	4,3	74,6	2021
FRA	(1)	0,0	7,7	2,2	-2,7	1,5	95,1	2047
	(2)	-5,9	15,7	0,2	-0,7	7,4	100,2	2023
ITA	(1)	0,0	8,4	1,1	-2,6	5,0	133,7	2037
	(2)	-5,2	15,8	-0,7	-1,3	10,2	144,2	2027
ESP	(1)	0,0	19,2	2,7	-5,0	0,7	102,0	2098
	(2)	-5,6	34,8	-0,1	-4,5	6,3	115,3	2029
NDL	(1)	0,0	4,4	2,0	-1,9	1,5	73,7	2026
	(2)	-5,0	8,9	0,1	-1,0	6,5	78,9	2021
BEL	(1)	0,0	5,0	2,5	-0,9	3,6	93,0	2027
	(2)	-5,5	12,6	0,1	-0,6	9,2	104,2	2023
GRC	(1)	0,0	15,1	3,4	-0,7	6,5	161,1	2032
	(2)	-6,5	42,5	-2,3	-5,9	13,0	232,4	2035
PRT	(1)	0,0	11,2	2,7	-1,2	4,4	116,8	2031
	(2)	-6,4	29,8	-2,0	-4,5	10,7	157,9	2030
IRL	(1)	0,0	9,2	3,2	-6,1	0,9	128,6	2093
	(2)	-6,2	18,5	0,9	-3,8	7,1	138,1	2029
AUT	(1)	0,0	4,0	1,6	-1,7	1,2	74,6	2027
	(2)	-4,1	8,1	0,3	0,0	5,2	76,0	2021
FIN	(1)	0,0	5,6	2,1	-0,7	1,7	53,7	—
	(2)	-1,6	7,6	1,6	0,0	3,2	53,0	—
EUZ	(1)	0,0	8,7	1,9	-1,9	2,7	94,5	2033
	(2)	-4,1	16,9	0,1	-1,2	6,8	101,5	2025

(1) Sérieux budgétaire (impulsion budgétaire nulle de 2014 à 2017).

(2) Austérité budgétaire (objectif d'équilibre budgétaire en 2017).

Source : Calculs OFCE.

Ce scénario illustre le fait que le maintien des taux d'intérêt à un niveau raisonnable est une condition *sine qua non* de la réussite de la stratégie budgétaire européenne. Il est essentiel que les autorités européennes (Commission, BCE, etc.) mettent tout en œuvre pour garantir aux pays de la zone la possibilité de se financer à des taux soutenables.

### Variante : croissance potentielle réduite

Cette dernière variante permet d'explorer le cas où la croissance potentielle des pays de la zone euro serait plus faible que celle retenue dans nos simulations (tableau 2). Dans cette variante, nous retirons 1 point de croissance potentielle à tous les pays et l'*output gap* de départ reste inchangé. La croissance des pays de la zone euro s'en trouve réduite d'environ 1 point, mais cela n'a que peu d'effet sur les perspectives économiques et budgétaires à moyen terme (tableau 7). En effet, puisque la croissance se réduit au même rythme que la croissance potentielle, l'*output gap* est quasiment inchangé. Le taux de chômage est ainsi très proche de celui du scénario central pour les deux stratégies. De même, la composante cyclique du solde budgétaire n'est pas dégradée par l'anémie de la croissance. Cependant, il faut souligner le fait que la stratégie de « sérieux budgétaire » est plus difficile à atteindre dans ce scénario, car elle suppose une inflexion de la dépense publique pour s'aligner sur la croissance potentielle. Or la tendance de la dépense publique à moyen terme n'est pas forcément alignée sur celle du potentiel, en raison notamment de l'effet du vieillissement. En cas de révision à la baisse du potentiel, l'impulsion budgétaire nulle demande donc un effort important sur les dépenses publiques.

Un élément important de ce scénario est la diminution des taux d'intérêt publics et privés qui résulte de la baisse du taux neutre, supposé égal au taux de croissance potentiel de l'économie. Cette baisse des taux n'a pas d'impact sur la croissance (car l'écart du taux d'intérêt au taux neutre est inchangé) mais allège les charges d'intérêt sur la dette publique. C'est cet effet qui conduit à une baisse plus rapide du solde public que dans le scénario central. Ainsi, l'effort budgétaire à accomplir pour atteindre l'équilibre en 2017 est moindre (-2,8 points de PIB contre -3,1 dans le scénario central), ce qui creuse moins l'*output gap* et dégrade moins le taux de chômage (14,3 % en 2017 contre 14,7 % dans le scénario central).

Cependant, le ratio de dette publique augmente plus vite que dans le scénario central, pâtissant d'une croissance plus faible du PIB nominal au dénominateur. Il faut par exemple 7 ans de plus à la France pour que la dette revienne à 60 % du PIB dans le scénario de sérieux budgétaire. Mais la hausse des charges d'intérêt qui en

découle est plus que compensée par la baisse des taux. L'impact sur le solde reste donc positif.

Enfin, la conclusion est la même que pour le scénario central : l'austérité coûte cher par rapport au « sérieux budgétaire » (6 points de chômage et 1,2 point de croissance par an), alors qu'elle ne permet de réduire le déficit public que de 0,5 point en 2017 et ramène la dette à 60 points de PIB 7 ans plus tôt.

**Tableau 7. Comparaison des stratégies budgétaires avec une croissance potentielle plus faible**

	Somme des impulsions budgétaires 2014-2017	Taux de chômage 2017	Croissance du PIB 2014-2017 (moyenne)	Solde public 2017	Solde structurel primaire 2017	Dette des APU 2017	La dette atteint 60 % du PIB en :
DEU	(1)	0,0	4,0	0,4	1,1	71,1	2021
	(2)	0,0	5,3	0,1	0,2	74,0	2022
FRA	(1)	0,0	7,3	1,3	-1,8	95,4	2049
	(2)	-4,2	12,3	0,1	0,0	97,5	2024
ITA	(1)	0,0	7,7	0,3	-1,2	133,5	2038
	(2)	-3,5	12,1	-0,8	0,0	139,2	2029
ESP	(1)	0,0	18,3	1,9	-4,0	101,8	2098
	(2)	-5,6	32,1	-0,6	-3,0	112,8	2028
NDL	(1)	0,0	4,1	1,1	-1,1	73,7	2027
	(2)	-3,3	6,6	0,1	-0,1	75,8	2021
BEL	(1)	0,0	4,6	1,6	0,1	92,9	2027
	(2)	-1,7	7,3	0,8	0,0	97,6	2025
GRC	(1)	0,0	15,7	2,5	-1,1	169,4	2034
	(2)	-6,5	41,5	-3,1	-5,2	239,3	2036
PRT	(1)	0,0	11,4	1,6	-1,4	122,2	2034
	(2)	-6,4	28,7	-2,7	-3,6	161,1	2030
IRL	(1)	0,0	8,6	2,4	-4,9	128,9	2095
	(2)	-6,2	17,0	0,3	-2,5	136,6	2029
AUT	(1)	0,0	3,6	0,7	-1,0	74,5	2028
	(2)	-2,2	5,7	0,1	0,0	75,3	2022
FIN	(1)	0,0	5,3	1,2	0,0	53,4	—
	(2)	-0,7	6,2	1,0	0,1	53,0	—
EUZ	(1)	0,0	8,2	1,0	-1,0	94,7	2033
	(2)	-2,8	14,3	-0,2	-0,5	99,4	2026

(1) Sérieux budgétaire (impulsion budgétaire nulle de 2014 à 2017).

(2) Austérité budgétaire (objectif d'équilibre budgétaire en 2017).

Source : Calculs OFCE.



## Conclusion

En conclusion, la première partie de cette étude montre l'incertitude concernant les niveaux d'*output gap* et de potentiel de croissance à moyen terme. Pour l'ensemble des économies développées, les principaux organismes internationaux peinent à s'accorder sur la mesure de l'impact de la Grande Récession. Nos propres estimations permettent d'illustrer l'ampleur de la dégradation des *output gap* dans la plupart des pays, corolaire à la dégradation des marchés du travail. Mais elles reposent elles aussi sur un ensemble d'hypothèses – en particulier sur l'évaluation du cycle de productivité – qui demanderont à être confirmées lorsque le cycle actuel sera achevé.

Pour autant, l'analyse des trois variantes (multiplicateur, prime de risque et potentiel) montre que la question du potentiel de croissance de l'économie européenne demeure un problème de long terme et a relativement peu d'impact sur la soutenabilité des finances publiques et le respect des engagements européens à moyen terme. En revanche, la question du niveau du multiplicateur budgétaire à moyen terme est centrale et conditionne largement la détermination de la politique budgétaire optimale dans la perspective de l'application des traités européens. Notre étude illustre également la nécessité d'une garantie européenne au maintien des taux d'intérêt à un niveau soutenable.

En définitive, nos simulations font apparaître le coût social et économique exorbitant associé à la stratégie de réduction trop rapide des déficits publics coordonnée dans l'ensemble des pays de la zone euro. Comme nous le détaillons dans le rapport IAGS 2012, une stratégie raisonnable et optimale de réduction des déficits publics se situerait probablement à mi-chemin des deux stratégies détaillées ici, dans une réduction modérée et progressive des déséquilibres budgétaires. Il faut rappeler également que la stratégie de sérieux budgétaire n'est en aucun cas une stratégie de laisser-aller en matière de dépenses publiques, mais bien une politique de contrôle fort de leur évolution. La maîtrise des déficits publics relève d'un effort d'autant plus important que le potentiel de croissance des économies développées se révélera affaibli. La modération de la stratégie budgétaire actuelle est donc à la fois adaptée à la prise en compte de multiplicateurs budgétaires élevés en bas de cycle et parfaitement compatible avec un assainissement

durable des finances publiques. Les nouveaux délais accordés à un certain nombre de pays européens pour ramener leur déficit public en dessous du seuil d'un déficit à 3 % du PIB semblent aller dans ce sens.

### Références bibliographiques

Blot C., M. Cochard , B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2013, « IAGS, Model for euro area medium term projections », *OFCE working paper*.

Chetouane M., M. Lemoine et M-E. de la Serve, 2011, « Impact de la crise sur la croissance potentielle : une approche par les modèles à composantes inobservables », *Revue de l'OFCE*, 116, janvier.

Cornilleau G. et H. Sterdyniak, 2011, «Commentaire sur l'article. Impact de la crise sur la croissance potentielle : une approche par les modèles à composantes inobservables », *Revue de l'OFCE*, 116, janvier.

Creel J., É. 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, janvier.

Haugh D., P Ollivaud et D.Turner, 2009, « The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries», *Economics department working papers*, 683, mars.

Funceri D. et A. Mourougane, 2009, « The effect of financial crises on potential output : new empirical evidence from OECD countries », *Economics department working papers*, 699, mai.

OCDE, 2009, « Au-delà de la crise : enjeux à moyen terme concernant la production potentielle, le chômage et les situations budgétaires », *Perpectives économiques de l'OCDE*, 85.

OFCE, 2011, « Le multiplicateur de la rigueur », *Revue de l'OFCE*, 119, octobre.



## INDEX DES TABLEAUX, GRAPHIQUES ET ENCADRÉS

---

Tableaux .....	333
Graphiques .....	336
Encadrés .....	339
Liste des abréviations de pays .....	340

---



## Le commencement de la déflation

Perspectives de croissance mondiale . . . . .	13
Impulsions budgétaires dans les pays développés . . . . .	14
Pertes (-) ou gains (+) de production et variation du chômage . . . . .	15
Décomposition des révisions de prévision de la Commission européenne et révision des multiplicateurs budgétaires . . . . .	17
Prévisions pour l'Allemagne en 2014 selon la CE et l'OCDE . . . . .	19
Prévisions pour la zone euro en 2014 selon la CE et l'OCDE . . . . .	20
Prévisions pour la zone euro en 2014 selon la CE et l'OCDE . . . . .	21
Comparaison entre les objectifs et la prévision de déficit des pays de la zone euro . . . . .	38
Taux de chômage des pays de la zone euro . . . . .	51
Mesures de baisse des salaires et traitements . . . . .	52
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières . . . . .	57

## Zone euro : le calice de l'austérité jusqu'à la lie

Croissance dans la zone euro . . . . .	71
Contraintes de liquidités . . . . .	73
Impulsion budgétaire, croissance et déficits . . . . .	78
Résultats économétriques . . . . .	83
Évolution du solde public des pays de la zone euro . . . . .	85
Impulsions budgétaires des pays de la zone euro . . . . .	88
Commerce intra-zone et récession importée . . . . .	90
Résultats économétriques . . . . .	95
PIB, emploi et chômage . . . . .	97

## France : tenue de rigueur imposée

Impulsion budgétaire dans les grands pays développés . . . . .	104
Les freins à la croissance en France au cours des années 2010-2012 . .	113
Quelle croissance potentielle en France ? . . . . .	114
Les freins à la croissance en France au cours des années 2013-2014 . .	120
Éléments du compte des ménages . . . . .	124
Les déterminants des variations du taux d'épargne en France . . . . .	125
Évolution du marché du travail en France . . . . .	126
Résumé de la prévision pour 2013 et 2014 . . . . .	127
Scénarios illustratifs des risques sur la croissance française . . . . .	128
Emploi et chômage . . . . .	130

Décomposition de l'évolution du taux de marge . . . . .	136
Contrats aidés dans le secteur non marchand, France métropolitaine .	143
Projections de population active . . . . .	145
Impact de la politique de l'emploi . . . . .	145
Effet de la TVA sur l'inflation . . . . .	149
Estimation des paramètres (données trimestrielles) . . . . .	151
Estimations du taux de chômage d'équilibre . . . . .	155
Taux de chômage d'équilibre estimé et composante conjoncturelle – Comparaisons . . . . .	157
Principaux agrégats des finances publiques . . . . .	159
Décomposition de la variation du solde public . . . . .	161
Résumé des prévisions pour l'économie française . . . . .	165
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés .	166
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire . . . . .	167
Emploi et productivité par tête . . . . .	167
Éléments du compte des ménages . . . . .	168
Commerce extérieur et parts de marché . . . . .	169
Taux d'intérêt et taux de change . . . . .	169

## Fiche thématique et fiches pays

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles . . . . .	180
Décomposition de la croissance américaine en 2013 et 2014 . . . . .	187
États-Unis : résumé des prévisions . . . . .	188
Composition de l'impulsion budgétaire (% du PIB) . . . . .	191
Décomposition des prévisions de croissance . . . . .	192
Japon : résumé des prévisions . . . . .	196
Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB . . . . .	198
Zone Asie : résumé des prévisions de commerce . . . . .	198
Amérique latine : résumé des prévisions . . . . .	208
Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance . . . . .	212
Royaume-Uni : résumé des prévisions . . . . .	221
Évolution des composantes du revenues ménages allemands . . . . .	225
Allemagne : résumé des prévisions . . . . .	229
Chiffrage et répartition des mesures d'austérité pour 2011-2014 . . .	238
Italie : résumé des prévisions . . . . .	241
Espagne : résumé des prévisions . . . . .	249

## La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation

Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-prix) . . . . .	284
Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-coût) . . . . .	285
Résultats des estimations (équations d'importations) . . . . .	286
Décomposition de la variation des soldes courants . . . . .	289
Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-prix) . . . . .	294
Résultats des estimations (indicateur de compétitivité-coût) . . . . .	294
Taxinomie des facteurs pouvant avoir un effet sur la compétitivité . . .	295

## PIB, déficit, dette, chômage : où vont les économies à moyen

Taux de croissance annuel du PIB potentiel par pays et par institut . . . .	307
Valeurs initiales des principales variables macroéconomiques pour l'année 2013 . . . . .	316
Dynamique spontanée du modèle : variante de « sérieux budgétaire » .	317
Scénario central, projections à l'horizon 2017 pour les deux stratégies budgétaires . . . . .	320
Comparaison des deux stratégies budgétaires quand les multiplicateurs sont faibles . . . . .	323
Comparaison des deux stratégies budgétaires avec des primes de risque sur les taux . . . . .	325
Comparaison des stratégies budgétaires avec une croissance potentielle plus faible . . . . .	327



## Le commencement de la déflation

PIB par tête dans les pays développés .....	12
Taux souverains dans les pays développés .....	21
Nombre de chômeurs dans quelques pays de la zone euro .....	28
Chômage de longue durée dans les pays de la zone euro .....	41
Le bilan des banques centrales .....	43
Conditions de crédit .....	44
Taux de chômage .....	46
Taux d'inflation sous-jacente corrigé de la variation des taxes .....	47
Anticipations d'inflation .....	48
Anticipations de déflation – probabilités .....	49
Évolution des salaires par tête .....	50
Coût salarial unitaire réel (base 100 = 2009) .....	53
Parts de marché à l'exportation (base 100 = 2008) .....	54
Parts de marché à l'exportation (base 100 = 2008) .....	55
Encours des prêts des ménages .....	56

## Zone euro : le calice de l'austérité jusqu'à la lie

Évolution du PIB par tête dans la zone euro .....	60
Taux d'intérêt publics dans la zone euro .....	61
Taux de marge et revenu disponible brut réel .....	62
Chômage dans les principaux pays européens .....	63
Taux d'intérêt à court terme au cours des années 1980 et 1990 .....	67
Confiance dans la zone euro .....	69
Part du chômage de longue durée dans la population active .....	76
Taux appliqués aux nouveaux crédits des SNF (prêts < 1 million d'euros, durée < 1 an) .....	80
Conditions* de crédits dans la zone euro .....	82
Taux d'investissement productif .....	87
Commerce intra et extra-zone euro .....	90
Coût du travail (ensemble de l'économie) .....	93
Taux de pénétration .....	96
Dépôts autres que ceux des IFM et des gouvernements .....	99

## France : tenue de rigueur imposée

Évolutions comparées du PIB français par tête pendant les crises... ..	103
Impulsion budgétaire en France .....	104
Environnement international .....	105

Évolution de la confiance .....	106
Indice de production industrielle .....	106
Taux d'utilisation des capacités de production et productivité du travail .....	107
Freins à la production dans l'industrie .....	108
Taux de marge et taux d'autofinancement des entreprises .....	109
Investissement des entreprises en volume .....	109
Flux d'embauches .....	110
Le pouvoir d'achat en baisse en 2012 .....	111
Quelle reprise spontanée en France ? .....	116
Taux d'inflation .....	117
Vitesses* de fermeture spontanée de l'output gap selon... ..	118
Rentabilité et profitabilité du capital productif .....	121
Évolution de l'emploi corrigé de l'intérim .....	131
Cycles de productivité par tête .....	133
Tendance prévue des effectifs dans les enquêtes de conjoncture .....	135
Taux de marge sectoriel .....	135
Taux de marge des SNF .....	137
Prévisions du cycle de productivité marchand, avec et sans politique de l'emploi .....	140
Emplois aidés dans le secteur non marchand .....	143
Gains de productivité dans le secteur marchand .....	147
NAIRU estimé et prévu par l'OCDE et la Commission européenne .....	147
Estimation récursive des constantes (modèle WS-PS) .....	153
Estimation récursive des paramètres (modèle WS-PS) .....	153
Estimation récursive de l'équation de Phillips .....	154
Taux de chômage d'équilibre estimés .....	155
Écart taux de chômage effectif – TCE et inflation sous-jacente .....	156
Solde public structurel .....	163

## Fiche thématique et fiches pays

Hausses et baisses de production au sein des producteurs de l'OPEP ..	175
Hausses et baisses de production des producteurs non-OPEP .....	175
Réserves prouvées de pétrole, 1960-2011 .....	179
Le PIB d'Amérique latine .....	206
PIB en volume des Nouveaux Pays Membres .....	211
Évolution de la valeur ajoutée en volume par secteur, depuis le début 2008 .....	214
Taux d'investissement productif et taux d'utilisation des capacités de production .....	227
Taux de croissance de l'encours de nouveaux crédits	

aux ménages et aux entreprises . . . . .	233
Nombre d'emplois (en équivalent temps plein) indemnisés par la CIG	234
Taux de change effectif réel basé sur les coûts salariaux unitaires, comparaison entre grands pays de la zone euro, 2005-2012 . . . . .	236

## **La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation**

Évolution des soldes courants des pays de la zone euro . . . . .	257
Évolution du coût horaire du travail . . . . .	269
Parts des exportations intra- et extra-zone euro (2011) . . . . .	270
Allemagne – Taux de change effectif réel . . . . .	273
France – Taux de change effectif réel . . . . .	274
Italie – Taux de change effectif réel . . . . .	275
Espagne – Taux de change effectif réel . . . . .	276
Portugal – Taux de change effectif réel . . . . .	277
Irlande – Taux de change effectif réel . . . . .	277
Grèce – Taux de change effectif réel . . . . .	278
Parts de marché de l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne . . . . .	279
Parts de marché de l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce et le Portugal . . . . .	280
Parts de marché intra-zone euro . . . . .	281
Déséquilibres courants . . . . .	287

## **PIB, déficit, dette, chômage : où vont les économies à moyen**

Niveau des <i>output gap</i> en 2007 et en 2012 selon le FMI, la Commission européenne et l'OCDE . . . . .	304
Révisions des évaluations de l' <i>output gap</i> français par l'OCDE (des perspectives de décembre 2005 à celles de décembre 2012) . . . . .	305
Estimations de la variation de l' <i>output gap</i> entre fin 2007 et fin 2012 à partir des variables de marché du travail . . . . .	311
Estimations de la variation de l' <i>output gap</i> entre fin 2007 et fin 2012 à partir des variables de marché du travail et du cycle de productivité horaire	313

## **Le commencement de la déflation**

Le « coming-out » de la Commission européenne sur les multiplicateurs budgétaires . . . . .	15
Ce que cachent les chiffres de croissance pour 2014 : le grand écart entre la Commission européenne et l'OCDE . . . . .	19
Chypre : Nouveau paradigme dans la résolution des crises bancaires en zone euro . . . . .	34
Les anticipations d'inflation et de déflation en zone euro . . . . .	47

## **Zone euro : le calice de l'austérité jusqu'à la lie**

L'impact de la politique budgétaire et de la hausse des taux d'intérêt sur la croissance . . . . .	81
Grèce : le chemin de croix se poursuit . . . . .	88
L'effet compétitivité et les parts de marché . . . . .	94

## **France : tenue de rigueur imposée**

Équations d'emploi . . . . .	132
Calcul des contributions à l'évolution du taux de marge . . . . .	136
Les emplois d'avenir . . . . .	142
Retour sur le déficit public de 2012 : pourquoi un tel écart avec la prévision issue du PLF pour 2013 ? . . . . .	159
Quel diagnostic sur le solde public structurel de la France : la grande incertitude de 2014 . . . . .	162

## **Fiche pays**

La situation budgétaire à la mi-mars 2013 . . . . .	185
À la crise économique s'ajoute la crise politique . . . . .	237
La réforme des retraites et le cas particulier des « esodati » . . . . .	239

## **La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation**

Les facteurs d'amélioration de la compétitivité allemande depuis le milieu des années 1990 . . . . .	263
---	-----

## **PIB, déficit, dette, chômage : où vont les économies à moyen**

Évaluations de l' <i>output gap</i> : des révisions qui s'amplifient avec la crise... . . . . .	305
--	-----

## LISTE DES ABRÉVIATIONS DE PAYS

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	Palaos
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
SLV	Salvador
SMR	Saint-Marin
SOM	Somalie
STP	Sao Tomé-et-Principe
SUR	Suriname
SVK	Slovaquie
SVN	Slovénie
SWE	Suède
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	Taiwan
TZN	Tanzanie
UGA	Ouganda
UKR	Ukraine
URY	Uruguay
USA	États-Unis
UZB	Ouzbékistan
VAT	Vatican
VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
VEN	Venezuela
VNM	Viêt Nam
VUT	Vanuatu
WSM	Samoa
YEM	Yémen
ZAF	Afrique du Sud
ZMB	Zambie
ZWE	Zimbabwe

## LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

**L**es prévisions occupent une place particulière dans le débat public en économie. Elles sont généralement considérées comme des prédictions, qualifiées fréquemment d'optimistes ou de pessimistes, comme si elles dépendaient de l'humeur des équipes qui les réalisent. Certes, en un sens, la prévision est un art tant elle dépend des signes précurseurs que nous livre le présent, de l'interprétation des évolutions en cours, de la capacité des économistes de sélectionner les informations pertinentes parmi celles, multiples, dont l'intérêt n'est qu'anecdotique. Mais elle est surtout une science puisqu'elle consiste à déduire des informations dont on dispose sur le présent une vision de l'avenir. Elle ne peut être formulée en dehors d'un cadre général d'interprétation, c'est-à-dire d'une théorie qui met en relation les informations que l'on privilégie et les variables que l'on cherche à prévoir.

Parmi ces informations, certaines, cruciales, ne sont pas vraiment disponibles car, pour l'essentiel, elles dépendent de décisions à venir et qu'il n'existe pas vraiment de théorie permettant de déduire des données existantes ce que seront ces décisions. Il faut donc formuler des hypothèses alternatives et retenir celles qui paraissent les plus vraisemblables. Dès lors, les erreurs de prévision peuvent avoir au moins trois origines : une insuffisance d'information sur le présent, une mauvaise spécification théorique, la non réalisation de certaines hypothèses. De surcroît, il existe une incertitude irréductible au sens où certains événements sont imprévisibles, alors même que leur conséquence sur l'activité économique est déterminante. Voilà pourquoi les chiffres associés à une prévision sont éminemment fragiles, qu'ils doivent être considérés comme conditionnels aux hypothèses que l'on formule, aux données dont on dispose et au cadre théorique dans lequel on raisonne.

Il est donc nécessaire que les prévisions réalisées par l'OFCE soient publiées en même temps qu'un débat autour de ces prévisions. Cela offre le double avantage de rendre explicite le doute inhérent à tout exercice de prévision et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Les prévisions de l'OFCE, pour rigoureuses qu'elles soient, ne sont pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée mais une "histoire" raisonnée, éclairée par l'analyse économique, d'un futur incertain. Il faut donc à la fois souligner l'importance des raisonnements économiques qui la guident et en comprendre d'emblée les limites, pour ne point s'en servir comme d'un argument d'autorité à l'instar de ce qui est trop fréquemment le cas.

Philippe Weil



## DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 11 AVRIL 2013

*Participants au débat :*

**Axelle Lacan :** *Économiste au Crédit Agricole*

**Edouard Tétreau :** *Professeur affilié à HEC ;  
Associé Gérant à Médiafin*

**Gérard Cornilleau, Éric Heyer, Mathieu Plane,**

**Xavier Timbeau :** *OFCE*

### Économie mondiale

**Gérard Cornilleau :** L'Europe à la peine, les États-Unis s'engagent dans la réduction des déficits, le Royaume-Uni s'enferme, le Japon flirte à nouveau avec la déflation ; cinq ans après le début de la crise, que peut-on espérer pour l'économie mondiale ?

**Axelle Lacan :** J'ai lu avec attention votre scénario relatif à l'économie mondiale. Globalement, nous restons, comme vous, très prudents dans notre analyse, l'économie mondiale nous semblant toujours fragile. Nous partageons avec vous une certaine déception après cinq années de crise, notamment en Europe, où l'austérité a été destructrice. Comme vous, nous sommes inquiets pour le Japon, où les programmes annoncés comportent des risques non négligeables, notamment à moyen terme.

Néanmoins, il existe quelques différences entre votre scénario et le nôtre. Une différence majeure concerne les États-Unis : nous tablons sur une croissance plus dynamique, notamment en 2014. Nous avons récemment constaté des progrès de l'économie américaine, au niveau des créations d'emplois et de l'immobilier résidentiel. Six ans après son point haut, le secteur de l'immobilier résidentiel ré-accélère cette année. En 2012, les mises en chantier ont progressé, les ventes de logements neufs et anciens également,

tout comme les prix des maisons individuelles. Il nous semble qu'une vraie dynamique de reprise se met en place. Cette amélioration des fondamentaux économiques devrait, selon nous, permettre à l'économie américaine de résister davantage à l'ajustement budgétaire que ce que vous avez inscrit dans votre scénario. Ainsi, la croissance serait en mesure d'accélérer à compter du deuxième semestre 2013 et serait de l'ordre de 3 % en moyenne annuelle en 2014. Ce renforcement de la croissance américaine serait un élément favorable pour la zone euro. Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance un peu plus forte en France en 2014 que ce que vous inscrivez, même si de nombreux risques baissiers demeurent.

**Edouard Tétreau** : Que peut-on espérer ? Que les économistes soient un peu moins en retard, voire légèrement en avance sur les événements. Votre analyse émet des idées très importantes et radicales sur l'austérité. Lorsque je vivais et travaillais à New York, en pleine crise des subprimes et faillite de Lehman Brothers, l'évidence des ravages de la surconsommation, du surendettement et du creusement des déficits américains (plus de 1 000 milliards de dollars de déficit chaque année), sautait aux yeux. On finit toujours par payer, au prix fort, en termes de souveraineté économique et politique, et de dynamique de création de richesses et d'emplois, le laisser-faire budgétaire, l'économie et la société à crédit. C'est ce qui nous arrive aujourd'hui en France. J'étais donc hostile aux chroniques de Paul Krugman qui allait contre cette idée de résorber les déficits et qui voulait éviter les erreurs de la crise des années 1930. Mais il y a un temps pour tout : il y a un temps pour faire des économies, « chasser le gaspi », afin d'investir sur des bases solides dans l'avenir. Ces efforts-là sont vitaux et possibles, lorsque la croissance est là. En revanche, lorsque l'on est en récession prolongée, ce n'est pas le moment d'aggraver le mal par des coupes tous azimuts. L'échec de la politique actuelle de la Grande-Bretagne en témoigne. Cela étant, quand je lis vos travaux, j'espère comme Axelle Lacan revenir à un rythme de croissance de l'ordre de 3 % en 2014, mais je ne vois pas très bien comment.

L'Allemagne a rapidement proposé de revenir à un déficit de 0 % en 2016. Elle a même claironné que cet objectif serait atteint un an plus tôt que prévu. C'est le signal au reste de l'Europe qu'il ne faudra pas compter sur l'Allemagne pour alimenter la croissance.

Et ce n'est pas un hasard si le nouveau ministre des Finances américain fait une tournée en Europe ces jours-ci pour recommander aux ministres français et allemands de stimuler la croissance dans leurs pays pour éviter la débâcle. Il semble que le message est en train de passer mais avec retard. C'est pour cela que votre étude est intéressante.

Je lui aurais ajouté cependant une section pour montrer à titre pédagogique les exemples réussis de politiques d'austérité dans l'histoire récente. Ainsi, quels seront les pays qui ne seront pas en déflation en 2014 ? Au moins un, l'Irlande, qui a entrepris une telle politique. Votre argument aurait encore plus de force avec des expériences réussies telles que la Finlande, le Canada dans les années 1990 et l'Irlande depuis trois ans où des politiques réussies d'économies budgétaires ont permis à ces économies de repartir.

L'Irlande ne sera pas en déflation en 2014 parce qu'elle a baissé le coût unitaire du travail. Or, le premier moteur de son économie est l'export, notamment hors zone euro. C'est là l'exemple d'un effort très rapidement payant. Est-ce une politique exportable à la nôtre ? Oui, si l'on exportait davantage.

**Xavier Timbeau** : En effet on peut constater que le consensus est en train de basculer. Va-t-il se traduire concrètement dans les politiques ou des blocages persistent-ils ? La question est celle des États-Unis. Dans les erreurs de prévisions de croissance, on peut distinguer trois sortes d'erreurs : 1) une mauvaise prise en compte de certains facteurs, des variables exogènes, prix du pétrole, ... c'est le charme de l'exercice qui crée les désaccords ! 2) une erreur qui tient de la méthode qui en se basant sur les objectifs économiques annoncés par les gouvernements, pourtant votés dans le cadre d'une procédure, les changements d'objectifs ne sont pas rares ; on a une vision assez précise pour les États-Unis où la restriction budgétaire serait de 1,6% en 2013 et 2014, durcissement assez notable ; 3) autre source d'erreur : l'impact de la politique budgétaire sur l'activité réelle nommé le « multiplicateur budgétaire ». Deux clans existent entre les économistes, ceux qui considèrent que le multiplicateur est faible et l'autre élevé. Ceux du second clan ont été peu nombreux et conspués il y a quelques trimestres, aujourd'hui ce clan a grossi. De quelle sorte d'erreur viennent les différences actuelles entre prévisionnistes ?

**Axelle Lacan** : Deux explications me semblent justifier l'écart entre nos scénarii sur les États-Unis.

D'une part, nous tablons sur un effort d'ajustement des finances publiques moins fort. Nous partons du principe qu'une forme de pragmatisme va dominer. L'économie américaine supporte mal un taux de chômage aussi élevé que celui connu actuellement, les stabilisateurs automatiques étant moins développés que dans nos économies. Nous pensons donc que, certes, ils feront un effort d'assainissement, mais que cet effort sera graduel : nous estimons ainsi que le frein lié à l'ajustement budgétaire sera moins fort que celui que vous supposez. Ce qui devrait permettre à l'activité de se renforcer, sur les rythmes que nous avons prévus.

D'autre part, nous ne sommes pas tout à fait d'accord sur l'Asie, notamment sur la Chine. Nous tablons sur une croissance de 7% en zone Asie en 2013, tirée notamment par la Chine, où la croissance atteindrait 8,5 %. La croissance dépasserait donc l'objectif du gouvernement, compte tenu d'effets de base favorables, d'une dynamique solide au second semestre 2012, de l'effet retardé des mesures de relance de 2012 et de l'amélioration de l'environnement extérieur. L'inflation serait de l'ordre de 3,3% en moyenne, en raison de la faiblesse de l'inflation en début d'année et malgré des pressions inflationnistes en hausse. Donc en 2013 une activité dynamique en Asie, ce qui créé un environnement favorable pour la croissance américaine.

**Xavier Timbeau** : Et donc vous considérez aussi que l'Asie est susceptible d'être un moteur de l'économie américaine ?

**Axelle Lacan** : Au-delà des impacts sur le commerce extérieur, une croissance dynamique en Asie est un vecteur de confiance, pour les entreprises, pour les ménages, ce qui n'est pas négligeable.

**Edouard Tétréau** : Les États-Unis connaissent actuellement un facteur de croissance qui n'est pas exogène, pas lié à l'activité de la Chine, c'est le gaz de schiste. À mon avis, on sous-estime l'impact de cette réserve sur l'économie américaine ; on assiste à une baisse du prix de l'énergie pour les entreprises, à une dépendance de moins en moins forte de l'approvisionnement extérieur. On assiste à une dynamique de la croissance intrinsèque qui me fait dire que les prévisions d'Axelle sont sans doute les plus vraisemblables. C'est un facteur de croissance fondé surtout sur la production

plutôt que la consommation, qui fait fonctionner l'économie locale et qui va durer. La découverte du gaz de Lacq en France a été un soutien majeur à la croissance industrielle de la France dans les années 1950-1970.

Je partage donc hélas vos prévisions pessimistes sur la zone euro, je suis beaucoup plus enthousiaste sur la croissance américaine sans savoir encore si l'Europe et la France vont en bénéficier.

**Gérard Cornilleau** : Nous n'avons pas vu d'effet important du gaz de Lacq à l'époque, mais le Canada paraît un bon exemple d'étude de l'impact de l'énergie à bas prix sur leur économie.

**Xavier Timbeau** : Les effets à court terme du gaz de schiste aux États-Unis sont des effets de redéploiement des activités, donc un effet investissement ; l'autre effet complexe à intégrer est l'effet réindustrialisation par la baisse du coût de l'énergie et les gains de compétitivité qu'elle permet ; c'est un effet beaucoup plus long et plus complexe.

Ceci dit, en 2012, la croissance aux États-Unis a été de 2,2% avec une impulsion négative de 0,9 point de PIB. Sans cette impulsion, la croissance aurait été de 3,1 points. Aujourd'hui nous inscrivons une croissance de l'ordre de 1,5 ou 1,7 avec une impulsion négative de -1,6 point de PIB. En gardant le même multiplicateur, la prévision américaine pour 2013-2014 ne diffère pas de celle qu'on aurait pu faire pour 2012, année où le gaz de schiste était déjà présent. Même s'il y a eu accélération entre temps, ce n'est pas de 1 point de PIB. La politique budgétaire se durcit, selon Krugman, les États-Unis sont dans une situation suicidaire parce que les républicains ne sont pas du tout pragmatiques, ils sont même prêts à prolonger la crise si c'est leur intérêt politique. Ils sont peut-être moins pragmatiques que les Européens. Notre pessimisme relatif est lié à cela. Même avec le gaz de schiste, nous n'avons pas eu de surprise positive en 2012.

**Axelle Lacan** : Malgré tout, beaucoup de facteurs sont favorables, notamment le désendettement des ménages, qui a avancé à grands pas. Les ménages sont à présent plus enclins à s'endetter pour financer des biens de consommation importants, d'autant plus que les taux sont avantageux. S'il y a plus de croissance, cela aura aussi un impact favorable sur les finances publiques, ce qui limitera l'effort à consentir.

**Gérard Cornilleau** : Les politiques monétaires accommodantes de la FED et autres banques centrales sont-elles inefficaces ? Ou est-ce un mal nécessaire ?

**Axelle Lacan** : C'est certainement un mal nécessaire. Nécessaire, parce que les politiques monétaires ont permis de stabiliser l'environnement et ont permis un désendettement ordonné. Maintenant, elles comportent de nombreux risques. Avec autant de liquidités dans l'économie, la question de la sortie de ce type de politique reste posée. C'est étonnant de voir la bourse américaine si bien rebondir, on peut toujours craindre la création de nouvelles bulles. On peut se dire que les investisseurs vont chercher plus de rendement et donc se diriger vers des marchés émergents, par nature plus étroits, plus risqués... donc oui nécessaire, mais avec des risques.

**Edouard Tétreau** : La thèse de mon dernier livre « Quand le dollar me tue » était : prenons garde, les États-Unis ne vont jamais rembourser leur dette, elle est trop importante. La seule façon de la rembourser est d'imprimer de la monnaie *ad nauseam*, c'est ce qui se passe aujourd'hui où nous sommes au *quantitative easing* 3, 40 milliards de dollars de création monétaire chaque mois après les 3 000 milliards de dollars auparavant ; le dollar nous tue parce que les États-Unis se sortent de leur dilemme budgétaire en inondant le monde de leur monnaie ; les Chinois, les Britanniques et les Japonais vont faire de même et l'Europe qui veut jouer le bon élève s'exonère de cette procédure.

Tout le monde triche sauf nous. Si on reprend l'histoire on peut comparer le Chancelier Merkel au Chancelier Brüning ; dans les années 1930 le diable ne fut pas l'inflation mais l'action du Chancelier Brüning qui a créé une déflation gigantesque. Un an après, Hitler était au pouvoir. Tout le monde s'alarme des conséquences négatives, réelles, de la création monétaire, quantitative easing, etc : survenance de bulles sur les marchés obligataires, actions, immobiliers, dans quelques compartiments de marché (luxe, art, etc) ; blanchiment d'argent, paradis fiscaux, etc. Mais qu'y a-t-il de plus grave, si l'on doit choisir entre deux maux : celui-là, ou les jeunes générations sacrifiées en Europe ? Les 26 millions de chômeurs dans l'Union européenne, qui seront bientôt 30 millions ?

La politique monétaire est plus qu'un mal nécessaire, c'est une arme qu'on s'interdit d'employer à cause d'un formol théologique bizarre, dans lequel la BCE est engluée depuis trop longtemps.

## Économie zone euro

**Gérard Cornilleau** : Il y a donc bien un risque de déflation en Europe. Peut-on faire un bilan de l'austérité en Europe ?

**Axelle Lacan** : L'austérité a été destructrice. Une destruction de capital physique, humain... Le plus inquiétant me semble être le taux de chômage des jeunes, en Grèce, en Espagne, où la situation est également très difficile... Ce n'est pas que la croissance d'aujourd'hui qui est entravée, c'est toute la croissance de demain qui est hypothéquée. Cependant une sorte de consensus s'installe avec des délais d'ajustement qui vont s'allonger, une austérité un peu plus graduelle, ce qui va plutôt dans le bon sens.

**Edouard Tétreau** : De quelle austérité parle-t-on ? Classiquement on parle d'austérité budgétaire, mais l'autre austérité qui se déploie en Europe, particulièrement en France, c'est l'austérité par l'impôt qui est au moins aussi grave que l'austérité budgétaire. L'austérité par l'impôt consiste à créer chez le consommateur et le producteur un environnement anxigène tel que ces derniers n'ont pas d'autre solution que de diminuer leurs actes économiques, d'épargner en attendant que la vague passe. L'entrepreneur qui se rémunère avec un peu de salaire et un peu de dividendes et qui voit la pression fiscale augmenter, va tout mettre en réserve aux dépens des investissements, de la croissance et de l'emploi. Les consommateurs vont différer leurs actes d'achat, en attendant d'y voir plus clair, sur la pérennité de leur emploi. Sans compter les cas d'évasion fiscale, de triche ou de système D ou économie parallèle. L'austérité par l'impôt est mortifère. C'est elle, la vraie tueuse de nos économies et de nos sociétés. Pas la nécessaire chasse aux gaspillages, et aux économies à réaliser pour avoir moins de dépenses inutiles, et plus d'investissements d'avenir. La seule solution est une politique européenne de grands travaux et d'infrastructures, financée par la création monétaire, mettant au travail des millions d'Européens, de tous âges et de toutes qualifications, en particulier les jeunes et les moins formés.

**Xavier Timbeau** : Ce qu'on nomme politique budgétaire, c'est la somme algébrique des inflexions sur les impôts et les dépenses, augmenter les impôts est équivalent à baisser les dépenses. La politique fiscale a-t-elle plus ou moins d'impact que la politique de baisse des dépenses ? Par le passé on a vérifié que la fiscalité a des effets dé-incitatifs et la baisse des dépenses a des effets incitatifs. Dans la période actuelle, l'idée importante est que compte tenu des circonstances, des effets sur les anticipations, de fuite devant l'impôt, ..., est-il préférable de taper sur l'impôt ou sur les dépenses ? FMI, Commission, ... disent qu'il vaut mieux réduire les dépenses, c'est ce qu'on a fait par le passé car les effets restrictifs sur les impôts sont trop importants. Or des éléments empiriques disent aujourd'hui que les effets de baisse des dépenses sont, dans les situations de chômage involontaire, beaucoup plus forts.

Mais autre problème, la notion de fiscalité confiscatoire et la question de la fraude fiscale, dans les pays comme la Grèce, le multiplicateur a un effet important sur la fiscalité, il peut être considérable, à 10 par exemple.

**Axelle Lacan** : Le fait de faire porter une grosse partie de l'effort sur les prélèvements obligatoires en 2013 et de cibler davantage sur une économie de dépenses en 2014 paraît justifié, les multiplicateurs plaident en ce sens.

**Gérard Cornilleau** : Retenons que nous en avons trop fait à la fois en matière de baisse des dépenses et en matière d'augmentation des impôts, il y a consensus là-dessus. Passons à l'Allemagne, est-elle le bourreau ou la victime ?

**Axelle Lacan** : On espère l'Allemagne plutôt moteur. Nos prévisions sur l'Allemagne sont proches des vôtres, avec un potentiel de rebond de l'investissement important et une situation de profitabilité favorable. Des marges de manœuvre existent, les finances publiques sont satisfaisantes (un solde excédentaire a même été affiché en 2012), le nombre de chômeurs partiels a bien diminué, ce qui limite les impacts possibles sur le taux de chômage (ce n'est par exemple pas le cas en Italie, où beaucoup de chômeurs partiels sont à même de venir gonfler peu à peu les statistiques du chômage). Mais pour que l'Allemagne devienne vraiment moteur, il faudrait que sa demande se renforce au sein de la zone euro, et c'est un changement de mentalité qui est nécessaire.



**Edouard Tétreau** : Sur l'Allemagne, lorsque j'avais piloté une étude pour l'Institut Montaigne, plaidant pour un rapprochement ambitieux entre la France et l'Allemagne, un de mes interlocuteurs allemands, conseiller du Chancelier de l'époque, me disait : « Wir sind Frankreich müde ! ». Récemment en le revoyant, il m'a dit « Wir sind Europa müde ! Nous, Allemands, ne cherchons pas à être le moteur de la zone euro ». Angela Merkel voyage beaucoup en Chine car l'intérêt de l'Allemagne, ce sont les pays grands consommateurs. La relance existe déjà en Allemagne, les salaires augmentent rapidement dans le public comme dans le privé. L'autre point est le niveau du patrimoine moyen en Allemagne qui est l'un des plus bas de l'Europe. Aujourd'hui il coûterait trop cher aux Allemands de sortir de l'euro mais demain ?

**Gérard Cornilleau** : Oui mais le sondage de ce matin dit que 70 % des Allemands veulent rester dans l'euro.

**Xavier Timbeau** : Oui les Allemands sont fatigués de l'Europe mais jusqu'à quel point cette fatigue va les rendre irrationnels ? Leur rationalité veut que l'Europe ne soit pas en récession, qu'elle ne soit pas en faillite ; si le système européen s'effondre, le système bancaire allemand s'effondrera et leur coûtera plutôt 10 000 milliards que 100. Même si les Allemands ont moins de patrimoine, le patrimoine allemand représente 5 fois le PIB allemand, soit plus de 10 000 milliards d'euros.

**Gérard Cornilleau** : L'Espagne prend-elle le chemin de la Grèce ?

**Xavier Timbeau** : Nous avons été très frappés qu'à la fin 2012 en Espagne il y a eu baisse des salaires, pour moitié la résultante de la restriction sur les fonctionnaires qui a contaminé l'autre moitié, celle des agents privés. On voit bien que l'Espagne fonctionne de façon systémique à partir de ces baisses salariales. Est-ce juste un mauvais moment à passer ou est-ce l'amorce d'une déflation durable ? Ce qui est inquiétant c'est que la France va se trouver coincée comme le jambon ou le cornichon dans le sandwich, entre l'excellence de la compétitivité allemande par des gains de productivité, des investissements, ... et la déflation salariale à l'espagnole. Comme on ne pourra pas dupliquer la stratégie allemande en catastrophe, la France sera embarquée dans la stratégie déflationniste salariale à l'espagnole.

**Edouard Tétreau** : Le problème, c'est le poids de l'Espagne : 5 fois la Grèce en population, en PIB. Nous sommes-là face à un risque systémique ; comme me le confiait un dirigeant d'institution financière européenne, en 2011 : « un défaut de la Grèce nous savons gérer, un défaut de l'Espagne, c'est l'ingérable complet ». Ensuite, avec une économie espagnole où l'export représente 30% du PIB, ce chiffre suffit-il à enclencher une dynamique positive ? Deuxièmement, la comparaison Espagne/Grèce montre la ressemblance dans le système D ; l'économie parallèle évite l'insurrection. Mais elle charrie d'autres dangers très préoccupants, notamment la croissance prospère des mafias.

**Axelle Lacan** : Pour tous les pays, il manque des politiques de coordination, car si tous veulent être compétitifs en même temps, envers les mêmes pays, cela va bloquer. On aurait tort de négliger notre demande, car les politiques d'offre ne se développent pas en un jour, il faut du temps, pour choisir des secteurs, développer des filières, etc. On est, il me semble, un peu trop sévère sur la France : on oublie un peu vite que notre économie est assez résistante lors des crises, qu'on échappe à des récessions trop profondes. Bien sûr, tout n'est pas parfait, et il y a de nombreuses réformes à mener. Quant à l'Espagne, ce n'est pas la Grèce non plus. Déjà, les origines de l'endettement ne sont pas les mêmes : endettement public pour la Grèce, privé pour l'Espagne, ce qui a certes ensuite alimenté l'endettement public. Il y a une base industrielle qui est bien plus développée en Espagne qu'en Grèce. Il existe de grandes entreprises espagnoles (exemple Zara), qui résistent, car elles sont déjà sur les marchés extérieurs. Des réformes restent bien sûr à mener, notamment au niveau des régions, mais non, l'Espagne n'est pas la Grèce.

**Xavier Timbeau** : Oui il existe un potentiel espagnol certain aujourd'hui mais la question est de savoir si ces gains de compétitivité par la déflation vont conduire à une diminution de la demande, même si quelques exemples montrent un certain dynamisme ?

**Edouard Tétreau** : Je suis pessimiste sur l'Europe si chaque pays essaie de s'en sortir seul. On le voit avec la Grande-Bretagne. Si on commence à coordonner et mettre en commun, le potentiel de l'Europe est très puissant. La BCE peut mettre 1000 milliards d'euros sur la table sans qu'aucun parlement national n'ait son mot à dire, comme cela a été le cas avec l'opération LTRO. Cette

somme , prêtée sur une durée à 10 ans au lieu de 3, permettrait de financer une grande partie de l'Agenda 2020 de Lisbonne qui prévoit de grandes infrastructures, des investissements qui pourraient occuper 6 à 8 millions de personnes.

## France

**Gérard Cornilleau** : Quel sera le rythme de croissance spontanée de la France dans les années à venir ? Va-t-elle respecter son objectif de 3% de déficit public en 2014 ? L'ajustement de l'emploi est-il terminé et comment rétablir le taux de marge des entreprises ? Va-t-on vers une déflation salariale ?

**Axelle Lacan** : L'important est de ne pas trop comprimé notre demande en attendant d'être prêt pour conquérir d'autres parts de marché.

**Edouard Tétreau** : OK, mais quelle est notre marge de manœuvre si on ramène l'équation aux deux chiffres suivants : le salaire moyen dans le privé en France, 2 000 euros par mois, aucune garantie de pérennité d'emploi ni de retraites ; le salaire moyen dans la fonction publique, 2 400 euros par mois, salaire et retraites garantis à vie. Comment relancer la demande ? En augmentant les salaires des fonctionnaires, et en creusant cet écart qui ne s'explique pas, et qui ne peut être supporté plus longtemps par notre société ? Comment peut-on augmenter le salaire des travailleurs du privé si les voisins baissent leur coût du travail ?

**Gérard Cornilleau** : A qualification identique on sait très bien que les fonctionnaires sont moins bien payés. Les salaires des fonctionnaires sont bloqués et la baisse porte sur les salaires d'embauche.

**Edouard Tétreau** : Le problème est comment fait-on ? On augmente le salaire moyen des fonctionnaires tandis que les travailleurs du privé ont le choix entre le chômage, le travail partiel, ou la baisse de leurs rémunérations ? Je pose la question, étant conjoint d'une magistrat dont le niveau de rémunération est scandaleusement bas par rapport aux responsabilités exercées, et à l'apport à la société. Je sais intimement de quoi je parle dans ce registre. Il n'y a pas à opposer privé et public, mais à ouvrir les yeux sur l'écart insoutenable qui est en train de se creuser sous nos yeux.

**Xavier Timbeau** : Dans notre texte nous avons un tableau qui montre que dans un certain nombre de pays, on s'est engagé dans la réduction du salaire des fonctionnaires. On ne sait pas lorsqu'on joue sur le salaire des fonctionnaires, on le gèle ou on le réduit, parvient-on à modifier le salaire relatif des fonctionnaires et ceux du secteur privé ? Dans quel sens est la causalité, mystère ? Dans tous les cas, lorsqu'on intervient négativement sur les salaires, ce qui arrive ensuite n'est jamais bien, cela provoque de nouveaux problèmes.

**Edouard Tétreau** : Oui je suis d'accord mais je persiste, comment fait-on par rapport aux autres pays qui baissent le coût du travail ? Ensuite, vous le savez comme moi : la seule variable d'ajustement que notre société utilise aujourd'hui, se résume en un chiffre : cinq millions de demandeurs d'emploi en France. Est-ce acceptable pour continuer de maintenir ou faire croître les salaires de ceux qui ont un emploi ou un statut ? Est-ce acceptable de laisser le quart des Français de moins de 25 ans sans emploi ? Ou la moitié de cette jeunesse, si on parle des taux de chômage des jeunes dans les quartiers défavorisés.

**Mathieu Plane** : Au niveau de la France on a fait le choix du privé : les 20 milliards du CICE à destination des entreprises visent à baisser le coût du travail dans le secteur privé et ce dispositif sera financé par des hausses de TVA, de fiscalité écologique et des réductions de dépenses publiques qui affecteront directement le pouvoir d'achat des fonctionnaires. De plus, le non remplacement d'un fonctionnaire sur deux et le gel de l'indice fonction public compressent la masse salariale des fonctionnaires. Les efforts demandés sur le pouvoir d'achat des salariés sont actuellement plus du côté public que privé.

**Axelle Lacan** : Je reviens sur nos scénarios respectifs. Nous partageons les mêmes hypothèses de taux de croissance potentielle et le même niveau de production potentielle. En revanche, nous n'avons pas le même multiplicateur : nous tablons sur un multiplicateur un peu moins élevé que le vôtre, qui est à 1 il me semble. Vous insistez sur le fait qu'il y a des impulsions budgétaires négatives dans de nombreux pays. Nous avons nuancé ce constat, parce que la France a adopté un calendrier légèrement décalé par rapport à ses voisins européens : c'est un des seuls pays avec une impulsion budgétaire plus négative en 2013 qu'en 2012. Ce calendrier décalé

nous permet d'être un peu moins pessimistes, puisque nos voisins subiront un ajustement un peu moins fort en 2013 et que donc la demande adressée à la France devrait légèrement se redresser. Un autre point favorable pour l'économie française est la question du crédit. Nous avons des banques solides, et n'avons pas souffert d'une bulle d'endettement privé. Le taux d'endettement des entreprises, par exemple, n'est pas alarmant. Nous regardons le ratio de l'endettement sur les capitaux propres, analyse qui nous semble économiquement plus solide que le ratio de l'endettement sur la valeur ajoutée... Ces différents éléments nous permettent de tabler sur une croissance 2013 à 0,1% puis sur 1,2 % de croissance en moyenne annuelle en 2014.

Compte tenu de cette croissance un peu plus forte, l'ajustement de l'emploi est un moins long dans notre scénario : nous tablons sur un repli très progressif du taux de chômage à compter du deuxième semestre 2014.

Concernant les finances publiques, nous inscrivons 3 % de déficit en 2014, avec l'hypothèse (puisque nous ne connaissons pas encore le détail des mesures), d'un effort plus marqué sur les dépenses publiques qu'en 2013.

**Edouard Tétreau** : Allons-nous vers une déflation salariale ? À moins de financer une politique d'investissements, de grands travaux dont la BCE a tous les moyens, comment fait-on pour éviter la déflation salariale ? Quelle variable d'ajustement allons-nous choisir : le chômage ou une relance par une politique « agenda 2020 » ? Il faut aller beaucoup, beaucoup plus loin et plus fort que le « Grand emprunt Sarkozy » sur l'économie française, qui a donné le sentiment d'un saupoudrage inutile.

**Mathieu Plane** : Environ 1,5 point de PIB sur 10 ans. C'était plus un effet d'annonce qu'une véritable politique de relance. De plus, la dotation ne serapas intégralement utilisée.

**Xavier Timbeau** : Je souscris à l'idée d'une relance par l'investissement. Mais le Grand emprunt qui devait avoir des rendements avérés a une limite, c'est l'idée que l'Etat doit se substituer à des choix d'investissement et à des investisseurs privés. Dans la réalité on s'aperçoit que nous n'avons pas l'administration adéquate, cela suscite des conflits d'intérêts et c'est très lourd à mettre en œuvre. La solution n'est-elle pas d'augmenter les allocations chômage, de

soutenir une demande par un vecteur très simple à identifier, d'éviter de se demander si tous ces milliards vont être bien utilisés ou pas puisqu'on va réduire la pauvreté et, ensuite, cette demande va se traduire par une demande dans les entreprises industrielles qui, elles, feront les investissements et assureront les gains de productivité que l'on recherche. Faut-il donner les milliards à l'entreprise Renault ou aux milliers de chômeurs qui vont acheter une Renault ?

**Éric Heyer** : Pour revenir sur la comparaison entre deux prévisions, il me semble qu'il est nécessaire de distinguer d'un côté ce qui relève de l'ajustement budgétaire, à savoir le montant des mesures d'austérité et l'impact de ces mesures sur l'activité (la valeur du multiplicateur budgétaire et fiscal) et d'un autre côté ce qui est induit par le comportement des agents privés (ménages et entreprises). En taxant notre prévision de pessimiste, vous nous prenez à contre-pied parce que, hors effet budgétaire, notre scénario est extrêmement optimiste, tous les risques sont à la baisse. Nous sommes optimistes sur la consommation des ménages (nous inscrivons une baisse du taux d'épargne de 0,3 point par an), ainsi que sur l'ajustement très lent du cycle de productivité des entreprises. Les enchaînements macroéconomiques qui sont dans notre scénario sont optimistes, la différence de croissance est seulement due à l'ajustement budgétaire qui est plus important que dans votre scénario et qui renvoie à la valeur des multiplicateurs budgétaires.

Achévé de rédiger en France  
Dépôt légal : mai 2013  
Directeur de la Publication : Philippe Weil  
Publié par les Éditions du Net SAS 92800 Puteaux

Réalisation, composition : Najette Moumni